



1290001580



TCC/UNICAMP D37g



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

“Globalização Financeira e as Limitações da Política Monetária”

Marcela Guimarães Del Monde

Professora orientadora: Maria Alejandra C. Madi

CE – 851 – Monografia II

Campinas, 2004

TCC/UNICAMP
D37g
IE/1580

CEDOC/IE

Sumário

Introdução.....	3
Parte 1 - A gênese das finanças de mercado globalizadas.....	5
Parte 2 - Bancos e Investidores Institucionais nas finanças globalizadas.....	40
Parte 3 – Limites da Política Monetária	62
Observações Finais.....	69
Bibliografia.....	71

Introdução

Com a desestruturação do sistema de Bretton Woods, uma série de transformações na economia mundial conformou uma nova etapa do processo de internacionalização do capital¹. Dentre essas transformações as que particularmente nos interessam são aquelas ocorridas no regime monetário e no sistema financeiro, ou seja, na volta, a partir de meados da década de 1960, dos fluxos financeiros internacionais, na substituição das taxas de câmbio fixas pelas flutuantes e na alteração do sistema de financiamento, que passou de um sistema baseado no crédito bancário para as finanças diretas. Pois, conforme ressaltam Tavares e Fiori, “a dimensão essencial e inovadora desta nova etapa da internacionalização capitalista se concentra no campo financeiro, no qual se desfizeram as fronteiras entre as moedas e os capitais, permitindo uma verdadeira universalização do capital financeiro” (TAVARES e FIORI, 1997: 9).

Esse fenômeno de maior integração dos sistemas monetários e dos mercados financeiros nacionais, conhecido como globalização financeira, é o tema dessa monografia. A globalização financeira é resultado de dois processos que ocorreram simultaneamente e se retro-alimentaram: 1) aumento da mobilidade internacional do capital, devido à abertura dos mercados nacionais ao exterior, e; 2) desregulamentação financeira. A globalização das finanças significou a criação de um mercado mundial de dinheiro. Ademais, ocorreu a “descompartimentalização dos mercados”, ou seja, os mercados monetário, financeiro, cambial, entre outros, que funcionavam separadamente, passaram a constituir subconjuntos de um mercado financeiro global. Com estas mudanças, aqueles que investe ou toma recursos emprestados podem buscar as melhores

¹ A expressão internacionalização designa o “conjunto de processos que tecem relações de interdependência entre economias nacionais” (CHESNAIS, 1995: 4). Entre estes se incluem as importações e as exportações, os fluxos de Investimento Direto Externo, de capital financeiro e de tecnologia.

condições, não encontrando obstáculos para transitar de um título a outro, de uma moeda a outra ou de um instrumento de cobertura de risco a outro.

De acordo com a visão dominante, a globalização foi "imposta pelo livre jogo das leis do mercado" (CHESNAIS, 1995: 3), sendo, por essa razão, inevitável. Aos países a única opção seria se adaptarem sem exercer qualquer tentativa de controlar o processo. No entanto, a globalização financeira recebeu grande impulso dos principais Estados Nacionais através das políticas de liberalização e desregulamentação financeiras, as quais acabaram por limitar a capacidade destes de realizar política econômica.

A discussão dos limites impostos à execução da política econômica é, precisamente, o objetivo dessa monografia. Apresentaremos a discussão presente em Chesnais (1998b), Braga (1998 e 2000b) e Belluzzo e Coutinho (1996 e 1998), a fim de discutir a idéia de que a dinâmica dos mercados globalizados e desregulamentados condiciona a evolução das políticas econômicas, retirando autonomia dos Estados Nacionais. Dedicaremos maior ênfase às limitações a que está sujeita a política monetária. São exemplos dessa menor autonomia a atuação do *Federal Reserve*, no sentido de garantir a liquidez necessária para conter o movimento de desvalorização dos ativos em 1987 e a submissão do México na crise de 1994 às condicionalidades impostas pelo FMI a fim de obter a ajuda necessária para lidar com a fuga de capitais.

