

MARIANA DE FARIA BURJATO

**DIFERENÇAS TEÓRICAS SOBRE O CAPITALISMO COM
DOMINÂNCIA FINANCEIRA**

MONOGRAFIA APRESENTADA NO
INSTITUTO DE ECONOMIA DA
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS.

ORIENTADORA:

PROF^ª. DR^ª. DANIELA MAGALHÃES PRATES

CAMPINAS

2010

Conteúdo

INTRODUÇÃO	1
CAPITULO 1 – Os determinantes do capitalismo com dominância financeira e seus diferentes conceitos	1
1.1 Determinantes da emergência do capitalismo com dominância financeira 1	
CAPITULO 2: Principais pontos na teoria econômica das escolas selecionadas	17
2.1 Escola Regulacionista	18
2.2 Escola Marxista Contemporânea	21
2.3 Escola Pós-keynesiana	23
2.4 Escola Novo-keynesiana	28
CAPITULO 3: O papel das inovações e instituições financeiras na gênese do capitalismo com dominância financeira	33
3.1 Escola Regulacionista	34
3.2 Escola Marxista Contemporânea	36
3.3 Escola Pós-keynesiana	43
3.4 Escola Novo-keynesiana	47
CAPITULO 4: Propostas de políticas macroeconômicas para os desequilíbrios do capitalismo com dominância financeira	51
4.1 Escola Regulacionista	51
4.2 Escola Marxista Contemporânea	53
4.3 Escola Pós-keynesiana	57
4.4 Escola Novo-keynesiana	59
CONCLUSÃO	65
Bibliografia	67

INTRODUÇÃO

O sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo surge no contexto de desestruturação do sistema de Bretton Woods e foi resultado da interação entre as pressões dos agentes privados (empresas multinacionais, bancos e outras instituições financeiras), em prol da eliminação dos controles de capitais, e das decisões políticas tomadas pelos governos dos países centrais, sobretudo, dos Estados Unidos, país emissor da moeda-chave (Strange, 1986).

As transformações subjacentes ao processo de globalização financeira – como a securitização das dívidas, a institucionalização das poupanças e a proliferação de inovações financeiras (como os derivativos e os produtos estruturados) – também têm origem nesse país e contaminaram os sistemas financeiros dos demais países centrais (e, num segundo momento, dos emergentes), disseminando a lógica financeira mundialmente. (Prates, 2002).

O processo de globalização financeira sob liderança norte-americana resultou em profundas transformações nas economias nacionais. A principal delas, destacada por diversos autores (dentre os quais Helleiner, 1994; Einchengreen, 1996; Medeiros, Serrano, 1999; BIS, 2007 e Carneiro, 2010) é a crescente dominância das finanças em relação à atividade produtiva (produção real, fluxos de comércio e investimentos produtivos).

Por conta das várias propriedades deste capitalismo contemporâneo supracitadas, encara-se a financeirização como o atual “padrão sistêmico de riqueza” (Braga, 1985) que promove efeitos, de diferentes intensidade e abrangência, sobre as mais diversas áreas da economia e sociedade.

A financeirização e globalização financeira provocaram mudanças na lógica de atuação dos atores econômicos e desencadearam um forte debate teórico sobre as características do capitalismo com dominância financeira, que é o objeto de estudo dessa monografia. O estudo do fenômeno da financeirização justifica-se também por um importante ponto destacado em Krippner (2004) de que não há ainda acordo comum sobre a sua definição e menos ainda sobre seu significado.

Assim sendo, este estudo pretende contribuir para este debate tão atual entre as escolas de pensamento econômico, ao ter como objetivo elucidar os diferentes conceitos sobre o capitalismo com dominância financeira e as características deste

processo sob a ótica de quatro diferentes linhas de pensamento econômico pré-selecionadas, buscando encontrar possíveis diferenças e similaridades entre essas escolas.

As quatro escolas de pensamento econômico selecionadas são: a marxista regulacionista, a marxista contemporânea, a pós-keynesiana e a novo-keynesiana.

Dado que o número de autores de cada escola é extremamente abrangente, buscando delimitar o estudo e equilibrar a discussão, foram pré-selecionados autores, que discutiram de forma direta a questão da financeirização, como representantes de cada escola. Os autores, suas respectivas escolas e critérios de escolha incluem:

- Regulacionista: (Aglietta, 1982 e 1996), pelo fato de ser a precursora do estudo do tema selecionado e da definição do fenômeno do capitalismo com domínio financeiro e contar com a bibliografia mais vasta sobre o assunto dentre as escolas de pensamento econômico, dando um papel de destaque às políticas de regulação do sistema monetário financeiro internacional;
- Marxista Contemporâneo: (Chesnais, 1998 e 2004; Epstein, 2000, 2005, 2005a), por olhar para a financeirização de uma maneira diferente da escola regulacionista, destacando o papel da acumulação e do investimento como forças motrizes do crescimento, mas com enfoque bastante específico ao analisar as mudanças nas taxas de lucro, preocupando-se em identificar quais são os efeitos nas classes trabalhadoras,
- Pós-keynesiana: (Stockhammer, 2004, 2008, 2009, 2010), por analisar o processo de financeirização sob a ótica da teoria da estrutura de capital das empresas, partindo de uma perspectiva na qual os objetivos do capitalista vão além da simples maximização dos lucros, propondo um estudo com enfoque especial no movimento de financeirização das empresas, que as leva a mudarem seu status de agentes não financeiros para participantes da classe rentista;
- Novo-keynesiana: (Blanchard, 2007, 2010), pela adoção inicial de um referencial teórico de neutralidade da moeda no longo prazo e de não criação de moeda por parte dos bancos, mas que reconhece, após a crise financeira global, a importância do papel da moeda e dos bancos na economia. Adotando uma visão na qual a política monetária também

deve se preocupar com a inflação de ativos, e que a regulação dos mercados financeiros pode ser eficaz em certos casos.

É importante destacar que o estudo exclui a escola monetarista e novo-clássica, pois estas escolas consideram a neutralidade total da moeda, o que reduz, para estes economistas, a financeirização a um não problema.

A monografia está organizada da seguinte forma. A contextualização histórica e os traços gerais desse sistema com domínio financeiro são apresentados no capítulo 1. O capítulo 2 apresenta o contexto histórico de surgimento de cada uma das escolas e suas principais ideias. O capítulo 3 analisa a importância das inovações financeiras e o papel das diferentes instituições financeiras na ascensão do novo regime de acumulação em cada escola. O capítulo 4 apresenta o conjunto de políticas alternativas recomendadas por cada escola para solucionar os desequilíbrios associados a este regime de acumulação com domínio financeiro.

CAPITULO 1: Os determinantes do capitalismo com dominância financeira e seus diferentes conceitos

1.1 Determinantes da emergência do capitalismo com dominância financeira

Antes do fim da Segunda Guerra Mundial, a fim de impedir a repetição do cenário de caos monetário e comercial, do entre-guerras, centenas de representantes de 44 países promovem um encontro em Bretton Woods, New Hampshire, em julho de 1944. Durante esta conferência os países Aliados assinaram o “Acordo de Bretton Woods”, que definiu um novo sistema monetário e financeiro internacional. Foram estabelecidas novas instituições e regras para as relações comerciais e financeiras internacionais entre os países com o objetivo principal de manter uma ordem regulada nas finanças, que possibilitasse a expansão do comércio internacional, garantindo o crescimento das nações.

Assim, Bretton Woods era essencialmente um acordo para promover o crescimento das nações signatárias, baseado fortemente no comércio internacional. *“A restauração das relações de comércio abertas e multilaterais viria a ser o tônico que revigoraria o Sistema de Bretton Woods” (Eichengreen, 1996 p. 138)*

Com este Acordo instaurou-se na economia mundial o período conhecido como padrão ouro-dólar de Bretton Woods, no qual o preço oficial do ouro era fixado em relação ao dólar. Esse sistema possuía como principais características: (i) novas instituições reguladoras, (ii) câmbio fixo ajustável, (iii) mobilidade de capitais limitada com forte regulação dos fluxos de capitais. (Belluzzo 1997 p. 168-171 e; Einchegreen, 1996, p. 131).

As principais instituições reguladoras internacionais criadas em Bretton Woods, começaram a operar em 1946 e incluíam: o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). O BIRD tinha como funções: garantir recursos suficientes para a reconstrução dos países atingidos pela guerra e apoiar projetos de desenvolvimento. E o FMI possuía um papel econômico importante, definido pela própria instituição em seu site, como:

“(...) ensure exchange rate stability and encourage its member countries to eliminate exchange restrictions that hindered trade.” “The countries that joined the IMF between 1945 and 1971 agreed to keep their exchange rates (...) pegged at rates that could be

adjusted only to correct a "fundamental disequilibrium" in the balance of payments, and only with the IMF's agreement."

Além disso, o FMI tinha o papel de auxiliar, por meio de empréstimos financeiros especiais, os países com dificuldades em seu balanço de pagamentos. Todas as ações tinham como objetivo evitar situações de crise financeira que pudessem causar desequilíbrios em contas externas, e com isso incentivassem desvalorizações cambiais na tentativa de equilibrar as contas. (Eichengreen, 1996)

Nas duas instituições as decisões estavam diretamente vinculadas às cotas de capital que cada país possuía. Desse modo, dado que em 1944 os Estados Unidos, após sair da guerra como potência hegemônica, era o maior cotista do FMI (com 31,25% das cotas, ou US\$ 2.750 milhões, enquanto que Inglaterra, o segundo maior participante possuía apenas 14,77% das cotas – site do FMI), exercia exercendo grande influência nessas instituições e reforçava ainda mais o poder norte-americano e o seu papel como potência mundial.

Outro aspecto fundamental do Acordo era o regime de câmbio ajustável, que se constitui em uma taxa de câmbio nominal fixa, porém o banco central pode modificar o patamar do câmbio de acordo com as necessidades de política monetária. Assim,

"O câmbio ajustável era um instrumento para eliminar déficits no balanço de pagamentos – uma alternativa aos aumentos deflacionários nas taxas de redesconto dos bancos centrais, algo que se revelara tão doloroso no período do entre-guerras". (Eichengreen, 1996 p. 132)

No sistema de Bretton Wodds os países *"(...) que registravam problemas em seus balanços de pagamento, não podiam tentar se ajustar através da elevação em suas taxas de juro. O único recurso era implementar controles de câmbio."* (Eichengreen pg. 151, 152)

A última grande mudança definida em Bretton Woods era a limitada mobilidade dos fluxos de capitais. Os controles sobre os capitais foram concebidos de maneira a evitar os fluxos de capitais voláteis e desestabilizadores que ocorreram no entre-guerras.

"A memória das desordens monetárias do período entre-guerras, com a participação do hot money da especulação, ainda estava viva em 1944, quando da conferência de Bretton Woods" (Brunhoff, 1996, p. 49)

Além dos controles sobre os fluxos de capitais, este período é marcado por uma série de regulações ligadas aos mercados financeiros nacionais e limites às taxas

de juros. Segundo Eichengreen, (1996) e Fiori (2004) os controles de capitais foram o elemento de Bretton Woods que melhor funcionou segundo o planejado. Como controles incluíam-se:

“(...) limites às taxas de juro. Foram impostas restrições aos tipos de ativos nos quais os bancos podiam investir. Os governos regulavam os mercados financeiros para canalizar o crédito para setores estratégicos. A necessidade de conseguir licenças de importação complicava os esforços para canalizar transações de capital através das contas correntes. Os controles foram capazes de conter a enxurrada porque não eram apenas um só obstáculo na corredeira. Ao contrário, os controles eram parte de uma série de comportas e barragens (...)” (Eichengreen, 1996 p. 133)

Deste modo, os controles de capitais eram impostos em diferentes frentes da economia, e aplicados por todos os países do Acordo de maneira conjunta, garantindo uma maior estabilidade ao sistema como um todo.

Portanto percebe-se que em meados do século XIX o sistema de acumulação capitalista era composto por uma série de fatores regulatórios que buscavam garantir certa estabilidade e transparência ao sistema. (Eichengreen, 1996)

Ademais, no período de vigência do acordo de Bretton Woods, as finanças domésticas eram predominantemente bancárias e a regulação da liquidez internacional era, de fato, feita pelo Federal Reserve (Belluzzo, 1997). Dado o papel de potência que os Estados Unidos possuíam na época, ao ajudar todos os países em reconstrução, ser o líder da nova estrutura político-econômica e ter como moeda nacional a moeda base do sistema, o país cumpria, *“simultaneamente, o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e a função de prestador de última instância”* (Belluzzo, 1997, p. 168)

Segundo Belluzzo (1997), esta organização das finanças possuía três características importantes: (i) políticas monetárias e de crédito voltadas a objetivos nacionais e que eram favorecidas pelos controles de capitais e o tipo da taxa de câmbio; (ii) sistemas nacionais de créditos independentes que permitiam adoções de normas de operações específicas e (iii) maior elasticidade às necessidades de liquidez do sistema dada a proximidade entre bancos centrais e bancos privados.

Esse sistema de finanças bancárias, controlado e dotado de um claro viés inflacionista dada às políticas monetárias expansionistas, favorecia a manutenção de taxas de juros baixas, assim como possuía papel importante no fomento do crescimento das economias ao favorecer refinanciamento de posições devedoras nas corporações. (Eichengreen, 1996)

Entretanto, o rápido crescimento das economias capitalistas centrais neste período deveu-se majoritariamente à forte participação do Estado na economia, possuidor de um duplo papel: como regulador dos mercados e promotor do crescimento. Assim, como já destacado, os controles de capitais eram prática corrente e tanto as políticas monetárias como os sistemas financeiros nacionais estavam voltados para a sustentação de taxas elevadas de crescimento econômico. (Eichengreen, 1996 p.131)

Neste novo cenário, os Estados Unidos era o principal fornecedor de ajuda externa para a reconstrução do pós-guerra e apresentava saldos no balanço de pagamento positivos.

“A Europa do pós-guerra tinha imensas demandas insatisfeitas por produtos alimentícios, bens de capital e outras mercadorias produzidas nos Estados Unidos, e uma capacidade apenas limitada de produção e mercadorias para exportação. O déficit comercial europeu consolidado com o resto do mundo subiu para US\$ 8 bilhões em 1946 e para US\$ 7,5 bilhões em 1947. Reconhecendo esse fato, entre 1948 e 1951, (...) os Estados Unidos proporcionaram cerca de US\$ 13 bilhões em ajuda intergovernamental para financiar déficits europeus (no âmbito do Plano Marshall).” (Eichengreen, 1996 p. 137)

No início dos anos 1950, a recuperação européia estava perto de ser concluída e o balanço de pagamentos norte-americano passou a apresentar saldos em transações correntes cada vez menores, permitindo que as nações européias e o Japão adquirissem as reservas internacionais norte-americanas. (Medeiros e Serrano, 1999)

Uma enorme evasão de capitais dos Estados Unidos, em função dos investimentos diretos feitos na Europa, e um elevado índice de inflação norte-americana, foram os fatores que mais contribuíram para a queda no saldo do balanço de pagamentos dos Estados Unidos em 1958. (Medeiros e Serrano, 1999)

Dessa maneira, se

“No início do período (de Bretton Woods) os EUA têm saldo comercial e em conta corrente positivo, a Guerra Fria faz com que, via ajuda externa e através de empréstimos e investimento direto, os EUA tenham crescentes déficits na BP. Ao longo do tempo, com a reconstrução dos demais países capitalistas centrais (incentivada e financiada pelos próprios americanos), os saldos comerciais e de conta corrente dos EUA são reduzidos continuamente até se tornarem negativos em 1971” (Medeiros e Serrano 1999, p.122).

“Em 1971, ocorreu o primeiro déficit comercial americano, desde 1893, funcionando como sinalização decisiva de que a potência econômica não era mais a mesma,

ao passo que os detentores estrangeiros de dólares queriam convertê-los em ouro.” (Braga, 1997 p.209)

Esta situação de redução contínua no balanço de pagamento norte-americano, principalmente na conta de capital por conta do volume de investimentos diretos enviados ao exterior, aliado à queda nas reservas de ouro, evidenciou para o governo norte-americano a necessidade de um realinhamento cambial para desacelerar o declínio relativo da competitividade americana. (Braga, 1997)

No entanto, a desvalorização do dólar dentro do padrão ouro-dólar não convinha, dado que poderia gerar uma fuga generalizada do dólar para o ouro e promover uma restrição no balanço de pagamentos norte-americano ainda maior, colocando em risco a importância do dólar na economia internacional. (Solomon, 1982).

A situação de crescentes desequilíbrios nos balanços de pagamentos demonstrava as limitações dos mecanismos de ajuste de Bretton Woods

“O funcionamento de um sistema de paridades fixas entre moedas conversíveis exigia crédito para financiar os desequilíbrios, (...) Quanto maior a relutância em ajustar a paridade e elevar as taxas de juro e os impostos, maiores os volumes de créditos necessários. E quanto mais rápido o relaxamento dos controles de capital, maior a necessidade de financiamentos para contrabalançar as saídas especulativas de capital.” (Einchengreen, 1996 p.158)

Assim, apesar das diversas tentativas de políticas econômicas que tentavam diminuir a evasão de capitais, como: taxas de juros de curto prazo elevadas, estímulo às exportações e criação do Déposito Especial de Saque; o movimento que teve início nos anos 1960 de internacionalização dos fluxos de capitais, fortalecimento do Euromercado e crescente demanda por dólares como reserva já estavam consolidados. Segundo Eichengreen (1996), *“desde 1961, a proporção entre os montantes de dólares e de ouro fora dos Estados Unidos tinha subido acima dos níveis considerados suportáveis, para US\$ 35 por onça de ouro”* (Einchegreen,1996 p.168)

Nesta situação, os Estados Unidos se negaram a subordinar seus objetivos econômicos e políticos à defesa do preço do ouro em dólares e, como consequência lógica, o presidente Nixon anunciou a inconvertibilidade do dólar.

“Nesse contexto de impasse a solução encontrada pelos Estados Unidos, para conciliar a preservação do papel internacional do dólar com seu desejo de desvalorizar o câmbio, foi decretar unilateralmente a inconvertibilidade do dólar em

ouro em 15 de agosto de 1971, como preparação para a iniciativa americana de desvalorização do dólar que começa em 1973”, (Medeiros e Serrano, 1999 p. 124)

Assim, em 1973 a iniciativa norte-americana se concretizou com o abandono unilateral do regime de taxas de câmbio fixas e o dólar passou a flutuar nos mercados de câmbio internacionais, tendo seu valor em termos de outras moedas determinado pelo mercado.

A decisão norte-americana ocorreu em um contexto particular de grande liquidez internacional, provenientes dos próprios déficits americanos (que excediam a demanda efetiva dos agentes econômicos) e do crescimento descontrolado do crédito no circuito do Euromercado, fomentado pelos petrodólares originados nos países do Oriente Médio após o primeiro choque de preços do Petróleo. (Serrano, 2002)

Essa grande liquidez promoveu um “boom” de crescimento e de inovações financeiras no circuito do eurodólar e dos outros centros financeiros *off-shore*, que haviam surgido na década de 1960 como resposta às restrições aos fluxos de capitais americanos. O montante de transações e os incentivos ao surgimento de operações de empréstimos/depósitos no Euromercado fugiram ao controle dos bancos centrais, constituindo um mercado financeiro internacional à margem da regulação das autoridades monetárias nacionais.

Assim, nas décadas de 1960 e 1970 observaram-se tensões entre: a regulamentação dos sistemas nacionais com o compromisso de promoção do crescimento, e o novo espaço financeiro internacional “desregulamentado” de superexpansão do crédito num cenário de aceleração da inflação. Este mercado financeiro internacional desregulamentado coexiste com sistemas monetários e financeiros nacionais fechados e regulamentados e, por isso este período é associado a uma etapa de internacionalização financeira indireta e limitada (Chesnais, 1998).

Observou-se ainda, o surgimento dos mercados de derivativos financeiros (futuros e opções), de taxas de câmbio e de juros e um movimento de internacionalização dos bancos americanos. Ocorreram mudanças nas formas de concorrência bancária, provocando incentivo constante à criação de inovações financeiras e maior facilidade no acesso ao crédito. Como conseqüência, a periferia em desenvolvimento endividou-se brutalmente, contribuindo para o crescimento espetacular do Euromercado, estimulando o processo de internacionalização e liberalização financeira. (Serrano, 2002)

Em 1979, o Federal Reserve, banco central dos Estados Unidos, sob a presidência de Paul Volcker, decidiu elevar as taxas de juros nominais e reais a níveis sem precedentes. Com esta medida os Estados Unidos reiniciaram a política do “dólar forte”, reafirmaram seu papel como potência hegemônica e retomaram definitivamente o controle do sistema monetário financeiro internacional (Tavares, 1999). Além disso, a ação do Federal Reserve iniciou uma fase de aprofundamento da globalização financeira, que foi acompanhada por uma onda de inovações e desregulações financeiras, que espalham e fortalecem os fluxos de capitais de curto prazo especulativos pelo mundo. Compreende-se então, que

(...) as políticas americanas de resposta às ameaças contra a hegemonia do dólar estavam associadas à recuperação do predomínio da alta finança nas hierarquias de interesses que se digladiam no interior do Estado plutocrático americano(...) e este cenário de mudanças deve ser entendido como *“(...) um dos fatores centrais que determinaram os movimentos de internacionalização financeira (...)”* (Belluzzo, 1999:102)

O choque de juros resultou numa violenta valorização do dólar após 1979, acompanhada por desvalorizações sucessivas de todas as moedas internacionais relevantes e a deterioração dos termos de troca dos países exportadores de matérias-primas, instaurando políticas generalizadas de ajuste macroeconômico de corte deflacionista. O mundo entrou em forte recessão até 1983, e a única opção dos demais países foi aceitar a centralidade do dólar no novo sistema, o novo padrão dólar flexível, que continuou se fortalecendo ao longo das décadas seguintes e promovendo o processo de financeirização ao redor do mundo. (Tavares, 1998)

Durante os anos 1980 a necessidade de financiamento dos déficits orçamentários dos governos dos países desenvolvidos e os interesses de grandes grupos centralizadores de poupança, como fundos de pensão e seguradoras, deram um novo impulso à globalização financeira, ao assentar as bases para o processo de securitização da dívida pública que impulsionou a rápida expansão dos mercados de títulos de renda fixa (*bônus, notes*, etc). As operações dos fundos de pensão e dos *mutual funds* expandiram-se internacionalmente mudando a forma de intermediação. (Prates, 2002)

Durante o início da década de 1990, os títulos da dívida pública norte-americana tornaram-se de fato o principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor pelos investidores internacionais. O processo de securitização da dívida pública provocou a explosão da dívida federal americana, cujo montante cresce de maneira ainda mais rápida do que nas décadas anteriores. A dívida que era de US\$

322 bilhões em 1970, passou para US\$ 906 bilhões em 1980 e US\$ 4.061 bilhões em 1992. (Chesnais, 1998).

Neste mesmo período, os mercados de ações e matérias-primas foram desregulamentados, enquanto que os mercados de câmbio e de securities sofreram um “boom” de crescimento. Há ainda

“(...) um aprofundamento das finanças de mercado, com a progressiva ‘indiferenciação’ das atividades exercidas por instituições bancárias e não-bancárias (Carneiro, 2002), (...) a difusão de novas práticas de gestão de recursos baseadas na alavancagem e influência crescente das classificações de risco de crédito das agências de rating.” (Prates, 2002, p. 99)

Neste período, os fluxos de capitais voltaram a se direcionar para a periferia na forma de capitais de curto prazo para o financiamento dos déficits públicos em conta corrente dos países do Terceiro Mundo. Dessa maneira, o regime de finanças diretas e da securitização da dívida pública foi imposto a estes países, que em pouco tempo foram inseridos no processo de desregulamentação dos mercados de títulos de renda fixa e ações, (Chesnais, 1998)

Entretanto esta globalização do processo de financeirização, associada ao papel “flexível, financeiro e fiduciário” da moeda-chave do sistema, introduziu novas fontes de instabilidade no sistema. Pois, apesar do alto grau de autonomia da política monetária norte-americana, esta ainda encontrava-se subordinada à necessidade de rolagem de sua dívida pública mobiliária interna. Este objetivo, assim como o objetivo de sustentação do valor do dólar, entrou em contradição com a estabilidade dos mercados globalizados.

“As eventuais inconsistências entre os objetivos internos e externos dessa política resultam numa incerteza em relação à trajetória das taxas de juros e de câmbio americanas que, dada a sua posição central no sistema, se transmite aos demais países centrais e periféricos (Belluzzo, 1997 e Carneiro, 1999).” (Prates, 2002, p.. 76)

Assim, a nova configuração do sistema monetário internacional “é marcada por uma instabilidade intensa, que resulta numa incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave (taxas de câmbio e de juros).” (Prates, 2002, p. 76) Como prova prática destes aspectos teóricos podemos citar as diversas crises que ocorreram nos países centrais (crise do sistema monetário europeu) e na periferia ao longo da década de 1990.

Além disso, deve-se esclarecer que as diferentes posições políticas tomadas, assim como o comprometimento e envolvimento em favor da instauração de medidas

favoráveis à emergência de um sistema globalizado de finanças, dependiam das especificidades de cada país.

Segundo Helleiner (1994), países como Estados Unidos, Inglaterra e Japão foram os países que apresentaram as condições internas mais favoráveis à promoção da financeirização, ou seja, foram esses Estados nacionais que inicialmente possuíam políticas internas mais deliberadamente comprometidas em relação ao processo de financeirização.

Para compreendermos o processo de financeirização, torna-se, então, basilar, não só o prévio conhecimento dos fatos históricos mencionados acima, mas também entender o processo político e econômico por detrás da emergência do padrão dólar-flexível e suas implicações.

Segundo Einchengreen (1996), a aceitação deste padrão ocorreu por conta da crescente mobilidade de capitais e sua incongruência com a existência do câmbio fixo, que provocou diversos desafios macroeconômicos e reafirmou a “trindade impossível”. Como consequência, os países não só aceitaram o dólar como moeda-chave, mas também viram-se obrigados a flexibilizar suas taxas de câmbio. Segundo o autor, *“A transição para o câmbio flutuante depois do colapso de Bretton Woods foi um salto no escuro. As autoridades (...) tiveram de ser empurradas para este sistema.”* (Einchengreen, 1996: 187)

Grande parte da pressão exercida sobre as economias do mundo para a tomada desta decisão proveu do importante papel que o dólar possuía no sistema monetário internacional e da crescente internacionalização do sistema financeiro norte-americano, promovendo a integração financeira de todos os mercados. (Einchengreen, 1996)

A facilidade com que os Estados Unidos exerceram este poder de instaurar o novo padrão provém não só de o dólar ter continuado a ser a moeda-chave do sistema, mas também pelo fim de duas limitações específicas do antigo padrão: o câmbio fixo e a restrição aos déficits na conta corrente (decorrente da conversibilidade ao ouro). E, por conta do término destes limites, os Estados Unidos além de, como visto, colocar em risco a estabilidade geral do sistema, passam a ter vantagens ainda maiores.

Como destaca Helleiner (1994), essas vantagens eram: a não existência de restrição externa, a total flexibilidade nas políticas macroeconômicas e o aumento da importância e poder do governo e instituições financeiras norte-americanas. Medeiros

e Serrano (1999) mencionam outras vantagens, relacionadas às anteriores, como a possibilidade de: incorrer em déficits globais na balança de pagamentos e financiá-los com ativos denominados em sua própria moeda; variar, por iniciativa unilateral, a taxa de câmbio e a paridade em relação às moedas dos outros países, conforme sua conveniência e finalmente, podem incorrer em déficits permanentes em conta corrente.

Percebe-se então que, por conta dessas especificidades, o dólar continuou sendo o meio de pagamento internacional, unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais e também, naturalmente, a principal reserva de valor. Revelam-se com isso as características intrinsecamente contraditórias desta moeda de padrão fiduciário, flexível e que ao longo da história, dada sua posição chave no sistema monetário internacional, torna-se financeiro (Brunhoff, 1998).

O fato do dólar se tornar financeiro ao longo do tempo esteve fortemente ligado à expansão de um mercado financeiro com graus cada vez mais altos de profundidade, liquidez, mobilidade e volatilidade dos preços dos ativos e que fortaleceram o processo de financeirização. (Belluzzo, 1999). O espaço, cada vez maior, que o mercado financeiro passou a ter decorreu das transformações financeiras subjacentes à globalização financeira, como a institucionalização das poupanças, a multiplicação de

“inovações de instrumentos financeiros, (...) a expansão dos derivativos como mecanismo de securitização dos passivos de médio e longo prazo no mercado financeiro americano, (...) A dívida interna americana, que passa a servir de lastro aos mercados monetários e financeiros de Wall Street, (que) converte-se em dívida externa por via de sua absorção por poupadores estrangeiros, em particular nos portfólios dos bancos internacionais, a partir da forte valorização do dólar.” (Tavares, 1999: 58)

Outro fator decisivo, que contribuiu para o alargamento das dimensões dos mercados financeiros, foi a participação ativa dos governos das economias centrais neste processo. Por meio de políticas pró-ativas que garantiam maior liberdade para operadores de mercado, freavam qualquer tentativa existente de controles efetivos sobre capitais e asseguravam aos agentes o papel de prestador de última instância, as economias centrais apoiaram e induziram a globalização dos mercados financeiros. (Helleiner, 1994)

Com ações deliberadas ou não por parte do Estado, é indiscutível que as decisões de política econômica e as transformações financeiras espalharam-se para o resto do mundo e promoveram uma onda de profundas transformações nas

economias nacionais. Um aspecto importante para compreensão do surgimento destas transformações terem início especificamente nos Estados Unidos são:

“(...) as distintas configurações institucionais e jurídicas dos sistemas financeiros dos países centrais (...) que implicam em distintos graus de liberdade de ação dos bancos, dentro dos limites fixados pela regulamentação em vigor e, assim, condicionam o espaço e a forma da concorrência bancária (...) “É exatamente a especificidade da configuração jurídica e institucional do sistema financeiro dos Estados Unidos que explica, em grande parte, o surgimento das transformações financeiras nesse país”. (Prates, 2002, p. 82-84)

Segundo Freitas (1999, *apud* Prates, 2002), Estados Unidos e Inglaterra, possuem sistemas financeiros historicamente baseados no mercado de capital e com limites muito frouxos, devido ao sistema jurídico de direito comum. Já os países europeus e o Japão, possuíam sistemas baseados no mercado de crédito com forte presença estatal ou de instituições financeiras privadas e com o predomínio do direito normativo¹,

Assim, o sistema jurídico americano concede um amplo grau de liberdade para as instituições financeiras introduzirem diversas inovações financeiras nos mercados *on-shore* e *off-shore*, burlando as restrições e controles existentes nos mercados domésticos e respondendo ao processo concorrencial existente entre bancos e instituições financeiras não-bancárias,

*“Assim, nos Estados Unidos, o processo de desregulamentação, (...) constituiu, em grande medida, uma validação ex post das práticas e atividades realizadas, mas formalmente proibidas, às instituições bancárias e não bancárias, além de ter sido condicionado pelas pressões exercidas pelos bancos. (...) Já nos países europeus e no Japão, pode-se afirmar que a desregulamentação foi o resultado de uma ação ex ante, pró-ativa dos governos para enfrentar as pressões competitivas provenientes do Euromercado e do mercado financeiro americano”. (Freitas, 1999, *apud* Prates, 2002, p. 86)*

Apesar das diferenças na dinâmica da concorrência bancária e nas formas institucionais e jurídicas de cada país, o processo de desregulamentação, liberalização e mundialização financeira dos países centrais foi liderado e impulsionado pelos Estados Unidos.

¹ O sistema jurídico de direito comum, também conhecido como modelo anglo-saxão, é aquele no qual “tudo que não é proibido é autorizado”. Já o sistema de direito normativo codifica num vasto conjunto de normas e regras “tudo que é permitido”.

As implicações decorrentes do padrão do dólar flexível promovem o fortalecimento de um novo regime de acumulação: um capitalismo com dominância financeira.

A dimensão financeira deste novo capitalismo é a principal característica destacada por diversos autores (dentre os quais Helleiner, 1994; Einchengreen, 1996; Medeiros, Serrano, 1999; BIS, 2007) e é revelada pelos índices que comprovam a crescente dominância das finanças na economia em relação a diversos indicadores econômicos como: a produção real, os fluxos de comércio e os investimentos produtivos.

Ao analisarmos o estoque total de dívida dos diversos agentes e setores econômicos em relação ao PIB (ver Tabela 1) observa-se a crescente dominância das finanças em relação ao produto real. Nos Estados Unidos, país onde tem início a maior parte das principais transformações subjacentes ao processo de financeirização, desde 1980 há uma clara expansão dos mercados de crédito e de capitais com o crescente aumento do estoque da dívida em relação ao PIB. Levando-se em conta o endividamento privado (corporações, setor financeiro e famílias), a dívida pública total, federal, estadual e municipal e o passivo financeiro com o exterior, o estoque da dívida ao fim de 1980 totalizava US\$ 4,7 trilhões, correspondendo a 169,3% do PIB. No segundo trimestre de 2010, o estoque da dívida foi ampliado em mais de onze vezes, chegando a US\$ 52,2 trilhões, representando 358,3% do PIB.

Tabela 1						
Estoque total de dívida nos Estados Unidos, por Setor.						
SETORES	1980		1990		2000	
	US\$ bilhões	%do PIB	US\$ bilhões	%do PIB	US\$ bilhões	%do PIB
Doméstico não-financeiro	3.953,5	135,6	10.834,7	185,3	18.074,8	178,4
Governo Federal	735,0	25,2	2.498,1	42,7	3.385,1	33,4
Estados/municípios	344,4	11,8	987,4	16,9	1.197,7	11,8
Famílias	1.396,0	47,9	3.595,9	61,5	7.008,8	69,2
Corporações	906,6	31,1	3.753,3	64,2	6.483,2	64,0
Setor financeiro	578,1	19,8	2.613,6	44,7	8.130,3	80,3
Estrangeiro	193,4	6,6	318,2	5,4	814,5	8,0
Total	4.725,0	162,1	13.766,5	235,5	27.019,6	266,7

SETORES	2002		2007		2010 II	
	US\$ bilhões	%do PIB	US\$ bilhões	%do PIB	US\$ bilhões	%do PIB
Doméstico não-financeiro	20.615,8	191,5	31.708,7	221,9	35.453,8	243,2
Governo Federal	3.637,0	33,8	5.122,3	35,8	8.706,6	59,7
Estados/municípios	1.447,3	13,4	2.199,3	15,4	2.387,6	16,4
Famílias	8.513,2	79,1	13.802,9	96,6	13.450,3	92,3
Corporações	7.018,2	65,2	10.584,2	74,1	10.909,3	74,8
Setor financeiro	9.996,9	92,8	16.207,5	113,4	14.744,2	101,1
Estrangeiro	1.072,3	10,0	2.126,3	14,9	2.032,7	13,9
Total	31.685,0	294,3	50.042,5	350,2	52.230,7	358,3

Fonte: Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, September 2010. Table D3.

Mais um exemplo da dominância das finanças, desta vez em relação aos fluxos de comércio internacional, é dado por Baker, Epstein e Pollin (1998), demonstrando que os fundos obtidos nos mercados financeiros internacionais em relação percentual às exportações mundiais cresceram de 0,5% em 1950 para mais de 20% em 1996. (Tabela 2).

Tabela 2								
Fundos obtidos em mercados financeiros internacionais em relação às exportações mundiais (em%).								
1950	1960	1970	1975	1980	1985	1990	1996	
0,5	1,0	1,8	4,6	5,8	13,5	10,5	20,0	

Fonte: Baker, Epstein, Pollin (1998) p.10

Outra demonstração da crescente dominância das finanças é dada ao observarmos que o volume diário de transações em moeda estrangeira em 2007 foi de US\$3,2 trilhões, mostrando um crescimento de 69% em relação a 2004 e de 461% em relação a 1989, quando o volume de transações era de US\$ 570 bilhões. (Tabela 3).

Tabela 3

Volume mundial de transações em moeda estrangeira. (Média diária em Abril, em bilhões de dólares)¹

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Transações "spot"	317	394	494	568	387	631	1005
Outright forwards	27	58	97	128	131	209	362
Foreign exchange swaps	190	324	546	734	656	954	1714
Estimated gaps in reporting	56	44	53	60	26	106	129
Total "traditional" turnover	590	820	1190	1490	1200	1900	3210

¹ Ajustado para dupla contagem local e estrangeira.
 Fonte: BIS. Foreign exchange and derivative markets activity in 2001 and 2007. March 2002 and December 2007

Quando comparamos o fluxo de investimentos em relação ao PIB aos estoques de transações entre fronteiras de títulos e *equities* em relação ao PIB, a dominância das finanças frente aos investimentos produtivos é explícita durante o período de 1980 a 2010. Enquanto os níveis de investimento observam queda em todos os países, em média de 6%, ao longo de todo o período; as transações financeiras crescem, sem exceções, observando taxas de crescimento de até 249,58%, como na Itália (Tabela 4 e 5).

Tabela 4

Transações entre fronteiras em títulos e *equities* (em % do PIB)

	1980	1985	1990	1995
EUA	9,0	35,1	89,0	135,5
Japão	7,7	63,0	120,0	65,7
Alemanha	7,5	33,4	57,3	168,3
França	-	21,4	53,6	178,2
Itália	1,1	4,0	26,6	250,9
Canadá	9,6	26,7	64,4	192,0

Fonte: Baker, Epstein, Pollin 1998 p.10

Tabela 5

Nível de Investimentos (em % do PIB)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
EUA	20,8	21,2	18,6	18,6	20,9	20,3	15,9
Japão	32,7	28,6	33,0	28,3	25,4	23,6	20,1
Alemanha	28,2	23,5	25,6	22,2	21,8	16,9	17,0
França	22,7	19,3	22,6	18,6	20,4	20,3	19,6
Itália	26,7	23,1	22,3	19,8	20,7	20,7	19,3
Canadá	23,0	20,9	20,9	18,8	20,2	22,1	21,8
Reino Unido	17,6	18,2	20,2	17,2	17,7	17,1	14,4

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010

A questão fundamental evidenciada nestes dados é de que a esfera financeira passou a ter influência cada vez maior na dinâmica das economias nacionais e na economia internacional, pois passa a influenciar as decisões econômicas dos agentes de maneira fundamental.