O trabalho divide-se em três partes. Na primeira parte, realizamos uma recuperação histórica do processo de formação das finanças de mercado globalizadas, procurando mostrar o processo de fortalecimento do capital financeiro. Na parte seguinte, nosso foco passa a ser a forma de comportamento dos investidores institucionais e dos bancos no período de globalização financeira. Buscaremos mostrar que seus comportamentos são predominantemente especulativos e que estes acentuam a instabilidade do sistema econômico. Na parte 3, apresentamos a dinâmica do ciclo no atual contexto econômico, para, então, retomarmos a discussão acerca dos limites impostos à condução da política econômica, dando maior ênfase à política monetária.

Parte 1 - Ascensão das finanças globalizadas

1. Introdução

Nessa primeira parte estamos preocupados em realizar uma recuperação histórica do processo de surgimento das finanças de mercado globalizadas. Procuramos enfatizar tanto os desequilíbrios surgidos, a partir do final da década de 1960, que levaram à desestruturação do sistema de Bretton Woods, quanto a adoção de políticas de liberalização e desregulamentação financeiras, inicialmente pelos Estados Unidos e pela Inglaterra, mas que em seguida se impuseram aos demais países avançados, chegando por fim à periferia do sistema, como os responsáveis por essa nova dinâmica monetário-financeira.

Antes de iniciarmos essa recuperação do histórico das finanças, há uma seção que trata do papel da moeda, do crédito e dos bancos na economia capitalista. Ela enfatiza a relação entre esses três elementos constitutivos do sistema capitalista e o processo de determinação da renda. Sua finalidade é colaborar para a compreensão das dificuldades impostas ao funcionamento do lado real da economia pela dinâmica dos mercados financeiros desregulados e internacionalizados no que diz respeito à condução da política monetária.

Na segunda seção tratamos da gênese das finanças de mercado globalizadas. Essa seção divide-se em quatro subseções. Na primeira delas tratamos do processo de expansão do Euromercado nas décadas de 1960 e 1970, a fim de demonstrar que seu desenvolvimento representou o primeiro movimento no sentido de contrariar as restrições impostas ao funcionamento do sistema bancário e os controles de capital. Na subseção seguinte, tratamos das mudanças que ocorreram no sistema de financiamento dos Estados Unidos, a partir do início da década de 1960. Essas transformações, no país que detém até hoje a moeda internacional, indicam a direção que o movimento das finanças iria tomar no último quarto do século XX e nesse início de século. A terceira subseção trata da substituição das taxas de câmbio fixas pelas flutuantes e do impacto das taxas de

câmbio flexíveis, ou seja, aumento da especulação e da volatilidade. Por fim, a última subseção trata do movimento de enfraquecimento e recuperação do papel do dólar como moeda internacional, responsabilizando a mudança de orientação da política econômica norte-americana, no final de 1979, pela mudança em direção às finanças diretas, pelo impulso que deu ao processo de securitização² e ao desenvolvimento de derivativos financeiros.

2. Dinheiro, Crédito e Bancos na economia capitalista

Antes de tudo, por estar na raiz de nosso interesse pela globalização financeira e para facilitar o entendimento do impacto das transformações discutidas, é preciso entender qual o papel do dinheiro, do crédito e dos bancos numa economia capitalista. Esta última entendida como um sistema social de produção em que o objetivo dos proprietários do capital, que atuam de maneira independente uns dos outros e que estão submetidos à sanção, quanto ao valor de suas mercadorias e ativos, promovida anonimamente pelo mercado, é a acumulação de riqueza em sua forma universal, o dinheiro. "O dinheiro é, portanto, fundamento das relações entre os produtores independentes e, por outro lado, o único critério quantitativo admissível para a avaliação do enriquecimento privado" (ALMEIDA e BELLUZZO, 2002: 28). É essa a dupla natureza do dinheiro numa economia capitalista.