Com um significativo aumento das finanças em relação à produção real, aos investimentos produtivos e aos fluxos de comércio, reitera-se um padrão característico de um capitalismo desregulado, no qual *“os direitos sobre a renda crescem mais rapidamente do que a mesma”* (Carneiro, 2009 p.39) e

“(...) o aumento explosivo dos fluxos financeiros internacionais não mais guarda uma proporcionalidade com as necessidades da economia mundial (Chesnais, 1995), de modo que a relação do incremento nesses fluxos com o financiamento do comércio exterior e dos investimentos produtivos passa a ser indireta, para dizer o mínimo”. (Tavares, 1997, pg. 60 nota rodapé)

Ainda como desdobramento da dominância financeira observada nos dias atuais, os mercados de capitais passaram a ter maior importância vis-à-vis o mercado de crédito bancário (Prates, 2005), construindo um processo cíclico que explica e fortalece o processo de dominância financeira. Como consequência há uma alteração profunda no comportamento de decisões dos agentes (corporações, famílias e bancos) que ficam subjugados à lógica da valorização do capital na esfera financeira em detrimento da valorização do capital empreendida na esfera produtiva. (Braga, 1997)

Portanto, o estudo do fenômeno da emergência do capitalismo com dominância financeira justifica-se não só pela importância fundamental de compreender o regime de acumulação atual e seus efeitos, mas também por conta de um importante ponto, destacado por Epstein (2005). Assuntos como neoliberalismo, internacionalização e globalização do capital há muito tempo são objetos de estudo da bibliografia sobre sistemas monetários e financeiros internacionais. Porém, somente recentemente, que o fenômeno da financeirização passou a ser estudado.

Esta relativa novidade do assunto reflete-se no fato de que não há ainda acordo comum sobre a definição do termo “financeirização” e menos ainda sobre seu significado (Krippner, 2004). Há autores que usam o termo com o significado da ascendência do valor e posição do acionista no âmbito da discussão sobre a governança corporativa; outros utilizam o termo como referência da crescente dominância do sistema financeiro baseado nos mercados de capitais em relação ao sistema com base em bancos; há ainda os que usam o termo seguindo a concepção

de Hilferding, segundo a qual “financeirização” refere-se ao aumento de poder político e econômico de certo grupo social específico; ainda para outros o termo representa a explosão das transações financeiras baseadas em incontáveis novos instrumentos e produtos financeiros. Finalmente, para Krippner (2004:14), o termo refere-se ao “padrão de acumulação no qual os lucros são obtidos cada vez mais por meio dos canais financeiros do que pelo comércio e produção”. Além disso, há certa confusão entre os autores no uso de falsos sinônimos para o termo aqui estudado:

“(...) as noções de globalização financeira (Aglietta & Coudert, 1990) e mundialização do capital (Chesnais, 1996) embora estejam consideradas, analiticamente, no interior de nossa formulação, não são sinônimas, não se confundem, com a financeirização, à medida em que, com este conceito, o que buscamos é apreender o modo de ser da riqueza contemporânea, sua gestão e aspectos de sua dinâmica sistêmica, no âmbito destes movimentos internacionais do capitalismo”. (Braga, 1997, pag. 197).

CAPITULO 2: Principais pontos na teoria econômica das escolas selecionadas

Este capítulo apresenta o contexto histórico da emergência das diferentes escolas do pensamento econômico que serão objetos de análise. O objetivo principal é compreender a formação de cada uma delas levando-se em conta o contexto político, social e ideológico únicos de seu tempo.

Analisando este processo sob um ponto de vista relativista (Screpanti e Zamagnani, 2005), percebe-se que novas idéias e teorias são incorporadas na economia ao longo dos anos de acordo com o contexto social, político e econômico de cada época. Assim, este capítulo mostra o cenário de partida e a teoria fundamental de cada uma dessas escolas, que servem de base para a compreensão das diferenças e similaridades de interpretação que cada escola possui sobre o capitalismo com dominância financeira que serão apresentadas nos próximos capítulos.

Foram selecionadas quatro diferentes escolas do pensamento econômico: marxista regulacionista, marxista contemporânea, pós-keynesiana e novo-keynesiana. Os seguintes critérios guiaram a escolha destas escolas:

- Marxista Regulacionista, pelo fato de ser a precursora do estudo do tema selecionado e da definição do fenômeno do capitalismo com domínio financeiro e contar com a bibliografia mais vasta sobre o assunto dentre as escolas de pensamento econômico, dando um papel de destaque às políticas de regulação do sistema monetário e financeiro internacional;
- Marxista Contemporâneo, por olhar para a financeirização de uma maneira diferente da escola regulacionista, destacando o papel da acumulação e do investimento como forças motrizes do crescimento, mas com enfoque bastante específico ao analisar as mudanças nas taxas de lucro, preocupando-se em identificar quais são os efeitos nas classes trabalhadoras;
- Pós-keynesiana por analisar o processo de financeirização sob a ótica da teoria da estrutura de capital das empresas, partindo de uma perspectiva na qual os objetivos do capitalista vão além da simples maximização dos lucros, propondo um estudo com enfoque especial no movimento de financeirização das empresas, que as leva a mudarem

seu status de agentes não financeiros para participantes da classe rentista;

- Novo-keynesiana, pela adoção de um referencial teórico de neutralidade da moeda no longo prazo e de não criação de moeda por parte dos bancos, mas que reconheceu após a crise financeira global a importância do papel dos bancos e da moeda. Afirmando preocupação sobre inflação de ativos, e que a regulação dos mercados financeiros pode ser eficaz em certos casos.

Deve-se ainda destacar que a escolha das escolas foi feita de forma a maximizar a contribuição deste estudo para a discussão do conceito do capitalismo com dominância financeira, buscando-se escolas e vertentes com análises focadas em aspectos diferentes deste processo.

Concluindo, é importante destacar que o estudo exclui a escola monetarista e novo-clássica, pois estas escolas consideram a neutralidade total da moeda, o que reduz, para estes economistas, a financeirização a um não problema.

2.1 Escola Regulacionista

A escola de pensamento econômico regulacionista surge em meados da década de 1970 com o objetivo de melhor compreender a ruptura econômica que passa a ocorrer na França a partir de 1967: aumento constante do desemprego, aceleração generalizada da inflação e queda nas taxas de crescimento após o primeiro choque do petróleo. (Braga, R. 2004)

A teoria regulacionista desenvolveu-se, principalmente, em dois centros universitários franceses num primeiro momento: o CEPREMAP (*Centre d'Études Prospectives d'Économie Mathématiques Appliquées à la Planification*), em Paris, e o GREEC (*Groupe de Recherche sur la Régulation en Économie Capitaliste*) na Universidade de Grenoble, ambientes marcados por um clima intelectual com forte presença de grande diversidade de versões marxistas e estruturalistas nas ciências sociais. Com o passar dos anos, a teoria da regulação passa a ser objeto de interesse de economistas agrupados em torno das revistas *New Left Review*, *Capital & Class*, *Monthly Review* e *Review of Radical Political Economics*. (Boyer, 2004)

Os autores mais representativos desta escola incluem majoritariamente estudiosos franceses, entre eles: Michel Aglietta, Robert Boyer e Alain Lipietz. Considera-se como ponto de partida teórico desta corrente, a obra fundadora de

Michel Aglietta, "*Régulation et crises du capitalisme: L'expérience des Etats-Unis*" de 1976. (Braga, R. 2004)

Esta obra e as demais obras regulacionistas iniciais concentram suas análises nos anos de crescimento acelerado do pós-guerra e refletem sobre a profundidade e a originalidade da crise estrutural que surgiu nos anos setenta nos países centrais provocando crescente desemprego e aceleração generalizada da inflação.

O referencial teórico desta escola baseia-se em uma dupla crítica: aos postulados de equilíbrio econômico da economia neoclássica; e à perspectiva da tendência decrescente da taxa de lucro que levaria à “crise geral do capitalismo” e sua superação, da “ortodoxia marxista” (Carvalho, 1999).

Apesar da crítica aos marxistas ortodoxos, as teses regulacionistas propõem uma nova reflexão sobre a teoria econômica marxista e adotam a concepção dialética de Marx, e assim como os keynesianos, incorporam aspectos históricos, sociológicos e políticos à explicação econômica. Com base neste referencial teórico, para os regulacionistas

“durante o processo de reprodução do sistema capitalista, ocorrem lentas transformações qualitativas nas relações sociais, o que leva a uma modificação das leis de funcionamento dos distintos sistemas econômicos (...) e transformação contínua das relações constitutivas do sistema, segundo sua lógica interna.” (Carvalho, 1999)

O conceito-chave do pensamento regulacionista é o papel fundamental da regulação, definido como *“o processo dinâmico de adaptação da produção e da demanda social resultante da conjunção de ajustes econômicos, associados a uma configuração dada das formas institucionais”* (Boyer, 1986, p.29). Portanto, a regulação, ao ser aceita pelos agentes econômicos, age de maneira anticíclica permitindo a reprodução momentânea do modo de produção capitalista, considerado naturalmente instável, com dinâmica contraditória e sujeito a crises cíclicas.

Nas palavras do regulacionista Boyer:

“La particularité de la théorie de la régulation est d'examiner simultanément les propriétés d'un mode de régulation et les facteurs endogènes de sa déstabilisation” (Boyer, 2004:6).

Assim, a grande questão da escola é identificar quais são os mecanismos e formas institucionais ou estruturais que orientam o processo de acumulação e governam a transformação do sistema, garantindo e assegurando a coerência e viabilidade, durante certo período, do modo de produção capitalista. (Boyer, 2004:26).

Para a compreensão de maneira particular do sistema capitalista, os regulacionistas construíram um conjunto hierarquizado de novos conceitos centrais para a teoria:

(i) regime de acumulação (uma estrutura macroeconômica), (ii) modos de regulação (um conjunto de normas implícitas e de regras institucionais), (iii) modelo técnico de industrialização (paradigma tecnológico, isto é, os princípios gerais de organização do trabalho e de uso das técnicas), (iv) relação salarial (conjunto de condições que regem o uso e a reprodução da força de trabalho), (v) modelo de desenvolvimento (combinação de um sistema hegemônico e base de sua reprodução à longo prazo) e (vi) formas institucionais da estrutura “(combinação dos aspectos jurídico e social que criam as instituições, regras e convenções nas quais se inserem as ações humanas)”. (Carvalho, 1999).

De forma mais específica, são cinco as formas institucionais que merecem distinção: a forma e o regime monetário; a forma de relação salarial; a forma de concorrência; a forma de adesão ao regime internacional e as formas do Estado. (Boyer, 2004: 39)

A articulação destes conceitos centrais da teoria permite identificar a relação entre categorias gerais abstratas (como valor, mercadoria...) e o grau de estabilidade e a evolução específica de uma formação social. Esta estrutura social historicamente determinada, entrecruzada com os conceitos citados acima, desenha o modelo de desenvolvimento regulacionista que tem sua estabilidade determinada pelas formas institucionais da estrutura. Caso ocorra perda de correspondência entre o modo de regulação e o regime de acumulação, as formas institucionais da estrutura são desestabilizadas e abre-se caminho para a crise no modelo de desenvolvimento.

Para os regulacionistas existem cinco tipos de crise, diferenciadas pelas características de suas gêneses: (i) aparentemente exógena, (ii) endógena, (iii) do modo de regulação, (iv) do regime de acumulação e/ou (v) do modo de produção. (Boyer, 2004: 77)

De maneira mais geral estas crises específicas podem ser classificadas em dois tipos de crise, definidos em função de sua profundidade e do tipo de elementos afetados. O primeiro tipo de crise é nomeado de pequena crise, ou crise cíclica, criada pela desaceleração das atividades econômicas, como expressão dos mecanismos de correção da própria regulação, reabsorvendo os desequilíbrios acumulados em determinados períodos. O segundo tipo de crise é designado como a grande crise, ou crise estrutural, pois exige a criação de um novo tipo de regulação, dado que surge com a contradição da dinâmica própria do sistema e o conjunto das formas estruturais que constituem a base do regime de acumulação e de regulação. (Boyer, 2004)

Além das definições particulares sobre as crises, o grande diferencial do pensamento regulacionista, em relação às outras escolas que também surgem na década de 70 buscando explicar a crise do modelo capitalista é o fato de considerarem as crises endógenas ao sistema², onde “*Chaque économie a les crises qui correspondent à son regime d’accumulation et/ou son mode de régulation*” (Boyer, 2004, p. 40). Outra peculiaridade é ainda o desafio particular de:

“tentar explicar a passagem do crescimento à crise, e, sobretudo, tentar fazê-lo sem recorrer ao deus ex machina: os choques externos. Explicar a passagem de maneira endógena, a partir das mesmas categorias de base, seguindo o curso de suas metamorfoses; este era, fundamentalmente, o território de nascimento e afirmação da teoria da regulação” (Coriat: 1994:104).

2.2 Escola Marxista Contemporânea³

A escola de pensamento econômico marxista contemporânea é uma das rejeita os conceitos típicos da teoria de microfundamentos e escolhas racionais. Rejeita também as idéias do pós-modernismo, pois segundo os marxistas contemporâneos este pensamento deve ser encarado como o resultado do enfraquecimento e crise das racionalidades e ideologias dos séculos XIX e XX. (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Todas as mudanças que foram promovidas no fim do século XX e início do século XXI, como

“(...) the recent revolution in transport, communication, and information technology has led to a worldwide contraction of space-time, dematerialization of production and consumption and a crisis in the Fordist regulation system. These processes in turn, have given rise to a weakening and a crisis in those rationalist certainties on which nineteenth and twentieth-century ideologies were founded.” (Screpanti e Zamagnani, 2005, p. 508)

As contribuições dessa escola foram desenvolvidas por um grupo de estudiosos que colaboram para o periódico “*Rethinking Marxism*”. Dentre os autores mais representativos inclui se J.L. Amariglio, R. F. Garnett, B. Hindess, D. F. Ruccio, S. Resnick e R. D. Wolff. (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Os autores marxistas contemporâneos possuem em comum o fato de rejeitarem a idéia do “tema da história”. Para estes estudiosos, a história é feita por indivíduos descentralizados e estruturalmente expostos às pressões da sociedade. Agentes de coletividade são continuamente construídos, destruídos e reconstruídos

² É importante destacar que o pós-keynesiano Minsky também considera a endogeneidade das crises.

³ Esta seção foi baseada em Screpanti e Zamagnani (2005).

mediante um processo de interação social que se desdobra historicamente (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Para estes teóricos, de maneira similar aos regulacionistas, os indivíduos possuem conflitos de interesses, crenças, aspirações e preferências distintas. Ademais, são agentes dotados de *"bounded rationality"*, ou seja, possuem racionalidade limitada e suas ações são dominadas por comportamentos habituais e pelo aprendizado social.

Assim como o proposto na teoria regulacionista, os marxistas contemporâneos acreditam que instituições e rotinas consolidadas são incapazes de estabilizar a sociedade de maneira permanente. Dada a grandeza da heterogeneidade dos indivíduos e seus diferentes interesses, as relações sociais serão sempre caracterizadas por um componente de antagonismo e, portanto, estarão continuamente expostas a mudanças. (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Estes marxistas contemporâneos não acreditam no mercado e tão pouco na planificação econômica centralizada.

"Markets are seen as neither essentially anarchical, nor essentially ordered. 'Essentially markets are nothing, since they have no essence'" (Screpanti e Zamagnani, 2005, p. 510)

De fato, para os marxistas modernos ou contemporâneos os mercados possuem uma estrutura que depende continuamente dos compromissos entre indivíduos, grupos, classes e organizações que passam a tomar parte de maneira ativa na sua formação, que apesar de caótico possibilita que os indivíduos atinjam seus objetivos.

"They may be chaotic and changeable, but they are not dramatically unstable or inefficient, and therefore broadly speaking, they enable individuals to achieve their objectives in a fairly satisfactory way." (Screpanti e Zamagnani, 2005, p. 510)

Quanto à rejeição relacionada à planificação econômica centralizada, isto ocorre por conta dos marxistas contemporâneos não acreditarem em uma autoridade política e centralizada que seja neutra e independente das forças sociais que confronta cada membro da sociedade civil. *"Planning is therefore seen as the result of social struggles and group pressures." (Screpanti e Zamagnani, 2005, 510)*

Concluindo, de acordo com os marxistas contemporâneos existem regimes de acumulação alternativos ao capitalismo, e dado os constantes movimentos

econômicos ao longo da história, não se pode afirmar de maneira determinante a emergência do socialismo como regime alternativo.

“(...) better world than capitalism is possible, although not inevitable: historical processes are open and the advent of socialism is not written in the laws of movement of the economy.” (Screpanti e Zamagnani, 2005, p. 510)

2.3 Escola Pós-keynesiana

A escola de pensamento econômico pós-keynesiana surge como resposta às críticas feitas por parte de economistas monetaristas e novo-clássicos neoliberais ao keynesianismo. Assim, a escola busca desenvolver uma abordagem alternativa capaz de explicar o “mundo real” econômico, pondo fim ao “velho keynesianismo” de Tobin, Solow e Samuelson, que, segundo os pós keynesianos, deformaram e esqueceram desenvolvimentos teóricos originais e fundamentais de John Maynard Keynes. (Oreiro e Paula, 2003)

Para tanto, os pós-keynesianos, resgataram a essência do pensamento de Keynes, desenvolvendo linhas de pesquisa econômica associadas à idéia de incerteza dos agentes e de economia monetária de produção de Keynes⁴. Segundo Carvalho:

“(...) Post Keynesians have as their programme precisely to develop the new vision, that of a monetary economy. This is the unifying concept that organizes the Post Keynesian paradigm and that makes it possible to overcome the very common impression (...) that this school is united more by the arguments they refute than by positive tenets of theory under reconstruction” (Carvalho 1992, pp. 37-38).

Assim sendo, os pós-keynesianos retomam os princípios keynesianos centrando-se no papel da incerteza, no caráter histórico do tempo e no papel da moeda e das instituições financeiras, com o objeto de retomar a teoria keynesiana à sua originalidade, refutando outras escolas keynesianas que utilizam idéias neoclássicas como: os neo-keynesianos e os novos-keynesianos.

⁴ A primeira vez em que o termo economia monetária de produção é introduzido, pelo próprio Keynes num artigo publicado em um periódico alemão em 1933. Nesse artigo, ele afirma: *“In my opinion the main reason why the problems of crisis is unsolved, or at any rate why this theory is so unsatisfactory, is to be found in the lack of what might be termed a monetary theory of production (...) The theory which I desiderate would deal (...) with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of the events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. And it is which we ought to mean when we speak of a monetary economy” (CWJMK, Vol. XIII, pp.408-409).*

Apesar de terem em comum o fato de criticarem e refutarem de maneira contundente o sistema teórico neoclássico, os economistas pós-keynesianos, assim como os outros grupos, são um grupo com visões bastante heterogêneas, até mesmo no que diz respeito às interpretações de Keynes. Devido à diversidade de modelos existentes, este trabalho realizará apenas uma sucinta apreciação dos estudos desta escola, correndo-se o inevitável risco de não se fazer justiça a nenhum deles em particular, justificado pelo fato de que uma análise mais detalhada extrapolaria o escopo deste estudo.

Dessa forma, tendo como base suas afinidades, este grupo de economistas keynesianos pode ser classificado, de maneira simplória, em duas vertentes distintas, que tratam de questões teóricas diferentes, embora complementares: os pós keynesianos europeus e os americanos. (Oreiro, 2006)

A primeira vertente dessa escola, os pós-keynesianos europeus, também conhecidos como keynesianos de Cambridge, se desenvolveram a partir do fim da década de 30 na Escola de Cambridge, Inglaterra, e possuem como principais representantes: Joan Robinson, Nicholas Kaldor, Richard Kahn e Luigi Pasinetti. Inclui-se neste grupo, Engelbert Stockhammer, economista alemão que terá bibliografia estudada ao longo dos próximos capítulos.

Estes estudiosos questionam a teoria ortodoxa "keynesiana" a partir das óticas do crescimento e da distribuição de renda, principais objetos de estudo desta vertente.

"(...) partindo do pressuposto de que os modelos neoclássicos de crescimento e de distribuição de renda são incompatíveis com a visão capitalista de Keynes, esses keynesianos criticam e refutam a consistência lógica e o realismo da teoria neoclássica do capital." (Ferrari, 1991 p. 344-345)

Tendo como origem as contribuições seminais de Harrod (1939) e Domar (1946), e a incompatibilidade do modelo de desenvolvimento⁵ destes autores com a experiência histórica das economias capitalistas desenvolvidas no período 1950-1973, os autores pós-keynesianos desenvolvem novas teorias da distribuição funcional da renda, inferindo que a distribuição da renda entre salários e lucros pode ser um

⁵ Harrod e Domar buscam estender para o longo-prazo resultados obtidos por Keynes em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. "O resultado fundamental do modelo Harrod-Domar é que, em um contexto no qual o estoque de capital estivesse crescendo de forma contínua ao longo do tempo, a obtenção de uma trajetória de crescimento estável com pleno-emprego da força de trabalho é possível, mas altamente improvável. Dessa forma, as economias capitalistas apresentam um crescimento irregular – alternando períodos de crescimento acelerado com períodos de queda acentuada do nível de atividade econômica – e desemprego elevado." (Oreiro, 2006 p. 2)

segundo mecanismo de ajuste entre as decisões de poupança e de investimento. (Oreiro, 2006)

Outra grande contribuição dos pós-keynesianos de Cambridge relaciona-se ao campo da teoria monetária. Estes estudiosos estão entre os primeiros a enfatizar o fato de que a oferta de moeda corresponde à criação de crédito bancário, e por conta disso os bancos centrais podem escolher como instrumentos de política monetária não só modificações na quantidade de moeda como também na taxa de juros. (Kaldor, 1980) Esta visão foi largamente adotada por bancos centrais ao redor do mundo, que atualmente utilizam a taxa de juros como instrumento econômico. (Oreiro, 2006)

A segunda vertente da escola, os pós keynesianos americanos, também conhecidos como os keynesianos "fundamentalistas", surgem ao longo da década de 1970, estão reunidos em torno do Journal of Post Keynesian Economics e posteriormente no Centro de Trabalho Pós-keynesianos na Univerdidade de Missouri em Kansas City. Possuem como principais expoentes: Paul Davidson, Hyman Minsky e Sidney Weintraub. (Studart, 1993)

Esta vertente surge como uma veemente reação crítica à síntese keynesiano-neoclássica fundamentada na tese de que as economias de mercado poderiam se afastar da posição de equilíbrio com pleno-emprego devido à existência de fatores institucionais que impediam ou limitavam a flexibilidade de preços e/ou salários nominais. Segundo esta visão a macroeconomia keynesiana fica restrita ao estudo das flutuações de curto-prazo do nível de atividade econômica, e nada têm a dizer sobre as questões de longo-prazo como a acumulação de capital e o crescimento econômico.

De acordo com os pós-keynesianos americanos, “esta visão é fruto de uma leitura incorreta e/ou incompleta” do importante livro de Keynes a Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda. Para estes estudiosos,

“(...) a característica fundamental do pensamento keynesiano não seria a análise dos efeitos macroeconômicos da existência de rigidez de preços e/ou salários nominais (...)”, mas sim “os efeitos da existência da incerteza não-probabilística sobre o comportamento e as decisões dos agentes econômicos, em particular, as decisões sobre a determinação do ritmo e da forma na qual a riqueza é acumulada.” (Oreiro, 2006 p. 4)

De fato, a maioria dos trabalhos dos pós-keynesianos americanos debatem sobre a dinâmica monetária, a partir de três frentes de pesquisa interdependentes: o papel da incerteza, a natureza da moeda e a instabilidade do sistema financeiro. (Oreiro, 2006)

Tendo em vista este referencial, os keynesianos “fundamentalistas” buscam

“analisar o processo pelo qual as decisões de investimento, poupança e financiamento são tomadas no contexto de uma economia monetária de produção onde: (i) a produção demanda tempo; (ii) o futuro é incerto; e (iii) o estoque de capital não é maleável.” (Crotty, 1980, p.21 in Oreiro, 2006)

Neste cenário, se há aumento de incertezas os agentes econômicos passam a reter moeda, e conseqüentemente, há uma insuficiência de demanda efetiva que provoca desemprego na economia.

No cenário de incerteza aumenta-se a chance de ocorrer entre os agentes um movimento de preferência pela liquidez, e considerando-se o fato da moeda ser o ativo de maior liquidez dentre todos, torna a moeda um ativo preferível e põe fim à neutralidade desta tanto no curto como no longo-prazo. Segundo Davidson:

“To assert that money matters in a world of complete predictability, is to be logically inconsistent for money’s special properties as a store of wealth is due to its ability to postpone the undertaking of rigid and far reaching resource commitments. Money only matters in a world of uncertainty” (Davidson: 1978, p.16).

Dessa forma, a moeda pode afetar tanto o ritmo como a forma da acumulação de riqueza. O elo entre incerteza-moeda-acumulação de capital deve essencialmente ser considerado nos estudos macroeconômicos, pois as variações de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar não somente a quantidade como também a direção dos níveis de investimento, de acumulação, de crescimento econômico, de emprego e de produção. (Davidson 1978)

É nesse contexto que Davidson (1984) formula “axiomas”, considerados como a interpretação “correta” da visão de Keynes em sua Teoria Geral, e que se mostram como princípios fundamentais da operação de uma economia monetária na visão pós-keynesiana. Os três princípios iniciais de Davidson são completados por Carvalho (1992) de maneira mais intuitiva (Oreiro, 2006) em relação à obra de Keynes, totalizando-se seis princípios, conforme descritos no Quadro 1 abaixo:

Quadro 1 - Princípios Fundamentais da Operação de uma Economia Monetária	
Fonte: Carvalho (1992, p. 43-48).	
Princípio da Produção	Reconhece-se que a produção é realizada por firmas que buscam obter lucros;
Princípio da estratégia dominante	As diferenças de poder entre os agentes determinam a dinâmica da economia;
Princípio da temporalidade	A produção leva tempo, implicando que as firmas decidam a escala de produção com base em expectativas sobre a demanda
Princípio da não-ergodicidade	Observações do passado não produzem conhecimento estatístico sobre acontecimentos atuais ou futuros;
Princípio da coordenação	O processo produtivo é fragmentado num grande número de produtores independentes;
Princípio da propriedade da moeda	Deve haver algum grau de estabilidade no valor da moeda que seja reconhecida pelos agentes nos contratos estabelecidos. Ou seja, deve haver a imposição de algumas restrições na criação de moeda para garantir este princípio.

O papel de destaque da dinâmica monetária aliada princípios fundamentais da operação de uma economia monetária na visão pós-keynesiana é absorvido de maneira única por um pós-keynesiano “fundamentalista” específico, Hyman Minsky. Este autor contribui aos estudos desta escola ao desenvolver a Hipótese de Instabilidade Financeira, associando a existência de crises financeiras a uma fragilidade financeira intrínseca de um sistema capitalista com tendência ao desenvolvimento de instabilidades. Por conta da fragilidade de sua estrutura financeira, durante períodos de prosperidade econômica bolhas de investimentos são criadas e a existência de unidades especulativas ou Ponzi ultrapassam àquelas unidades hedge, como resultado surge a crise financeira.

Concluindo, independentemente, contudo, das diferenças e particularidades temáticas entre as duas vertentes pós-keynesianas, ambas as escolas de pensamento possuem certos pontos de contato, como por exemplo, a importância do princípio de demanda efetiva e *“a questão central de que as economias capitalistas são economias essencialmente monetárias, e, portanto, passíveis de crises.”* (Ferrari, 1991 p. 345)

Como conseguinte, ambas as vertentes acreditam que a própria dinâmica de mercado são incompatíveis com a instabilidade do próprio capitalismo. Uma economia, quando deixada ao livre jogo das forças de mercado, é incapaz de alcançar e/ou permanecer em uma posição de pleno emprego da força de trabalho. Portanto, esta escola, assim como Keynes, enxerga as falhas e falta de equilíbrio nos mercados e, por isso, a teoria econômica deve aceitar a participação do Estado por meio de políticas econômicas dirigidas a aumentar o nível de demanda agregada, criando um ambiente estimulante e seguro para novos investimentos. (Oreiro, 2006).

2.4 Escola Novo-keynesiana

Ao longo da década de 70 e início dos anos 80, o pensamento amplamente hegemônico do *mainstream* era marcado pelas idéias econômicas novo-clássicas, fundamentada: “(...) (i) nas expectativas racionais dos agentes que os leva a maximização da utilidade e dos lucros, (ii) no auto equilíbrio do mercado via flexibilidade dos preços.” (Sicsú, 1999 p. 84)

Assim, para os novo-clássicos os níveis de emprego e produto do equilíbrio alteram-se somente se houverem mudanças nos gostos dos agentes e/ou choques tecnológicos. Além disso, esta escola formulava fortes críticas às escolas keynesianas, que possuíam modelos considerados

“(...) carentes de fundamentos microeconômicos e com expectativas inconsistentes com o comportamento maximizador dos agentes econômicos (Lucas e Sargent, 1978) (...)” (Gontijo, 2009 p. 286).

Dentro deste cenário, em meados da década de 80, a escola novo-keynesiana (também conhecida como keynesianismo do *mainstream*) surge com o principal objetivo de contrapor-se ao consenso ortodoxo da década anterior e promover fundamentos microeconômicos à macroeconomia keynesiana. A escola ganha espaço no *mainstream* com a constatação da falta de sustentação do modelo novo clássico à realidade empírica. (Gontijo, 2009).

Os autores mais representativos desta escola incluem diversos economistas que ao longo dos anos 1990, afirmam suas posições no *mainstream* econômico e participam com importantes posições em instituições financeiras chave para a dinâmica do novo sistema monetário e financeiro internacional, como por exemplo: Allan Blinder, Ben Bernanke, Gregory Mankiw, Joseph Stiglitz, Olivier Blanchard, e Stanley Fischer.⁶ E, pode-se considerar como obra de afirmação desta escola os livros “*The Keynesian Recovery*” de Peter Howitt em “*Keynes After Lucas*” de Alan Blinder, ambos de 1986. Segue-se posteriormente, também de Blinder “*Fall and Rise of Keynesian Economics*”, 1988 e “*A Keynesian Restoration is Here*” de 1992.

⁶ Estes economistas trabalham em diferentes períodos em importantes instituições do sistema monetário e financeiro internacional que surge pós-Bretton Woods, por exemplo: Stanley Fischer é vice-presidente do Banco Mundial entre 1988 e 1990 e diretor do FMI entre 1994 e 2001. Allan Blinder consultor do conselho econômico (Council of Economic Advisers – CEA) do governo de Bill Clinton entre 1993 e 1995; Ben Bernanke é presidente do FED desde 2006. David Romer é atual membro conselheiro do CEA no governo de Barack Obama; Joseph Stiglitz foi economista chefe do Banco Mundial entre 1997 e 2000 e Olivier Blanchard é economista chefe do FMI desde 2008

Estas obras e as demais obras novo-keynesianas possuem uma imensa diversidade de modelos e autores com pontos de vista ligeiramente divergentes. Há uma corrente novo-keynesiana predominante, liderada por George Mankiw e David Romer, enfática quanto à rigidez de preços e à explicação dos desequilíbrios macroeconômicos, e há outra corrente, de menor expressão, liderada por Joseph Stiglitz, que propõe novos rumos de pesquisa como o racionamento do crédito e seus efeitos sobre o investimento e a demanda agregada.

Stiglitz também ganhou o prêmio Nobel em 2001 por desenvolver uma teoria na qual, por conta da existência de "assimetrias de informação", a economia não pode atingir os pontos de eficiência de Pareto. Aplicando-se esta idéia aos mercados financeiros, os ganhos realizados à custa das informações assimétricas são grandes e não demonstram um real ganho econômico. Entretanto,

"Lacking a better option, and well aware of the danger of misrepresenting particular authors by using a label, we shall accept the now widespread use of uniting them in what has been defined the 'New Keynesian macroeconomics', even though it seems to be more of a bricolage of models than a homogeneous approach" (Screpanti e Zamagnani, 2005,: 364)

Por este motivo, vale novamente ressaltar que para não ir além dos limites temáticos definidos neste estudo, realizaremos apenas uma sucinta apreciação sobre a corrente predominante entre os novos-keynesianos que tem como ênfase a rigidez dos preços e explicação de desequilíbrios macroeconômicos.

Esta escola busca analisar a macroeconomia de curto prazo, ou seja, a macroeconomia keynesiana, que é definida por estes estudiosos como o campo de estudos que considera como pontos centrais a existência de desemprego persistente e de flutuações econômicas (Mankiw, 1999 p. 3).

Dentro deste quadro temporal essa escola afirma como conceito teórico fundamental a existência de rigidez⁷ de preços e salários e com isto revalida a propriedade keynesiana de não-neutralidade da moeda e invalida a microeconômica

⁷ *"É importante destacar que salários e preços rígidos não são o extremo oposto de salários e preços integralmente flexíveis, muito menos são sinônimos à idéia de variáveis fixas." Enquanto que as variáveis plenamente flexíveis levam a economia ao auto-equilíbrio automático, a rigidez das variáveis reflete-se na velocidade muito lenta de ajuste das variáveis econômicas, que apesar de tomarem certo tempo, caminham para uma posição de equilíbrio. "Dessa maneira variáveis rígidas são variáveis lentas- mas não variáveis fixas. É com esse sentido que o termo rigidez é usado pelos novos-keynesianos." (Sicsú, 1999 p. 86)*

novo-clássica walrasiana⁸ como um bom instrumento de análise da macroeconomia de curto prazo. (Sicsú, 1999)

O programa de pesquisa novo-keynesiano comprova, com alguns estudos empíricos, como Hall e Hitch (1939), que *“a evidência sobre a existência de substancial rigidez é universal”* (Ball e Mankiw, 1994: 6), demonstrando que a realidade deve ser descrita de modo mais adequado *“através de um modelo de preços fixos de que um modelo de preços flexíveis”* (Ball e Mankiw, 1994: 7). (Gontijo, 2009)

Ainda considerando o período do curto prazo, os novos-keynesianos tentam explicar os comportamentos dos agentes que promovem a rigidez das variáveis atestando que: qualquer redução na demanda promove um efeito somente sobre as quantidades produzidas (ou seja, a curva de oferta agregada é tida como perfeitamente elástica) – e no mercado de trabalho, salários reais elevados e rígidos provocariam excesso de oferta de mão de obra e um desequilíbrio macroeconômicos, dado o longo tempo de resposta da economia.

No longo prazo novo-keynesiano, estes desequilíbrios são solucionados através dos preços e salários, a curva de oferta agregada é inelástica e inexistente desemprego involuntário. Neste contexto os novos-keynesianos retomam a validade da microeconomia walrasiana e negam premissas da macroeconomia keynesiana, pois no contexto acima inexistem flutuações econômicas e desemprego involuntário. Com isso, *“novos-keynesianos não são a negação da escola novo-clássica, apenas destacam sua inadequação para o curto prazo”* (Sicsú, 1999: 86)

Assim sendo, insatisfeitos com os argumentos microeconômicos para a explicação da macroeconomia keynesiana, os novos-keynesianos elaboram novos microfundamentos, além da rigidez das variáveis, dentre eles: o custo do *menu* e a existência de um salário de eficiência.

O custo do *menu* é:

“o custo que a firma depara quando deseja alterar o preço de uma determinada mercadoria que produz. É um gasto superior ao custo de etiquetagem unicamente, pois envolve também despesas com campanhas publicitárias e tempo para discussão do próprio novo preço.” (Sicsú, 1999 p.87)

⁸ A microeconomia walrasiana teoriza sobre um mundo em que vigora a perfeita competição com plena informação e que agentes tomam decisões de preços e salários de acordo com modificações no mercado de bens e trabalho. Torna-se assim obviamente inconsistente com a análise de curto prazo, ambiente onde, por hipótese, os preços e salários são fixos.

O custo do *menu* é parte da explicação da rigidez no curto prazo dos preços e salários, pois demonstra os altos incentivos que firmas possuem para, se preciso, mudar as quantidades produzidas mas manter os preços.

O salário de eficiência é parte da explicação para os desequilíbrios no mercado de trabalho, pois

“(...) este tipo de remuneração impede a queda do salário real e com isso elimina-se o excesso de oferta da mão de obra.” Este microfundamento recebe este nome, pois *“mesmo diante do desemprego as firmas não reduzem o salário real em nome da manutenção da eficiência do trabalhador,”* e este conceito acaba sendo mais um fator para a explicação da rigidez das variáveis. (Sicsú, 1999 p. 88)

Além destes microfundamentos citados acima, novos-keynesianos destacam outros elementos microeconômicos como: a firma como competidora monopolística (Bernanke e Gertler, 1989), as imperfeições do mercado de crédito (Kiyotaki e Moore, 1997), as falhas de coordenação que podem até mesmo levar a equilíbrio múltiplos (Cooper e John, 1988) e a existência de desemprego originado por *moral hazard* (Shapiro, e Stiglitz, 1984). (Gontijo, 2009)

De forma geral a escola novo-keynesiana fundamenta sua teoria macroeconômica na teoria neoclássica, mas também, insere certos postulados keynesianos.

Resumidamente pode-se destacar como aspectos neoclássicos inclusos na teoria novo-keynesiana:

“(i) a aceitação generalizada, porém não total, da hipótese de expectativas racionais, (...) (ii) a existência de agentes maximizadores da utilidade e do lucro, o que resulta na igualdade da remuneração de cada fator produtivo e a sua produtividade marginal, (...) (iii) a preferência teórica por políticas monetárias à políticas fiscais; (...) (iv) a atenção analítica à rigidez principalmente no lado da oferta do que no da demanda, (...) (v) a determinação de nível de preços, do consumo e do investimento pela quantidade da moeda, o que faz com que todo excesso de oferta de moeda se traduza em excesso de demanda por bens e serviços, com a elevação de preços(...)”. (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Entretanto, como visto estas proposições são insuficientes para explicar a realidade no curto-prazo e com isso aspectos keynesianos como: (i) rigidez dos salários e preços, (ii) custos associados às mudanças dos valores dessas variáveis, como as razões da lentidão com que a economia se ajusta a “choques” (iii) e a pouca eficácia da política monetária no curto prazo, são incorporados à teoria novo-keynesiana. (Screpanti e Zamagnani, 2005)

Além disso, esta escola incorpora no pensamento do *mainstream* idéias de pouco ortodoxas como: (i) ciclos de expansão e contração; (ii) presença de desemprego involuntário; (iii) efeitos macroeconômicos, inclusive monetários, provocados por mudanças de preços relativos, como no caso dos "choques" do petróleo; e (iv) não-neutralidade da política monetária. (Gontijo, 2009)

Dentre os novo-keynesianos célebres, encontra-se O. Blanchard, economista francês do MIT, que possui grande parte de seus trabalhos focados no estudo da macroeconomia. Já J. B. Taylor, economista norte-americano de Stanford, que contribuiu para a evolução do modelo IS-LM sob expectativas racionais e criou uma nova hipótese sobre a determinação exógena da taxa de juros básica da economia: a Regra de Taylor. Este autor acredita que variações nas taxas de juros podem deturpar a tomada de decisão dos agentes, causando variação artificial das expectativas dos agentes. Assim, qualquer tomada de decisão da autoridade monetária quanto às políticas, devem levar em conta formação de expectativas dos agentes. (Gomes e Holland, 2003)

CAPITULO 3: O papel das inovações e instituições financeiras na gênese do capitalismo com dominância financeira

Neste capítulo e no capítulo seguinte, realizar-se-á uma revisão bibliográfica dos principais autores das quatro escolas do pensamento econômico escolhidas como objeto deste projeto: regulacionista, marxista contemporânea, pós-keynesiana e novo-keynesiana. Para delimitar o estudo, foram escolhidos autores em cada escola que discutiram de forma direta o tema deste estudo. Os autores e suas respectivas escolas são:

- Aglietta (1982 e 1996) para a escola regulacionista;
- Chesnais (1998 e 2004); Epstein (2000 e 2005) para a escola marxista contemporânea;
- Stockhammer (2004 e 2008) para a escola pós-keynesiana;
- Blanchard (2007 e 2010) para a escola novo-keynesiana

Buscaremos identificar ao longo dos textos dos autores selecionados conceitos e idéias que caracterizem o capitalismo com dominância financeira e revelem as circunstâncias da gênese do movimento de financeirização.

De maneira mais específica, neste capítulo será dada maior ênfase às diferenças e similaridades que cada escola atribui à influência das inovações financeiras e à transformação dos papéis das diferentes instituições financeiras como peças para a consolidação do capitalismo com dominância financeira.

Para a compreensão deste capítulo, é importante destacar novamente a característica particular do sistema jurídico anglo-saxão como concessor de amplo grau de liberdade para as instituições financeiras (Prates, 2002). Por conta desta particularidade, nos Estados Unidos e na Inglaterra, há forte incentivo para o surgimento constante e crescente de inovações financeiras nos diversos mercados, como será visto a seguir.

3.1. Escola Regulacionista

Para a escola regulacionista, representada aqui pelo autor Aglietta (1995), o capitalismo com dominância financeira deve ser visto sob a ótica da mundialização e globalização do capital. Conceitos estes que, segundo Braga (1997) estão inseridos no interior da formulação da idéia de financeirização.

Para Aglietta (1990) a dominância do capital financeiro manifesta-se em fins da década de 1960 e ganha força após o colapso de Bretton Woods, com a adoção do regime de taxas de câmbio flexíveis e das políticas de desregulamentação financeira nos países centrais. Precisamente, é no interior da esfera financeira que se inicia o processo de globalização do capital financeiro, que durante o processo de internacionalização passa a dominar o capital produtivo.

“(...) l'élan de la globalisation est né dans la seule sphère financière: l'imagination des banquiers, leur sens commercial, les progrès techniques, leur ont permis d'inventer de nouveaux produits”. (Aglietta, 1990, p. 3)

As características supracitadas do meio financeiro aliadas ao cenário macroeconômico da época, descrito no capítulo inicial deste estudo, favoreceram o processo de inovação financeira e o direcionamento de capitais a esta esfera. Este movimento ocorre como uma resposta alternativa às crescentes dificuldades encontradas pelos agentes na valorização do capital dentro da esfera de produção.

Como consequência da implementação das inovações financeiras, o processo de institucionalização da poupança e desintermediação da demanda privada de liquidez dos grupos industriais e das instituições financeiras começa a tomar forma, elevando a busca por valorização de recursos financeiros acumulados pelas empresas industriais na esfera financeira, e não mais na esfera produtiva. Este movimento favorece o enriquecimento privado de grupos detentores de poupança, em detrimento do crescimento econômico nacional.

“L'épargne investie dans les transferts de propriété sur les actifs existants est improductive. (...) On en conclut que ce double aspect de la libération financière, l'essor des marchés d'actifs financiers et l'institutionnalisation de l'épargne, a pu favoriser l'enrichissement privé au détriment de la croissance du revenu pour toute la société.” (Aglietta, 1995, p. 16)

De acordo com Aglietta (1995), no novo sistema monetário financeiro internacional, os bancos têm que aprender novas funções, que vão além da antiga posição de principal garantidor de crédito para a esfera privada. Com a institucionalização das poupanças, as grandes empresas e instituições financeiras não

bancárias passam a concorrer com os bancos e oferecem formas alternativas de depósitos e empréstimos menos custosos.

“Les innovations financières ont placé les banques dans une situation inconfortable.” (Aglietta, 1995, p. 36)

“Des financements de marche moins coûteux leur ont fait perdre de bons clients parmi les grandes entreprises. Des instruments de placement plus rentables ont détourné l'épargne des ménages qui a partiellement délaisse les dépôts.” (Aglietta, 1995, p. 36)

Ou seja, as grandes empresas encontram no mercado financeiro opções de crédito mais baratas do que as oferecidas nos bancos, e as famílias verificam que a aplicação de suas poupanças na esfera financeira é mais rentável do que os depósitos bancários até então realizados.

De acordo com a visão regulacionista, a resposta encontrada pelos bancos para resistir à nova concorrência encontrada na esfera financeira é *“comprimer leurs marges et redéployer leur activité dans les nouveaux domaines ouverts par l'innovation financière”* (Aglietta, 1995, p. 36).

Assim, o processo inovador na esfera financeira, permitido e fortificado pelas políticas ativas de desregulação dos mercados, coloca em xeque o papel secular das instituições bancárias, que são forçadas a exercer funções estranhas às suas atividades tradicionais. (Aglietta, 1995)

No cenário de abertura financeira e aprofundamento da interligação dos sistemas nacionais, para os regulacionistas, as inovações financeiras elaboradas pelos agentes financeiros dos países desenvolvidos possuem papel crucial de disseminar e fortalecer a lógica financeira especulativa, não só nos países centrais, como também no resto do mundo.

“La conséquence de l'analyse précédente est l'instabilité intrinsèque des marchés porteurs de droits de propriété. Cette instabilité n'est pas transitoire, même si les innovations financières l'ont incontestablement amplifiée.” (Aglietta, 1995, p. 32)

Assim, para os regulacionistas, a disseminação das inovações financeiras colabora de maneira fundamental para a amplificação do risco sistêmico inerente ao sistema capitalista. e torna-se fundamental discutir seu papel na gênese do capitalismo financeiro.

Pode-se concluir, então, que os regulacionistas observam o capitalismo com dominância financeira como um longo processo de interação político-econômica entre

os agentes promotores de inovações financeiras e as políticas que buscam fortalecer o movimento de capitais industriais em direção à esfera financeira.

3.2. Escola Marxista Contemporânea

Na abordagem dos autores marxistas contemporâneos, representados aqui pelos textos de Gerald Epstein e François Chesnais, o capitalismo com dominância financeira é resumido no conceito de financeirização e mundialização, definidos como:

“(...) the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies. (Epstein, 2005, p. 3)

“A mundialização financeira nasceu de um processo de interação, ao longo de uns quinze anos, entre o movimento de fortalecimento do capital privado – tanto industrial como bancário – e o crescente impasse das políticas governamentais.” (Chesnais, 1998, p. 16)

Assim como Aglietta (1995) e Braga (1997), Epstein destaca que a internacionalização, liberalização e globalização de capitais não devem ser confundidas com a financeirização. Apesar de todos estes movimentos estarem intrinsecamente ligados,

“It is finance that dictates its forms and contents in the new stage of internationalization; it is not internationalization or globalization that creates the insuperable necessity for the present evolution of capitalism (...) in the current world economy, finance reigns supreme and neo-liberalism and globalization are themselves expressions of finance.” (Epstein, 2005, p. 17)

Para estudar os crescentes incentivos às inovações e a evolução temporal dos novos instrumentos financeiros, a análise baseia-se na divisão de três grandes períodos do processo de mundialização financeira proposta no capítulo introdutório de Chesnais (1998) e mencionados no capítulo deste estudo. Segundo o autor, a primeira fase deste processo ocorre entre os anos 1960 e 1979 e é tida como a “Etapa de internacionalização financeira ‘indireta’”. A segunda fase, a “Etapa de desregulamentação e liberalização financeira”, abrange o período de 1980 e 1985. Já a última fase, entre 1986 e 1995, é tida como o período de “Generalização da arbitragem e incorporação dos ‘mercados emergentes’”.

A primeira fase do processo de mundialização financeira caracterizou-se por uma internacionalização financeira indireta e limitada. A formação e expansão de um mercado de eurodólares, paralelo aos sistemas financeiros nacionais, possibilitaram a constituição de um mercado financeiro internacional à margem da regulação das

autoridades monetárias nacionais. Nesse período, esse novo mercado financeiro em formação coexiste com sistemas de finanças administradas, ou seja, sistemas monetários e financeiros nacionais ainda fechados e regulamentados. No meio deste período, os ataques cambiais favorecem o retorno das finanças especulativas e prenunciam o fim do regime de câmbio fixo.

A conseqüente adoção das taxas de câmbio flexíveis é considerada o

“ponto de partida de uma instabilidade monetária crônica. Ela fez do mercado de câmbio o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea.” (Chesnais, 1998 p. 25)

Neste cenário há fortes incentivos para o desenvolvimento de inovações financeiras, tanto de *hedge* como especulativas, relacionadas ao câmbio. Estas inovações materializam-se com o crescimento dos mercados de câmbio, que passam a operar com diversas moedas dos países desenvolvidos, e com o surgimento de mercados de derivativos financeiros (futuros e opções) que negociam contratos de diferentes moedas e taxas de juros.

A segunda etapa do caminho que leva à atual mundialização financeira caracteriza-se pela adoção de medidas de desregulamentação e abertura financeira por parte dos governos norte-americano e inglês, entre 1979 e 1981. Medidas estas que concluem o processo de desmantelamento dos controles dos movimentos de capitais e fortalecem a desregulamentação monetária e financeira.

Epstein e Chesnais enfatizam, de maneira muito similar aos regulacionistas e pós-keynesianos, que a implantação de políticas monetárias neoliberais nos Estados Unidos e no Reino Unido entre 1979 e 1980, espalha-se pelo resto dos países desenvolvidos

“(...) by political pressures for central bank independence, inflation targeting and through the interlinking of interest rates brought on by financial liberalization and international capital mobility.” (Epstein 2005, p. 62)

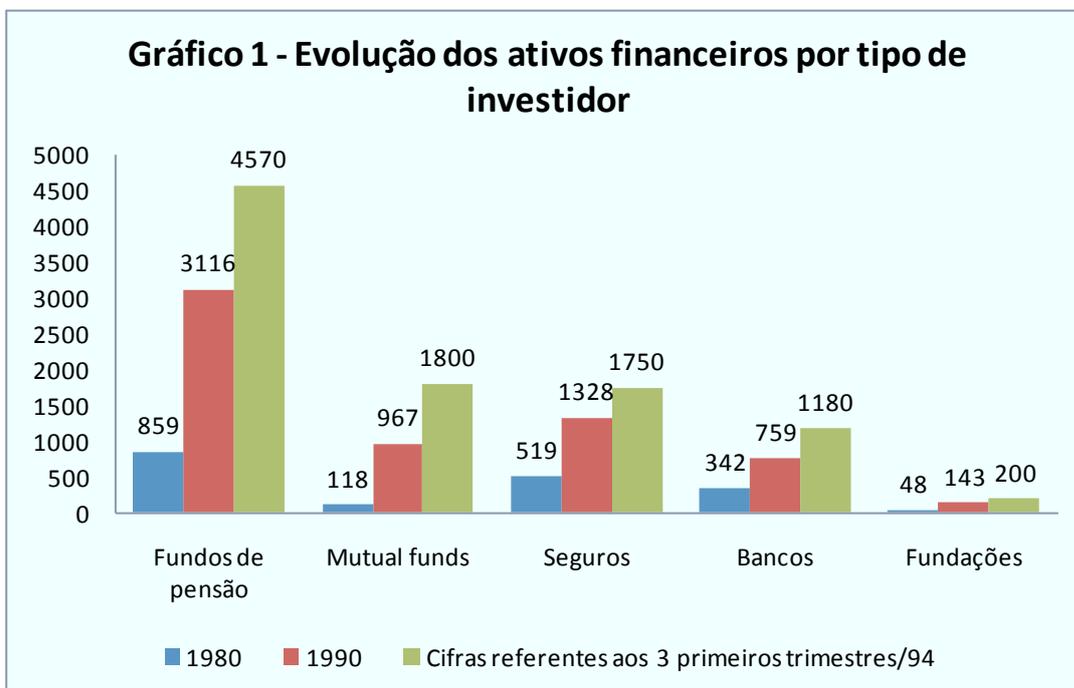
Dentro deste panorama fortalece-se o crescimento da principal inovação financeira que favorecerá todo o processo posterior da mundialização do capital: os mercados de títulos.

Este mercado atende a duplos interesses. De um lado os interesses de governos da OCDE, que buscam financiamento de seus déficits públicos e do outro os grandes grupos poupadores formados por investidores institucionais como grandes seguradoras, grupos de previdência e países exportadores de petróleo. Ademais, a

criação de mercados secundários e abertos para o exterior fornece garantia de liquidez aos títulos negociados, favorecendo a expansão da securitização da dívida pública, o que contribui de maneira definitiva para a explosão da dívida federal norte americana. Dessa maneira, “o mercado de *bônus públicos tornaram-se, assim, a “espinha dorsal” dos mercados de *bônus internacionais- expressão usada pelo FMI(1994)”* (Chesnais, 1998, p. 27)*

De acordo com Chesnais (1998), no sistema monetário e financeiro internacional, as instituições financeiras dominantes não seriam mais os bancos, e sim os mercados financeiros e as organizações financeiras não-bancárias.⁹ Essas organizações, também denominadas de investidores institucionais, compõem-se de fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras, que se expandem internacionalmente centralizando e concentrando um tipo de capital que atua quase exclusivamente na esfera financeira. “Os fundos deixam de ser a expressão de uma poupança modesta (...) passam a ser instituições centrais do capital financeiro, e encabeçam as *finanças especulativas*.”(Farnetti in Chesnais . 1998, p. 184)

Este movimento pode ser observado no Gráfico 1, que demonstra a evolução dos ativos financeiros por tipo de investidor, mostrando o exponencial aumento da retenção de ativos sob a posse dos fundos de pensão e fundos mútuos.



⁹ É importante destacar que autores como Prates (2002) e Freitas (1997) discordam de Chesnais quanto à perda de importância do papel dos bancos como instituições financeiras. Nesta visão alternativa, os bancos continuam com o papel de importantes instituições financeiras, é somente a forma de atuação destes dentro do cenário financeiro que se modifica.

A terceira fase da periodização de Chesnais, com início em 1986, e que se caracteriza pelo aprofundamento da interligação dos sistemas nacionais devido ao processo de abertura financeira. A abertura e desregulamentação dos mercados acionários força o processo de liberalização nas outras praças e promove uma interligação das reações dos investidores ao redor do mundo. Neste momento as transações sobre os mercados de câmbio explodem, surgem as inovações relacionadas aos derivativos de commodities e os derivativos de todos os tipos observam rápido crescimento.

Como consequência, tem início um período econômico que dura até meados dos anos 1990, nos países desenvolvidos, de baixa inflação e altas taxas de juros como visto nas tabelas 6 e 7. Este período econômico promove profundas mudanças nas preferências dos agentes econômicos, que em conjunto com a desregulamentação financeira favorecem o aumento nos níveis de poupança retidos entre os investidores institucionais, contribuindo para a consolidação do capitalismo com dominância financeira.

Países	1960		1970		1980		1990	
	Taxa de Inflação	Taxa de Juros Real	Taxa de Inflação	Taxa de Juros Real	Taxa de Inflação	Taxa de Juros Real	Taxa de Inflação	Taxa de Juros Real
Alemanha	2,49		4,81		2,90		2,35	8,31
Austrália	2,31		9,83	-0,01	8,40	6,43	2,50	9,06
Bélgica	2,92		7,13		4,90	7,59	2,14	7,16
Coréia	11,32		15,21		8,41	3,17	5,72	3,96
Dinamarca	5,79		9,28	5,42	6,90	7,93	2,09	7,87
Espanha	6,25		14,39	-2,80	10,2	4,46	4,22	5,30
Finlândia	5,25		10,40	-0,62	7,32	2,13	2,13	5,94
Holanda	4,32		4,32	9,71	2,86	7,58	2,44	6,12
Itália	3,86		12,32	0,39	4,70	6,83	4,12	2,28
Japão	5,54	2,28	9,09	-0,16	2,53	4,22	1,20	3,63
México	2,47		14,61		69,04		20,40	9,90
Noruega	3,82		8,37	6,25	8,34	6,96	2,44	7,80
Reino Unido	3,81	1,83	12,60	1,83	7,43	6,41	3,07	4,26
Suécia	3,72		8,57	1,73	7,93	6,46	2,44	7,55
USA	2,42	2,40	5,50	1,08	5,55	6,25	3,00	5,73

Fonte: Global Development Finance e Banco Mundial, Apud Epstein (2005).

Tabela 7**Varição da taxa de inflação e da taxa de juros real 1970-1999.**

Países	Taxa de Inflação	Taxa de Juros Real	Abrangência (inflação)	Abrangência (taxa de juros real)
Alemanha	-2,56		1961-1999	1977-1999
Austrália	-7,33	9,07	1961-1999	1975-1999
Bélgica	-4,98		1961-1999	1981-1999
Coréia	-9,49		1967-1999	1974-1999
Dinamarca	-7,17	2,45	1961-1999	1978-1999
Espanha	-10,10	8,10	1961-1999	1972-1999
Finlândia	-8,27	6,56	1961-1999	1977-1999
Holanda	-4,60	-3,59	1961-1999	1960-1998
Itália	-8,20	1,89	1961-1999	1971-1999
Japão	-7,88	3,79	1960-1999	1966-1999
México	5,70		1961-1999	1977-1999
Noruega	5,92	1,55	1961-1999	1972-1999
Reino Unido	-8,91	2,43	1961-1999	1960-1998
Suécia	-5,20	5,82	1961-1999	1963-1999
USA	-4,09	4,65	1961-1999	1960-1999

Fonte: Global Development Finance e Banco Mundial, Apud Epstein (2005).

O crescimento do capital financeiro resulta na incorporação dos mercados financeiros dos países “emergentes” que, ao longo do tempo, pressionados pelos Estados Unidos e o FMI, abrem e desregulam os mercados de bônus e de ações conforme as doutrinas neoliberais e os interesses dos investidores institucionais dos países desenvolvidos.

Acompanhando Chesnais (1998), Epstein (1998) credita o início do movimento do capitalismo com dominância financeira à interação de forças políticas e econômicas poderosas como:

“(...) the competition between US and UK banks; the need of the USA to finance its war in Vietnam, and, more generally, the ‘Costs of Empire’ and the reemerging political power of financial institutions.”(Epstein, 2005, p. 9)

Além disto, o autor enumera mais quatro fatores que contribuíram para a tendência de financeirização observada nas últimas décadas. (Epstein, 2005) Dentre as constatações, três aproximam os marxistas contemporâneos aos regulacionistas e incluem: as mudanças nas políticas fiscais, a desregulamentação financeira e a nova redistribuição de poder entre classes econômicas. O último argumento, a implantação de novas políticas monetaristas, ligada ao período de governo de Reagan e Thatcher

com altas taxas de juros nos países desenvolvidos, aproxima os marxistas contemporâneos tanto dos regulacionistas como dos pós-keynesianos.

Assim, novamente próximo aos marxistas regulacionistas, quanto ao argumento da desregulamentação financeira, Epstein (2005) acredita que o fim dos controles de capitais contribuíram para o fortalecimento do poder de instituições financeiras e para crescentes oportunidades de lucros no setor financeiro, tendo como consequência um aumento da dimensão do setor financeiro.

Segundo Chesnais, desde os primeiros sinais da crise asiática sobre a economia americana e ao longo de todas as etapas do processo de mundialização do capital, o papel das instituições financeiras, principalmente as norte-americanas, torna-se elemento crucial para o enrijecimento do processo de financeirização.

Ao longo do processo,

“(...) os Estados Unidos vão ser, cada vez mais, chamados a assumir as contradições e a suportar os principais efeitos em termos de vulnerabilidade sistêmica. (...) o FED e as autoridades monetárias americanas se vêem obrigados a estender seu papel de credor, em última instância, além das fronteiras políticas de seu país (...) por outro lado, a capacidade financeira que o FMI terá para desempenhar o papel que as repetidas crises vão lhe impor dependerá cada vez mais da aceitação do Congresso americano em autorizar as transferências de fundos com os quais o Executivo norte-americano tenha se comprometido.”
(Chesnais, 1998, p.8)

O argumento de redistribuição de poder entre as classes econômicas é o ponto de análise que diferencia os marxistas contemporâneos de Aglietta (1995), apesar de aproximá-lo de outros autores regulacionistas como Dominique Plihon e Claude Serfati (1998).

Ao analisar as mudanças que o novo processo de acumulação promove na estrutura de classes, o autor destaca que neste novo padrão de acumulação, as classes rentistas ganham maior poder político e econômico, em um movimento associado a uma queda na participação do trabalho na renda. (Epstein e Jayadev, 2005).

Segundo o autor, após a ascensão do monetarismo e das políticas neoliberais,

“(...) financial liberalization enhanced the power of financial institutions, and reduced the power of labor unions and labor more generally, which reduced labor costs and thereby increased the share of national income available to capitalists in general” (Epstein, 2005, p. 6)

“Our informal analysis suggests that rentier incomes go up when real interest rates increase; they are helped by financial liberalization and economic openness and rentiers tend to lose when labor is more politically unified. Since financialization pays the rentier class, one can surmise that the rentiers promote policies that fatten their bottom lines.” (Epstein e Jayadev 2005, p. 67)

Epstein e Jayadev (2005) mostram que a partir da desarticulação dos interesses dos trabalhadores, e menor poder político dos sindicatos ao longo dos anos 1980 nos principais países desenvolvidos, as classes rentistas garantem a apropriação da renda, reafirmando os interesses financeiros sobre os produtivos e contribuindo para a consolidação do processo do capitalismo com dominância financeira.

Dado o poder político e financeiro que as classes rentistas já possuíam ao fim da década de 1970, a adoção das políticas neoliberais no início da década de 1980 fortalece este poder e, segundo os marxistas contemporâneos, torna esta classe a responsável por promover as características políticas e econômicas da financeirização:

“Starting in the late 1970s (...) through their rising political influence, the rentier class has been able to mold economic policies and structure their interests. (...) they have been able to push for greater political power: in promoting independent central banks and inflation targeting to keep interest rates high, in exhorting low budget deficits to reduce inflationary pressure; and in repressing labor which threatens to reduce their share of rents. In others, they have successfully promoted deregulation, pushing for financial liberalization to give them more profit-making opportunities abroad and at home.” (Epstein e Jayadev, 2005, p. 46)

Assim, os marxistas contemporâneos, representados aqui por Gerald Epstein e François Chesnais, buscam mostrar como as instituições e o modo de regulação, ao promover a liberalização, incentivam o processo de mundialização e globalização financeira. *“O modo como a liberalização e a mundialização andaram pari passu, cada avanço de uma reforçando as condições favoráveis a mais um passo da outra” (Chesnais, 1998, p. 17)*

Destaca-se a similaridade dos autores marxistas com os regulacionistas, dado que ambos observam o capitalismo com dominância financeira como um longo processo de interação político-econômica entre os agentes promotores de inovações financeiras e as políticas que buscam fortalecer o movimento de capitais industriais em direção à esfera financeira.

Dentre os acontecimentos que merecem mais ênfase para estes autores e possuem papel fundamental na transformação do papel das instituições financeiras e

para a emergência do capitalismo com dominância financeira, estão argumentos semelhantes aos dos regulacionistas, e incluem:

“o papel do regime de cambio flexível adotado após a revogação unilateral do sistema de Bretton Woods; à securitização da dívida pública pelos principais países industrializados (...) e as políticas de desregulamentação e de liberalização financeira, que acabaram desmantelando a maioria dos mecanismos de supervisão e controle da esfera financeira que haviam sido criados nas décadas passadas”. (Chesnais, 1998, p.16)

O ponto que destaca o estudo dos marxistas contemporâneos em relação à Aglietta (1995) é a ênfase dada à nova redistribuição de poder entre as classes econômicas, e no forte poder econômico e político que as instituições rentistas passam a possuir e, com isso, influenciam na consolidação do capitalismo com dominância financeira.

3.3. Escola Pós-keynesiana

Para a escola pós-keynesiana, representada aqui pelo autor Stockhammer (2004; 2008), o capitalismo com dominância financeira é definido tanto pelo conceito de *“finance-dominated accumulation regime”*¹⁰ (Stockhammer, 2008) como pelo conceito marxista contemporâneo de financeirização (Stockhammer, 2004).

O conceito de

“(...) finance-dominated accumulation regime, in which the pattern of accumulation is shaped by developments in the financial sector (...) it is used to highlight that financialization is shaping the pattern of accumulation (or put in another way: the composition of the components of aggregate demand and their volatility). (...) defined in such a way that financialization can positively or negatively affect growth. (Stockhammer, 2009, p.2 e 3)

Para o conceito marxista contemporâneo de financeirização, os pós-keynesianos sugerem a seguinte definição, bastante global e explicativa do fenômeno do surgimento e das conseqüências do capitalismo com dominância financeira:

“Financialization is the term used to summarize a broad set of changes in the relation between the ‘financial’ and ‘real’ sector which give greater weight than heretofore to financial actors or motives.” (Stockhammer, 2010, p. 2)

¹⁰ Stockhammer (2009) destaca que o conceito de *“finance-dominated accumulation regime”* é de autoria própria e, apesar de ser relacionado, difere-se do termo *finance led*, criado por Boyer (2000) pelo fato de que o termo de Boyer é definido como *“an accumulation regime as finance-led if an increase in the financial norm, that is the hurdle rate set by financial markets for investment projects, leads to an increase in growth. No presumption of this sort is made here. Rather a finance-dominated accumulation regime is defined in such a way that financialization can positively or negatively affect growth.”* (Stockhammer, 2009, p. 3)

“More generally, financialization is part of a process by which various kinds of provisions against risks and the uncertainties of the future are organized via private capital market arrangements rather than through institutional arrangements.” (Stockhammer, 2010, p. 4)

Desta maneira, logo de início percebe-se que os pós-keynesianos possuem uma definição para o capitalismo com dominância financeira bastante global, que utiliza diversas idéias e conceitos já apresentados pelas escolas regulacionista e marxista deste estudo e, assim como elas, destacam a natureza frágil deste tipo de capitalismo.

Parte da similaridade entre os conceitos pós-keynesianos e os regulacionistas surge do fato de que ambos constroem a teoria de estudo do capitalismo com dominância financeira tendo como base um cenário regulacionista.

“The argument is presented in a regulationist framework to highlight that the macroeconomic dynamic (described as the “accumulation regime”) is embedded in a particular institutional setting (the “mode of regulation”).” (Stockhammer, 2009, p. 3)

Dessa forma, assim como os marxistas regulacionistas, os pós-keynesianos acreditam que a ascensão do capitalismo com dominância financeira é o resultado de diversos arranjos políticos e institucionais que modificam a dinâmica macroeconômica e social. Para ambas as escolas o processo de acumulação está inserido dentro de um contexto regulatório, e no caso do *“finance-dominated accumulation regime”* a base socioeconômica diagnosticada é a de um modo de regulação neoliberal.

Segundo Stockhammer (2008), assim como o que foi visto na literatura regulacionista e marxista contemporânea, o modo de regulação neoliberal é caracterizado pelos: processo de liberalização dos movimentos de capitais no âmbito do processo de globalização que aumentam o poder do capital financeiro; por novas políticas monetárias focadas em estabilidade de preços; pelo novo papel do Estado promotor de privatizações seletivas e desregulações de mercados de produtos, de trabalho e financeiro.

“(...) the socio-economic basis of the finance-dominated accumulation regime is the neoliberal mode of regulation” (Stockhammer, 2009, p. 5)

“Financialisation is not (...) a change that hit economies as an exogenous shock. Rather it is the outcome of particular policy arrangements (...) It is important to realize that neo-liberalism does not just mean deregulation, but a selective form of deregulation (...) Neo-liberalism is the outcome of political decisions.” (Stockhammer 2008, p.187)

Apesar de utilizar o termo marxista contemporâneo “financeirização”, ao analisar este conceito no âmbito de decisões políticas, colocando o processo de mudanças econômicas no regime de acumulação sob uma perspectiva histórica, política e institucional, a escola pós-keynesiana aproxima-se em grande parte do pensamento proposto pela escola marxista regulacionista.

Após a definição de conceitos, é importante destacar qual a influência, para os pós-keynesianos, das inovações financeiras e da transformação dos papéis das diferentes instituições financeiras na consolidação do capitalismo com dominância financeira. Sobre o assunto, Stockhammer (2009) revela a diversidade dos focos teóricos e o dinamismo das explicações teóricas ao longo do tempo.

“(...) there is no agreement on how to characterize the post-Fordist regime. After an initial emphasis on flexibility and, later information and communication technology as driving forces of the accumulation regime, financial factors have recently received more attention” (Stockhammer, 2009, p. 5)

Dessa maneira, propondo um enfoque maior nos fatores financeiros, para os pós-keynesianos, de maneira similar aos marxistas já apresentados, o capitalismo com dominância financeira surge, e torna-se possível, por conta de uma série de medidas desreguladoras do setor financeiro e dos fluxos internacionais de capitais. Medidas que surgem por conta da pró-atividade política por parte de certos grupos, mas também como reação ao aumento da atividade financeira por parte dos agentes privados que contornavam a regulação financeira existente. Dentre as novas medidas desreguladoras destacadas, muitas já apresentadas pelos marxistas regulacionistas e contemporâneos, estão:

“(...) the phasing out of controls on international capital flows, a deregulation of the type of transactions that banks are allowed to engage in, and the lifting of interest rates ceiling (on deposits as well as on credit). (...) new financial institutions ranging from money market funds to private equity and hedge funds and a seemingly untiring wave of financial innovation that led to ever new financial instruments.” (Stockhammer, 2010, p. 3)

O argumento teórico que mais diferencia Stockhammer (2004, 2008, 2009, 2010) dos autores até aqui apresentados - Epstein (2005), Chesnais (1998) e Aglietta (1995) - está no grande foco dado pelo pós-keynesiano na dinâmica macroeconômica dos efeitos provocados pelos mercados financeiros sobre as decisões das empresas e na governança corporativa.

De acordo com Stockhammer (2004) seus estudos sobre o capitalismo com dominância financeira estão pautados em três áreas essenciais:

"(...) corporate governance and labor relations (...) financial systems with the contrast between bank based and market based financial systems at the centre (...) and macroeconomic dynamics of the effects of financial markets and shareholder value orientation on business decisions". (Stockhammer, 2004, p. 721)

A primeira área de estudo o aproxima tanto dos marxistas contemporâneos como dos regulacionistas. A segunda área também o aproxima dos regulacionistas. É exatamente a terceira área essencial de estudo, os efeitos da dinâmica macroeconômica dos mercados financeiros sobre as decisões das empresas, que diferencia Stockhammer dos outros autores e o coloca como crítico da teoria da agência da escola novo-keynesiana, que será apresentada na próxima seção.

O enfoque dado pelo autor no estudo da financeirização busca explicar como este processo contribui para a desaceleração na acumulação de capital desde a época dos Anos Dourados. (Stockhammer 2004, p.728). Assim, baseando-se na teoria de investimento pós-keynesiana, propõe-se o foco em um novo aspecto do capitalismo com domínio financeiro:

"(...) the increased activity of non-financial business on financial markets. These financial activities are interpreted as reflecting a shift in the firm's objectives and a rising influence of shareholder interests in the firm." (Stockhammer, 2004, p.720)

Portanto, as mudanças institucionais e medidas desreguladoras têm como principal efeito alinhar os interesses dos gestores de empresas com os interesses de acionistas. Dentre as mudanças incluem-se o desenvolvimento de um mercado para controle corporativo, a emergência de novos investidores institucionais e, segundo o autor, as duas mudanças institucionais mais importantes para este alinhamento que foram:

"(...) the development of new financial instruments that allowed hostile take-overs and changes in the pay structure of manager. Among the former were tender offers and junk bonds. (Baker and Smith 1998), among the latter were performance related pay schemes and stock options (Lazonick and O'Sullivan 2000). The former play the role of the stick, the latter is the carrot. Both have proven fairly effective in making management adopting shareholders' priorities and "profoundly altered patterns of managerial power and behavior." (Stockhammer, 2004, p.726)

Com este novo cenário o *"managerial capitalism"* do pós-guerra, caracterizado por relativa autonomia dos gestores, que tinham preferência por crescimento a lucros, deixa de existir. No contexto de produção globalizada, a lógica financeira começa a se

tornar intrínseca ao processo de gestão de empresas, que se tornam cada vez mais agentes financeirizados.

“Financialization is part of the globalization of production. International production networks require international financial transactions and, in a setting with market-determined exchange rates, have given rise to various instruments to hedge against exchange rate variations. Foreign direct investment and its associated income flows will show up at financial income” (Stockhammer, 2010, p. 8)

Portanto, Stockhammer, como pós-keynesiano da vertente europeia vista no capítulo 2 deste estudo, propõe uma nova metodologia de análise do processo de consolidação do capitalismo com dominância financeira¹¹. Mediante uma análise quantitativa e detalhada sobre as mudanças no comportamento produtivo, considera como o regime de acumulação dominado pelas finanças promove mudanças na estrutura de poder e interesses da firma, e até que ponto os donos de capital produtivo contribuem para o fortalecimento e imposição da lógica financeira sobre os mercados.

Apesar dos diversos pontos em comum com os marxistas contemporâneos e regulacionistas, os pós-keynesianos propõem um novo olhar, focados nas relações macroeconômicas da demanda agregada, sobre uma diferente faceta do capitalismo com dominância financeira: os efeitos da dinâmica macroeconômica dos mercados financeiros sobre as decisões das empresas.

3.4. Escola Novo-keynesiana

O último grupo de autores estudados, os novo-keynesianos, é o que possui menos pontos em comum com as outras escolas do pensamento econômico analisadas neste estudo. De maneira geral, os novo-keynesianos defendem todos os pontos que são motivos de preocupação e crítica para as outras escolas.

Para os novo-keynesianos, que consideram os agentes racionais e destacam as várias rigidezes e falhas de mercado que impedem a flexibilidade de preços, consideram a gênese e ascensão do capitalismo com dominância financeira como um movimento natural e promotor de melhor alocação de ativos.

¹¹ Quanto à metodologia escolhida para a análise Stockhammer (2004) destaca que autores regulacionistas, como Boyer (2000) e Aglietta (2000) fornecem os modelos mais completos de tratamento macroeconômico para a análise do capitalismo com dominância financeira, porém *“neither of these authors offers a detailed analysis of changes in investment behaviour”* (Stockhammer, 2004, p. 721). Tendo isto em vista, a teoria sobre o capitalismo com dominância financeira promove uma nova vertente de análise

Partindo dos princípios teóricos novo-keynesianos, a especulação financeira, característica do modo de acumulação atual, é um movimento inexistente, dado que

“Rationality of behavior and of expectations, together with market clearing, imply that assets are voluntarily held and that no agent can, given his private information and the information revealed by prices, increase his expected utility by reallocating his portfolio.” (Blanchard, 1982, p. 3)

Dessa maneira, a teoria keynesiana do mainstream, tende a

“(..)dismiss the problems of financial speculation using Friedman’s (1953) argument that speculation is stabilizing. According to Friedman, market prices are set on the basis of economic fundamentals. When prices diverge from those fundamentals, it creates a profitable opportunity. Speculators then step in and buy or sell, driving prices back to the level warranted by fundamentals” (Palley, 2007 p. 5)

A defesa desta visão dura até a crise mundial de 2007-2008, quando os novo-keynesianos repensam o papel do mercado ,como veremos no capítulo seguinte.

O crescimento do número de agentes e volume de transações no mercado financeiro, outra característica fundamental da financeirização, contribuem para aumentar a liquidez do mercado e tornar os preços menos suscetíveis a variações e manipulações por parte dos agentes individuais. Assim, quanto maior e mais abrangente o processo de financeirização, mais estável será a economia.

A partir destes preceitos, as inovações financeiras, tecnológicas e institucionais que dão apoio ao crescimento do mercado financeiro não devem ser freadas, pois favorecem e aumentam o volume englobado pelos mercados financeiros. (Stiglitz, Vallejo e Park 1993)

Estes instrumentos, assim como os movimentos de desregulação, liberalização e globalização dos mercados, tão criticados pelas escolas marxistas e pós-keynesiana, tendem a ser vistos como ações positivas

“The claim is that market liberalization will enable the financial system to perform its main function of allocating scarce capital more efficiently and will thus benefit the rest of economy” (Stiglitz, Vallejo e Park, 1993, p. 1)

De maneira geral, percebe-se que a abordagem novo-keynesiana é consideravelmente mais positiva quanto ao processo de financeirização e seus efeitos do que as outras escolas. De fato, a financeirização é um “não problema” para estes estudiosos.

Além destas características, é importante destacar que a teoria econômica do *mainstream*, principalmente os ortodoxos neoclássicos, e em menor parte os novo-keynesianos, tiveram um papel importante de promover o processo de financeirização. Além do embasamento teórico, desenvolvendo constantemente teorias que sustentavam e apoiavam o movimento de ascensão do modo de acumulação financeira, os novos-keynesianos também contribuíram de maneira prática para a consolidação deste novo modo de acumulação.

Desde o início dos anos 1970, estes economistas afirmam suas posições no *mainstream* econômico e participam com importantes posições em instituições financeiras-chave para a dinâmica do novo sistema monetário e financeiro internacional. Pode-se citar como exemplo: Stanley Fischer (vice-presidente do Banco Mundial entre 1988 e 1990 e diretor do FMI entre 1994 e 2001); Allan Blinder (consultor do conselho econômico - *Council of Economic Advisers* – CEA do governo de Bill Clinton entre 1993 e 1995); Ben Bernanke (presidente do FED desde 2006). David Romer (atual membro conselheiro do CEA no governo de Barack Obama); Joseph Stiglitz (economista chefe do Banco Mundial entre 1997 e 2000) e Olivier Blanchard (economista chefe do departamento de pesquisa econômica do FMI desde 2008).

Dessa maneira, as decisões e atitudes tomadas em nome destas instituições foram gravemente influenciadas por pensamentos novo-keynesianos, e de maneira geral as ações tomadas levaram à promoção de políticas em favor do movimento tema deste trabalho, o capitalismo com dominância financeira.

Concluindo, neste capítulo percebemos que as escolas regulacionista, marxista e a pós-keynesiana possuem aspectos em comum entre si quanto às definições, circunstâncias e momento da gênese do movimento de financeirização, entretanto, afastam-se da escola novo-keynesiana.

Enquanto as três primeiras escolas enxergam a financeirização como um movimento político-econômico iniciado nos anos 1970s, baseado em políticas neoliberais promotoras de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros, a escola novo-keynesiana enxerga o processo de financeirização como um movimento natural. Além disso, esta escola enxerga de maneira positiva os acontecimentos da última década que contribuem para a emergência do capitalismo com dominância financeira.

Ademais, apesar dos pontos em comum dentre as escolas marxistas e a pós-keynesiana, há certa divergência no que diz respeito ao enfoque dado na interpretação dos desequilíbrios do capitalismo com dominância financeira e as políticas alternativas, objeto de análise tema do próximo capítulo deste estudo.

CAPITULO 4: Propostas de políticas macroeconômicas para os desequilíbrios do capitalismo com dominância financeira.

Dando continuidade à revisão bibliográfica realizada nos capítulos anteriores, neste capítulo serão analisadas as propostas de políticas alternativas recomendadas pelos autores para solucionar os problemas e desequilíbrios identificados no capítulo 4 e que estão associados ao fenômeno da financeirização.

4.1. Escola Regulacionista

O autor regulacionista, representado aqui por Michael Aglietta, propõe a reorientação das políticas macroeconômicas no sentido de enquadrar os mercados financeiros, buscando restaurar a eficácia da política monetária frente à finança internacional.

A necessidade de políticas públicas é ainda justificada pela existência de risco sistêmico inerente ao capitalismo com dominância financeira. Este risco, que possui relação direta com a crescente liberalização financeira, é causado essencialmente por defeitos na coordenação dos agentes, e é definido por Aglietta como:

"(...) l'éventualité qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insecurité générale."
(Aglietta, 1995, p. 72)

Assim sendo, somente mediante o uso de políticas alternativas as situações macroeconômicas de anormalidade neste cenário de risco sistêmico podem ser amenizadas protegendo a eficácia econômica.

Na teoria regulacionista, como visto no Capítulo 2, a regulação e a identificação dos mecanismos e formas institucionais que orientam o processo de acumulação capitalista possuem papel fundamental (Boyer, 2004). Segundo os regulacionistas, desde que o sistema econômico passou a ter uma dominância financeira, a adoção de políticas reguladoras foi ainda mais importante, pois não só ameniza as anormalidades

do risco sistêmico como também se mostra o determinante em última instância do crescimento econômico.

“Dès lors, le rôle des politiques menées par les autorités monétaires des pays industrialisés va être plus important que jamais. De leur capacité à garder, collectivement, le contrôle aussi bien de l'évolution des structures que du réglage quotidien du fonctionnement d'une sphère financière globalisée dépend la croissance à venir de l'économie mondiale.” (Aglietta, 1990, p. 223)

Portanto, os regulacionistas propõem ação reguladora por parte dos Estados, feitas através de políticas econômicas que deveriam ser objeto de cooperação internacional. Aglietta destaca dois pontos complementares aos destacados pelo marxista contemporâneo Chesnais: o papel das taxas de câmbio e a composição da dívida pública externa, que em última instância modifica as expectativas de taxa de juros e de taxa de câmbio dos agentes.

“a importância da estabilização das taxas de câmbio-chave, no interior das zonas de flutuação, através de um mecanismo de políticas econômicas, o que tornaria possível conter uma boa parte do incentivo para a acumulação do capital fictício, devido à volatilidade dos preços” (Chesnais, 1998, p. 89)

“A notre époque, où les marchés des dettes publiques sont les principaux vecteurs de l'interdépendance financière internationale, il est inévitable que la coresponsabilité concerne les dettes publiques au premier chef. (...) Cette coresponsabilité devrait s'exprimer de trois manières: rechercher un équilibre structurel du budget à moyen terme, redonner conjoncturellement au budget son rôle anticyclique gérer la composition par devises de la dette publique pour éviter les divergences cumulatives des taux de change réels” (Aglietta, 1990, p. 318)

A segunda série de medidas reguladoras tomadas pelas autoridades envolve a taxação e a nova regulamentação das operações financeiras, em especial regulamentações ligadas à restrição da especulação financeira, mediante

“instrumentos como exigência de maiores fundos próprios (pagamentos à vista) para reduzir os efeitos de alavancagem, ou impostos mais elevados sobre as mais-valias extraídas em operações de curto prazo”. (Aglietta, 1993, p.93)

Por meio dessas medidas busca-se diminuir a velocidade das transações financeiras em relação às transações reais e desencorajar os movimentos especulativos. Dado que os mercados não podem se auto-regular, os regulacionistas demonstram a necessidade de construção de um controle e de uma regulamentação preventiva mais constrangedora.

Além das políticas macroeconômicas propostas, quanto à política fiscal os regulacionistas propõem uma política orçamentária de cunho keynesiana, distinguindo os gastos públicos em dois orçamentos: o orçamento corrente, financiado por impostos, e o orçamento de investimento, financiado por empréstimo. (Aglietta, 1995)

A partir desta proposta a gestão das finanças públicas seria mais rigorosa, influenciando de maneira positiva a credibilidade transmitida aos agentes e favorecendo a implementação das políticas de cooperação propostas acima.

Dessa forma, os regulacionistas propõem políticas alternativas que destacam o papel ativo das instituições reguladoras e buscam combinar diferentes tipos de políticas macroeconômicas com o objetivo principal de diminuir a instabilidade financeira e o risco sistêmico do capitalismo com dominância financeira

4.2. Escola Marxista Contemporânea

Na abordagem dos autores marxistas contemporâneos, representados aqui por Gerald Epstein e François Chesnais, as políticas alternativas recomendadas, de maneira geral, abordam aspectos bastante similares aos regulacionistas, propondo políticas nas quais o Estado é o autor principal.

As propostas, basicamente focadas em taxação e administração de fluxos de capitais, incluem medidas voltadas para a redução da especulação financeira internacional e políticas que reduzam a instabilidade financeira doméstica, ao mesmo tempo em que aumentem receitas governamentais provenientes de impostos.

Em todos os seus textos, Epstein (1998, 2005, 2005a) ressalta de maneira enfática o fato de não existir comum acordo entre os estudiosos marxistas contemporâneos sobre quais as políticas públicas devem de fato ser utilizadas. Além disso, o autor ressalta que ao adotar qualquer medida, os *policymakers* e estudiosos devem considerar a especificidade dos países, lembrando que cada um deles possui estruturas econômicas particulares.

“The range of views presented by the authors is hardly uniform. In addition to differences among the authors of papers, a still wider range of perspectives is represented by our distinguished group of discussants” e “economic structures will vary from country to country”(Epstein 1998 p, 4; 2005, p.15)

Assim, mesmo justificada a necessidade da aplicação de políticas econômicas por Epstein (1998), o marxista Chesnais (1998) ressalta que o papel das políticas atuais deve ser repensado, dado que

“a liberalização financeira traduziu-se por uma ‘ditadura dos mercados’ frente à qual as autoridades nacionais tornaram-se impotentes” e que as “políticas públicas apoiavam-se em esquemas de análise inadequados, o que as conduzia a erros de diagnóstico” (Chesnais, 1998, p. 128).

Portanto, os marxistas contemporâneos propõem que a ação reguladora das autoridades deve ser feita de forma prudencial. Chesnais e Epstein propõe ações complementares.

Enquanto Chesnais propõe que as políticas públicas podem assumir duas formas principais: a coordenação internacional das políticas econômicas e a taxaço e regulamentação das operações especulativas. (Chesnais, 1998) Epstein propõe medidas que, quando analisadas em conjunto, formam um pacote de reformas financeiras globais, descrito pelo próprio autor como um pacote “Bretton Woods Light”. (Epstein, 2005).

A coordenação internacional das políticas econômicas, propostas por Chesnais (1998) busca ligar entre si as principais potências econômicas e financeiras e teria como objetivo principal

“o envio de ‘sinais’ coerentes aos mercados de modo a fornecer uma ‘ancoragem’ às antecipações dos operadores Como as finanças especulativas se traduzem pelos desequilíbrios múltiplos correspondentes a diferentes antecipações, a única maneira de encontrar o ‘bom’ equilíbrio é suscitá-lo pela fixação de objetivos negociados de política econômica.” (Chesnais, 1998, p. 132)

A segunda série de medidas reguladoras de Chesnais (1998) envolvem a taxaço e a nova regulamentação das operações financeiras, buscando conter a mobilidade do capital e limitar a atuação de risco nos mercados. Dentre as ações destacam-se regulamentações bancárias, como: *“Exigir que o volume do capital dos bancos seja dependente do grau de risco de seus ativos deveria melhorar a sua segurança (...) e a respaldá-lo com mais capital.” (Chesnais, 1998, p.92)*

Este Segundo grupo de medidas é bastante similar às políticas alternativas sugeridas por Epstein, é o chamado pacote “Bretton Woods Light”. (Epstein, 2005). As políticas deste pacote incluem basicamente políticas de taxaço e políticas denominadas pelo autor de “capital management techniques”. Ambas as políticas propostas são bastante relacionadas. (Epstein 2005, 2005a)

O conjunto de políticas de taxaço incluem:

“1. A small globally uniform tax on all private foreign exchange transactions, a.k.a. the Tobin tax; 2. A target zone arrangement to limit exchange rate fluctuations between

the Big Three currencies; 3. Increase capital requirements on inter-bank loans in the Basel Accords; 4. Raise the capital requirements on derivatives issued by banks; 5. Curb tax and regulatory evasion via offshore havens; 6. Re-authorize developing countries to impose capital controls as needed.” (Epstein, 2005, p.396)

O uso de controles de capitais pelos países em desenvolvimento destaca-se nas políticas propostas pelos marxistas contemporâneos e envolve o conjunto de políticas de “capital management techniques”.

Este conjunto de políticas inclui políticas que podem ser estáticas ou dinâmicas, ou seja, podem modificar-se ou não de acordo com circunstâncias macroeconômicas, e dentre as técnicas incluem-se controles de capitais e políticas macroeconômicas prudenciais.

“We use the term capital management techniques (CMTs) to refer to two complementary (and often overlapping) types of financial policies: policies that govern international private capital flows, called capital controls, and those that enforce prudential management of domestic financial institutions.” (Epstein, 2005a p. 301)

Na prática políticas de controle de capitais e políticas de regulação prudencial são implementadas de maneira conjunta e dificilmente podem ser separadas.

“Policymakers frequently implement multi-faceted regimes of capital management since no single measure can achieve diverse objectives. Moreover, the effectiveness of any single management technique magnifies the effectiveness of other techniques and enhances the efficacy of the entire regime of CMT” (Epstein, 2005a p. 301)

Exemplos de técnicas de administração de capital incluem restrição à conversibilidade da moeda, exigência de manutenção de investimentos estrangeiros por períodos mínimos, volumes máximos por retirada dos investimentos externos, restrição à criação de derivativos que possam ser usados para especular contra a moeda nacional, e controles de entrada e saída de capitais, mediante taxas e impostos.

Diversas destas técnicas de administração de capitais foram usadas por países em desenvolvimento ao longo dos anos 1990. Em Epstein (2005a) há um estudo detalhado sobre as técnicas aplicadas em países como Chile, Colômbia, Malásia, Singapura e Taiwan. Segundo o autor, o uso destas técnicas de maneira mais expressiva poderia ter evitado a crise da Ásia de 1997, e/ou pelo menos sua propagação para os demais países em desenvolvimento. (Epstein, 2005, p. 377)

Dessa maneira, policymakers, em especial dos países em desenvolvimento, devem utilizar as técnicas de administração de capitais supracitadas, se desejam

atingir algum, ou todos os objetivos de: “(...) *promote financial stability, encourage desirable investment and financing arrangements, enhance policy autonomy and strengthen democracy*” (Epstein 2005a p. 302)

A estabilidade financeira proposta pelo autor seria atingida mediante o uso das técnicas de administração de capitais, por conta “*their ability to reduce currency flight, fragility and contagion risks*” e, com isso, a existência de crises financeiras e eminente devastação econômica e social (o mesmo que o risco sistêmico dos regulacionistas) características do capitalismo com dominância financeira, seriam amenizadas. (Epstein, 2005a p. 302)

Além disto,

“by reducing the risk of financial crisis, CMTs can reduce the likelihood that governments may be compelled to use contractionary macro and microeconomic and social policy to attract foreign investment back to the country; they can also reduce the severity of currency risk (...); can create space for the government and the central bank to pursue growth-promoting macroeconomic policies by neutralizing the threat of capital flight; finally the CMTs can reduce the specter of foreign control or ownership of domestic resources by maintaining some degree of control over the financial sector.” (Epstein, 2005a p. 302)

Conclui-se que a administração dos fluxos de capitais é a melhor política alternativa, proposta pelos marxistas contemporâneos, para reduzir o cenário de domínio das finanças observado nas últimas décadas, pois

“(...) capital management can reduce the potential for speculators and external actors to exercise undue influence over domestic decision-making directly or indirectly. CMTs can reduce the veto power of financial community and the IMF and create space for the interests of other groups (such as advocates for the poor) to play a role in the design of policy.” (Epstein, 2005a p. 302)

Apesar de todos os benefícios em amenizar o movimento de domínio das finanças, as políticas propostas também incorrem em alguns custos que devem ser levados em conta, entre eles:

“(...) there is some evidence that in some countries the cost of capital to small firms is increased and capital management can create space for corruption” (Epstein, 2005a p. 325) *entretanto, “It is far from certain that efforts to reduce the risks of financial crisis will be frustrated by corruption, waste and evasion and will purchase stability at the cost of growth”* (Epstein, 2005, p. 377)

Assim, pode-se perceber que, para os marxistas contemporâneos, assim como para os regulacionistas, a participação do Estado de maneira ativa como regulador dos

mercados mediante a aplicação de políticas complementares e consistentes, é positiva.

“(...) carefully designed prudential regulatory measures can substantially improve the safety and soundness – in addition to efficiency – of financial markets.” (Epstein, 2005, p. 16)

“A liberalização financeira deve, na verdade, andar junto com uma regulamentação preventiva rigorosa, (...) dado que o risco sistêmico parece ainda mais importante na medida em que uma parte considerável das operações escapa a toda forma de controle, em particular nos mercados de derivativos privados.” (Chesnais, 1998 p. 134)

A partir desta conclusão, percebe-se também outro ponto em comum entre a escola marxista e os regulacionistas.. A situação de finanças liberalizadas e políticas macroeconômicas de corte neoliberal vigente até a crise financeira global não é um cenário eterno e sem escapatória.

“The mantra ‘there is no alternative’ to neoliberal finance and the risks thereof is simply wrong.” (Epstein, 2005, 377)

“A decade ago, with confidence in her neoliberal reforms running high, Margaret Thatcher famously dismissed her critics with the remark, ‘There is no other choice’. Today with neoliberal theory and policy in disarray, those seeking a more stable, equitable global economy can respond confidently, ‘There is no other choice but to replace the neoliberal program’.” (Epstein, 2005, p. 407)

4.3. Escola Pós-keynesiana

Na bibliografia pós-keynesiana selecionada, que inclui os textos de Engelbert Stockhammer (2004, 2008, 2009, 2010), não foram encontradas informações sobre as políticas macroeconômicas que buscam, de maneira específica, amenizar os desequilíbrios identificados no regime de acumulação dominado pela esfera financeira.

Apesar disto, esse autor pós-keynesiano ressalta que, a despeito de sua análise não proporcionar conclusão sobre quaisquer políticas definitivas e específicas, há grande importância na existência de políticas macroeconômicas que possibilitem uma redução das conseqüências dos desequilíbrios econômicos causados pelo capitalismo com dominância financeira. (Stockhammer, 2004)

A partir desta perspectiva, Stockhammer apenas assinala algumas possíveis políticas, porém não as desenvolve de maneira profunda como visto na bibliografia dos marxistas regulacionistas e contemporâneos.

Dado o enfoque do autor nos efeitos da dinâmica dos mercados financeiros sobre as decisões do processo produtivo e a base teórica pós-keynesiana européia que busca desenvolver novas teorias da distribuição funcional da renda, Stockhammer assinala que as políticas públicas, de maneira geral, deveriam buscar dois objetivos: a maximização de investimentos produtivos e a redução da polarização da distribuição de renda que surge como efeito negativo do domínio da lógica financeira sobre o processo produtivo. (Stockhammer, 2004, 2008)

Assim, quanto às políticas relacionadas à maximização de investimentos produtivos, os pós-keynesianos ressaltam a importância de políticas que, mesmo que somente no longo prazo, consigam relacionar a regulação nos mercados financeiros aos interesses das estruturas organizacionais presentes nas firmas produtivas. Buscando tornar a atual relação de domínio da esfera financeira sobre a esfera produtiva em uma relação de cooperação.

“Our analysis does not lend itself to straightforward policy conclusions, rather it suggests that changes on financial markets and organizational structures in the firm have to be discussed simultaneously. Regulation of financial markets and the empowerment of growth interested groups within the firm should go hand in hand. But organizational changes will take time” (Stockhammer, 2004, p. 739)

Quanto às políticas referentes à redução da polarização da distribuição de renda que surge como efeito negativo do domínio da lógica financeira sobre o processo produtivo, os pós-keynesianos propõem:

“As wage moderation has been one of the structural problems underlying the present accumulation regime, one condition for re-establishing a viable growth regime, is a change in wage policy. Wages have to increase at least with productivity growth. This would stabilize domestic demand in the surplus countries and allow to avoid a collapse of consumption demand in the deficit countries. A more egalitarian income distribution is not luxury that can be dealt with once the economy has been stabilized, it is an integral part of a sound macroeconomic structure.” (Stockhammer, 2009, p.18)

Assim como os marxistas regulacionistas e contemporâneos, os pós-keynesianos ressaltam a especificidade do desenvolvimento de políticas macroeconômicas a cada país. Dando o exemplo europeu, Stockhammer (2008) destaca que a formulação de políticas deve levar em conta o desenvolvimento político do país ou bloco econômico, a região em que se encontra, e qual a principal força institucional política e econômica que levou a economia nacional ao processo de desregulação financeira.

“(...) financialization is not only the result of exogenous developments (say, in technology), but it is the outcome of policies. As political developments differ in different regions, European developments have to be analyzed in their own right. In particular, financial deregulation in European countries, as well as monetary policy, is strongly shaped by the particular (neo-liberal) path of European integration” (Stockhammer, 2008, p. 186)

4.4. Escola Novo-keynesiana

Na abordagem dos autores novo-keynesianos, representados aqui por Olivier Blanchard, as propostas de políticas macroeconômicas podem ser classificadas em dois grupos: políticas formuladas e aplicadas antes da crise econômica mundial de 2007-2008, e políticas macroeconômicas reformuladas pós-crise.

Segundo Blanchard (2010), dado o cenário de queda nas flutuações cíclicas da economia mundial e relativa estabilidade econômica durante os anos 1980, era tentador para os macroeconomistas e *policymakers* acreditarem que sabiam como conduzir as políticas macroeconômicas. Entretanto, a crise de 2007 forçou os estudiosos novo-keynesianos a repensarem as políticas anteriores.

“The great moderation lulled macroeconomists and policymakers alike in the belief that we knew how to conduct macroeconomic policy. The crisis clearly forces us to question that assessment.” (Blanchard, 2010, p. 199)

Desde os anos 1980, apoiando-se nas idéias do modelo teórico novo keynesiano de rigidez de preços e agentes com expectativas racionais, para estes estudiosos o único objetivo dos bancos centrais ao redor do mundo era o de manter os níveis de inflação baixos e estáveis. Assim, políticas focadas na inflação eram a resposta para solucionar qualquer problema econômico, e deveriam ser aplicadas para qualquer tipo de interferência, mesmo para choques ligados a comportamento de *“animal spirits”* por parte dos agentes ou qualquer outro tipo de choque de consumo, tecnologia e preços. (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010)

Estas políticas focadas na inflação tinham como instrumento macroeconômico principal as taxas de juro de curto prazo. O largo uso deste instrumento era justificado nas premissas da teoria novo-keynesiana de que: mudanças nos agregados monetários não produzem efeitos reais no longo prazo e que as taxas de juros, através da arbitragem, definem os preços dos ativos.

Dessa maneira, a única preocupação das políticas econômicas deveria com as políticas de metas de inflação, ou seja pelas taxa de juros de curto prazo, atual e

esperada, e a partir delas todos os outros preços e taxas se ajustariam. A intervenção política em mais de um mercado, por exemplo, no mercado de títulos de curto e de longo prazo, torna-se redundante ou inconsistente assim como qualquer detalhe acerca da existência da intermediação financeira. (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010)¹²

As políticas novo-keynesianas, até 2007, ignoravam amplamente as implicações macroeconômicas da regulação e supervisão financeira de instituições individuais e/ou mercados, principalmente nas economias desenvolvidas. Pouca atenção era dada a qualquer tipo de regulação econômica nesta área, e de fato ações de regulação econômica nos mercados financeiros eram consideradas impróprias.

“(...) given the enthusiasm for financial deregulation, the use of prudential regulation for cyclical purposes was considered improper mingling with the functioning of credit markets (and often seen as politically motivated).” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p. 203)

Além disso, o uso de políticas fiscais como instrumento macroeconômico era bastante limitado, com um papel restrito à sustentabilidade fiscal ou em casos de choques severos (por exemplo, a crise japonesa da década de 1990). Portanto, até meados da primeira década do século XXI, os novos keynesianos possuíam a seguinte visão sobre políticas macroeconômicas no contexto do capitalismo com dominância financeira:

“We thought of monetary policy as having one target, inflation, and one instrument, the policy rate. So long as inflation was stable, the output gap was likely to be small and stable and monetary policy did its job. We thought of fiscal policy as playing a secondary cyclical role, with political constraints sharply limiting its de facto usefulness. And we thought of financial regulation as mostly outside the macroeconomic policy framework.” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p.200)

Após a crise financeira global de 2007-2008, os novo-keynesianos começaram a propor políticas monetárias e fiscais que são mais semelhantes às aquelas propostas pelas três escolas anteriores: marxistas regulacionistas, marxistas contemporâneos e pós-keynesianos.

As políticas alternativas propostas por estes autores passam a enfatizar que as políticas monetárias também devem se preocupar com a inflação de ativos, e que a regulação dos mercados financeiros pode ser eficaz em certos casos.

¹² Apesar da premissa de irrelevância de intermediação financeira, os novo-keynesianos acreditam que uma exceção deve ser feita a bancos comerciais. Dada as distorções econômicas que poderiam advir da especificidade do crédito bancário como substituto de outros créditos, e da possibilidade de possíveis corridas bancárias, a regularização e supervisão do mercado bancário tornavam-se importante.

Os aprendizados advindos da crise financeira de 2007-2008 incluem, segundo Blanchard (2010), a conscientização, por parte dos economistas novo-keynesianos, de que níveis de inflação estáveis são necessários, entretanto não são suficientes e que baixos níveis de inflação limitam o escopo de atuação das políticas monetárias em período de recessão.

Neste sentido, apesar do núcleo da inflação estar controlado e dos níveis de produção ficarem estáveis na maior parte dos países ao longo das décadas de 1980 e início de 2000, o comportamento dos preços de alguns ativos tornam-se desalinhados. Este desalinhamento de preços está contido na explicação teórica dada pela escola para a rigidez de preços e deveria no curto prazo ser solucionado. Entretanto o que se observa na realidade é que este desvio de preços pode ter durações mais longas, promovendo ajustes indesejáveis e podendo potencialmente dar início à ajustes macroeconômicos gigantescos de maneira tardia.

Além disto, o objetivo de manter os níveis de inflação estáveis e baixos é posto em discussão durante a crise de 2007-2008, dado que os níveis de inflação próximos a zero, tornaram menos eficiente as políticas que propunham altas taxas de juros, dado que não promoviam o ajuste no gap de produção. (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010)

Sobre a intermediação financeira, torna-se clara a importância de sua existência para o sistema monetário e financeiro. Dada a segmentação de mercados, certos investidores tornam-se especializados em operações de mercados específicos, o que torna a eficácia dos efeitos de ajuste da arbitragem menor.

“(...) when some of the investors withdraw from that specialized market (be it because of losses in some of their other activities, loss of access to credit or to some of their funds) the effect on prices can be very large.” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p. 205)

Além disso, os investidores podem demandar ativos não com o objetivo de liquidez ou satisfação de necessidades, mas por simples especulação, criando cenários de bolhas e modismos. Dentro destes dois cenários, de bolhas e de afastamento dos mercados especializados, *(...)rates are no longer linked through arbitrage, and the policy rate is no longer a sufficient instrument for policy.” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p. 205)*

Neste sentido, dada a possibilidade de ineficácia dos ajustes por meio da arbitragem, a necessidade de liquidez e probabilidade de tomada de empréstimos de última instância passa a fazer parte de um cenário de instituições mais amplo do que o

anterior, tornando a taxa de juros de curto prazo não é mais um instrumento de política suficiente.

Regulação e intervenção devem acontecer, seja por meio da compra direta destes ativos seja de sua aceitação como colateral, e com isso os bancos centrais conseguem afetar os preços dos ativos e promover um ajuste mais rápido na economia do que atuando somente através da taxa de juros de curto prazo.

Segundo Blanchard durante a crise de 2007-2008 não só a intermediação financeira desempenhou um papel central, como também o uso de instrumentos de regulação financeira aliado aos instrumentos clássicos de política monetária. O autor destaca alguns instrumentos de regulação específicos, que tendem a promover impactos mais eficazes em certos mercados, como por exemplo:

“(...) there are other instruments at the policymaker’s disposal—call them cyclical regulatory tools. If leverage appears excessive, regulatory capital ratios can be increased; if liquidity appears too low, regulatory liquidity ratios can be increased; to dampen housing prices, loan-to-value ratios can be decreased; to limit stock price increases, margin requirements can be increased.³ True, none of these is a magic bullet and all can be, to some extent, circumvented” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p. 209)

As políticas monetária e regulatória devem estar combinadas e, para isso, a tradicional visão de estruturas regulatórias deve tomar uma nova dimensão macroeconômica. A proposta é de que os instrumentos regulatórios e de supervisão tradicionais teriam de ser complementados com medidas de atualização regular que demonstrassem as condições cíclicas do sistema econômico como um todo, e não somente de mercados específicos.

O uso de instrumentos de política monetária tradicionais, como a taxa de juros de curto prazo, deve ser feito com o objetivo de controlar flutuações na atividade agregada e nos níveis de inflação, já os instrumentos específicos citados acima, devem ser usados em situações específicas de composição da produção, financiamento ou problemas de preços de ativos.

O autor também destaca que a regulação financeira deve estar alinhada à políticas monetárias, e ambas devem ser coordenadas pelo Banco Central dado que, *“the alternative, that is, separate monetary and regulatory authorities, seems worse”*. (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010 p. 2010)

A regulação de mercados financeiros proposta deve ocorrer da maneira mais ampla possível, já que

“The limited perimeter of regulation gave incentives for Banks to create off-balance –sheet entities to avoid some prudential rules and increase leverage. (...) Once the crisis started, rules aimed at guaranteeing the soundness of individual institutions worked against the stability of the system. Market-to-market rules forced financial institutions to take dramatic measures to reduce their balance sheets and deleveraging.” (Adrian and Shin, 2008 in Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010).

Assim, a posição dos novos-keynesianos é de defesa da regulação dos mercados financeiros mesmo durante períodos de estabilidade e de crítica à adoção de políticas regulatórias somente em períodos de crise. Esta nova visão aproxima os novo-keynesianos dos marxistas regulacionistas, contemporâneos e dos pós-keynesianos.

Porém, diferente dessas escolas, Blanchard (2010) critica as políticas de regulação específicas a certos mercados, que incentivariam a criação de instituições que estão fora do balanço de entidades financeiras, mas que ajudam na alavancagem destas, promovendo instabilidade no sistema.

Quanto à política fiscal, o seu papel como instrumento macroeconômico contracíclico ganhou importância na teoria novo-keynesiana após a crise de 2007-2008 por dois motivos. Primeiramente pela limitação da política monetária durante este período, e em segundo lugar pelo fato das expectativas dos agentes de que recessão dure um longo tempo contribuir para os impactos benéficos de longo prazo do estímulo fiscal.

Blanchard (2010) ressalta que, se usadas, as políticas fiscais devem ser o mais transparente possível. Além disso, a possibilidade de uso destas políticas é condicionado à austeridade fiscal de dos períodos anteriores.

Dessa maneira, apesar da defesa do uso de políticas fiscais durante períodos de crise, assim como o que é apregoado pelos pós-keynesianos e marxistas regulacionistas, ao longo de períodos de estabilidade as políticas fiscais devem ser usadas o menos possível e sempre buscando realizar ajustes fiscais com o intuito de diminuir o endividamento dos países.

Portanto, a crise de 2007 mostra aos novo-keynesianos que as políticas macroeconômicas devem possuir múltiplos objetivos e que para atingi-los existem diversos instrumentos, que incluem políticas monetárias mais abrangentes do que aquelas somente focadas em juros de curto prazo, instrumentos fiscais e regulatórios. (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010)

“The crisis was not triggered primarily by macroeconomic policy. But it has exposed flaws in the precrisis policy framework, forced policymakers to explore new policies during the crisis, and forces us to think about the architecture of postcrisis macroeconomic policy.” (Blanchard, Ariccia, Mauro, 2010, p. 207)

CONCLUSÃO

Este estudo procurou avançar na compreensão do conceito de capitalismo com dominância financeira, colocando em destaque as características deste processo sob a ótica de quatro diferentes escolas econômicas e suas vertentes: regulacionista, marxista contemporânea, pós-keynesiana e novos-keynesiana, visando, sobretudo, definir e identificar as possíveis diferenças teóricas existentes sobre as visões do capitalismo financeiro em pontos específicos pré-selecionados.

Apesar de fazerem parte de diferentes escolas de pensamento econômico e, portanto possuírem fundamentos teóricos particulares, ao tratarem de questões que envolvem o capitalismo com dominância financeira, pode-se concluir que, principalmente após a crise de 2007-2008, as escolas: regulacionista, marxista contemporânea, pós-keynesiana e novo keynesiana passam a possuir mais semelhanças do que divergências.

Quanto ao papel das inovações e instituições financeiras sobre a gênese do capitalismo com dominância financeira, as escolas: regulacionista, marxista contemporânea e pós-keynesiana possuem fortes pontos em comum ressaltando o caráter de interação político-econômica entre os agentes econômicos como promotores deste novo regime de acumulação. Em comum, estas escolas ressaltam que o atual domínio das finanças é fruto de um processo social ativo com agentes que o promovem de maneira deliberada e criam um cenário de desequilíbrios que possui alternativas.

Esta visão difere daquela dos novo-keynesianos que afirmam a inexistência do movimento especulativo no âmbito financeiro, dado o cenário teórico inicial de informação imperfeita e racionalidade limitada entre os agentes e, portanto, tendem a desconsiderar o movimento de ascensão das finanças sob o capital produtivo. Para esta escola, até a crise de 2007-2008, o movimento de liberalização e desregulação econômica criticada pelas outras escolas, é visto como algo positivo e favorece a alocação de capital de maneira mais eficiente na economia.

Quanto às políticas alternativas recomendadas pelas escolas para solucionar os problemas e desequilíbrios identificados neste novo regime de acumulação, cada uma das escolas possui políticas específicas e diferentes. Entretanto, pode-se identificar que todas concordam que o uso de políticas regulatórias ou macroeconômicas pode tornar este regime de acumulação mais sustentável.

Enquanto regulacionistas e marxistas contemporâneos preocupam-se em propor políticas bastante específicas e que envolvem a criação de novas instituições

econômicas públicas, os pós-keynesianos apenas ressaltam a importância da existência de políticas, enquanto que os novo-keynesianos admitem esta importância, porém apenas após a grande crise econômica de 2007-2008.

Portanto, de maneira geral pode-se dizer que apesar de partirem de questões iniciais bastante distintas, as teorias analisadas não são tão distantes quanto se pensa quando o assunto em pauta é o capitalismo com dominância financeira.

Bibliografia

- AGLIETTA, M. *Macroeconomie Financiere*. Paris: Decouverte, 1995
- AGLIETTA, M., ORLEAN, A. *La violence de la monnaie*. Paris : Univ. de France, 1982
- BAKER, D. ; EPSTEIN, G. ; POLLIN, R. *Globalization and progressive economic policy*. Cambridge: University Press, 1998, Introduction
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moeda no desenvolvimento das nações*. São Paulo: Editora Vozes, 1999, p.87-117.
- _____. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193.
- _____. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4., p.11-20, 1995.
- BIS – *Bank for International Settlements. Trienal Central Bank Survey. Foreign exchange and derivative markets activity*, Mar. 2002 e Dec. 2007.
- BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. São Paulo : Pearson/Prentice Hall, 2007
- BLANCHARD, O. DELL'ARICCIA, G. MAURO, P. *Rethinking Macroeconomic Policy*. *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 42, No. 6 (September 2010) p. 199-215
- BOYER, R. (1986) *Convergencias y peculiaridades nacionales*, In BOYER, R. (org.) *La flexibilidad del trabajo en Europa*, Madrid: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social
- _____. (1986) *Théorie de la régulation. Une analyse critique*. Paris: La Découverte.
- _____. (2004) *Théorie de la régulation: les fondamentaux*. Paris: La Découverte.
- BRAGA, R. (2004) *Mediações institucionais e inovações metodológicas: A teoria da regulação e a formalização da dinâmica econômica histórica*. *Sociedade e Estado*, Brasília, v. XVII, n. 2,
- BRAGA, J. C. *Temporalidade da riqueza : uma contribuição a teoria da dinâmica capitalista*. Campinas, SP: [s.n.], 1985.
- _____. *Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.195-242.
- _____. *A financeirização da riqueza*. *Economia e Sociedade*. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, n. 2, p. 25-57, 1993
- BRAGA, L. M.; RAIMUNDINI, S. L.; BIANCHI, M. (2010) "Incerteza, preferência pela liquidez e insuficiência de demanda efetiva: evidências empíricas sobre a crise financeira de 2008". *ConTexto*, Porto Alegre, v. 10, n. 17, p. 79-91.

BRUNHOFF, S. A instabilidade financeira internacional. In: CHESNAIS, F. (coord.) A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998, p. 35-60.

CARNEIRO, Ricardo. Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira In: MARCOLINO, Luiz Claudio; CARNEIRO, Ricardo (Org.). Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real a crise financeira. São Paulo: Editora Gráfica Atitude, 2010, p. 33-54

CARVALHO, Cícero Péricles de. "Teoria da Regulação e Crise do Modelo Fordista." Porto Alegre: IV Encontro Nacional de Economia Política, junho/1999. Jel: B20

CARVALHO, F.C. (1992). Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. Edward Elgar : Aldershot.

CINTRA, M.A., CAGNIN, R. Os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. In: Novos Estudos nº79. São Paulo: CEBRAP, Nov 2007. p. 23-46

CHESNAIS, F. Introdução geral. In: CHESNAIS, F. (coord.) A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998, p. 11-34

CHESNAIS, F. (Org.) *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, consequences*. Paris: Decouverte, 2004.

CORIAT, Benjamin (1994) La Théorie de la Régulation. Origines, spécificités et perspectives, In AGLIETTA, M. (org.). École de la régulation et Critique de la raison économique, Paris: Ed L'Harmattan

CROTTY, J. (1980). "Post Keynesian Economic Theory: An Overview and Evaluation". American Economic Review Vol. 70, N.2. Harcourt, Jeffrey Colin (2006). The Structure of Post-Keynesian Economics

DAVIDSON (1994). Post Keynesian Macroeconomic Theory. Edward Elgar : Aldershot.

DAVIDSON, P. (1984). "Reviving Keynes's Revolution". Journal of Post Keynesian Economics, Summer.

DAVIDSON, P. (1978). Money and the Real World. Macmillan: Londres, 2ª Edição.

DOMAR, E. (1946). "Capital Expansion, Rate of Growth and Employment" in SEN, A (org.). Growth Economics. Penguin Books: Middlesex, 1970.

DOW, S. *The methodology of macroeconomic thought: a conceptual analysis of schools of thought in economics*. Cheltenham: E. Elgar, 2 ed. 1996.

EINCHENGREEN, Barry. *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 1996. cap 4 e 5.

EPSTEIN, G.(Org.) *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2005. Introduction

EPSTEIN, G. (2005a) Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries. Globalization and Progressive Economic policy Epstein 1998.

FIORI, J.L. O poder americano. Petrópolis: Vozes, 2004.

GOMES, C. HOLLAND, M. (2003) "Regra de Taylor e política monetária em condições de endividamento público no Brasil" na Revista ECONOMIA, Niterói (RJ), v.4, n. 2, p.333-361, jul./dez.

HELLEINER, E. *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994. Introduction

JESSOP, B. (1990) Regulation theories in retrospect and prospect, in *Economy and Society*, 19(2), p.151-216, London; BRENNER, R. (1991) The regulation approach: theory and history, in *New Left Review*, 188, pp.45-120, London

KALDOR, Nicholas (1980). "Monetarism and UK economic policy". *Cambridge Journal of Economics* 4: 271–218.

KRIPPNER, G. R., *The Financialization of the U.S. Economy: Or How the Reagan Administration Discovered Global Capitalism*, 2004 in http://www.allacademic.com/meta/p108552_index.html

MEDEIROS, Carlos Aguiar; SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p.119-154.

PRATES, D.M. *Crises financeiras dos países "emergentes" : uma interpretação heterodoxa*. Campinas, SP: [s.n.], 2002

_____. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. In: *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.9(2):, mai/ago, 2005, p. 236-288

SCREPANTI, E., ZAMAGNANI, S. *An outline of the history of economic thought*. New York: Oxford University Press, 2ed. 2007

SERRANO, F. Do ouro móvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade* v. 11(2), 2002, p. 237-253

STOCKHAMMER, E. *Financialisation and the slowdown of accumulation*. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, 2004 p. 719-741

_____. *Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime*. *Competition & Change*, v. 12 (2). June 2008, p. 184-202

STRANGE, Susan. *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986. Cap 1.

TAVARES.M.C., A retomada da hegemonia norte-americana In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.27-54

TAVARES, M.C., MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.55-86.

'Marxian and post-Keynesian theories of finance and the business cycle - *Capital & Class* Summer 2004 vol. 28 no. 2 47-100

KEYNES, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan Press: Cambridge.

KEYNES, J.M. (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Editado por Donald Moggridge. Macmillan Press: Cambridge.

HARROD, R. (1939). "An Essay in Dynamic Theory" in SEN, A (org.). *Growth Economics*. Penguin Books : Middlesex [ano da edição: 1970]

OREIRO, J.L., (2006) "Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros" Texto para discussão 03/06 Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná in:

http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/textos_discussao/texto_para_discussao_ano_2006_texto_03.pdf

OREIRO, J.L., PAULA, L.F. (2003) "Pós-keynesianos e o intervencionismo estatal". *Jornal Valor Econômico*: 06/11/2003, p. A14

FERRARI, F. F. (1991) "Os 'keynesianos' neoclássicos e os pós-keynesianos" *Ensaio FEE Porto Alegre* (12)2: 340-348

STUDART, R. (1993) "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº1 (49), janeiro-março p. 101-111