Devido a essa dupla natureza, o dinheiro aparece como a unidade de três funções: unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. As duas primeiras funções estão ligadas à primeira dimensão do dinheiro, a saber, a qualidade de ser fundamento das relações entre produtores independentes. São

² "A securitização é, em sintó amplo, o processo pelo qual empresas produtivas, bancos, demais empresas financeiras e governos emitem títulos de dívida com inúmeras finalidades, envolvendo e interligando, desta forma, os chamados mercados creditício, de capitais, de derivativos (*swaps*, opções e futuro). Ela é uma modalidade financeira que torna os títulos negociáveis, flexibiliza prazos e taxas de rendimento, adaptável a múltiplos agentes, funcional à administração de riscos, substituta dos empréstimos bancários e, ao mesmo tempo, propicia aos bancos na captação de fundos" (BRAGA, 1997: 198).

essas duas funções que permitem a realização do reconhecimento social -ou julgamento pelo mercado – do valor das mercadorias e dos ativos pertencentes aos diversos indivíduos que atuam separadamente. Já a função de reserva de valor, segundo a qual o dinheiro se pretende uma medida estável de valor capaz de transportar poder de compra do presente para o futuro, está ligada à segunda dimensão dinheiro, qual seja, a de objetivo e critério de avaliação do enriquecimento privado. Ela corresponde a uma busca inalcançável de certeza quanto ao valor da riqueza.

Num sistema econômico e social no qual só é possível o enriquecimento privado após o reconhecimento social do valor das mercadorias e dos ativos, tanto a produção de mercadorias quanto a posse de ativos são apostas, realizadas em condições de incerteza, por produtores e detentores de riqueza de que estas formas particulares de riqueza serão capazes de serem convertidas em dinheiro, com a recuperação dos custos monetários incorridos acrescidos de uma margem de lucro.

Ademais, atualmente os sistemas monetários são fiduciários, ou seja, “seu funcionamento e reprodução estão fundados na confiança dos possuidores de riqueza quanto à observância, pelos bancos centrais, das regras e práticas que impõem limites à monetização das dívidas privadas e públicas” (ALMEIDA e BELLUZZO, 2002: 32). Então, além da possibilidade de que a conversão em dinheiro não se realize no todo ou em parte, existe o risco de que o valor do dinheiro esteja ameaçado pela inflação, corroendo sua capacidade de atuar como reserva de valor. Portanto, essa aposta ainda deve supor que serão preservadas as regras de gestão da moeda, ou seja, os limites à que aludimos acima.

Então para que o processo produtivo entre em andamento e para que a aquisição de novos ativos prossiga, ou de forma mais geral, para que as decisões capitalistas sejam tomadas, é necessário, além de que os agentes tenham expectativas otimistas quanto à possibilidade de conversão das formas de riqueza específicas no equivalente geral, que o regime monetário, que é o conjunto de regras e convenções que disciplina e dá sentido à rivalidade irreduzível presente

na busca do lucro privado, goze da confiança dos agentes econômicos. Nas palavras de Almeida e Belluzzo, “o metabolismo da troca, da produção, dos pagamentos depende do grau de certeza na preservação da forma geral do valor, que deve comandar cada ato particular e contingente” (ALMEIDA e BELLUZZO, 2002: 27). Pois a moeda, enquanto reserva de valor, é a única forma de transportar poder de compra do presente para o futuro, e, portanto, constitui o elo, mesmo que precário, entre esses dois períodos.

Após explorarmos o papel do dinheiro na economia capitalista, vejamos qual o papel do crédito e do sistema bancário. Pretendemos explicitar que o crédito e o endividamento são imprescindíveis para a realização da reprodução ampliada do capital para, em seguida, tratarmos das funções atribuídas ao sistema bancário.

Sem nos preocuparmos em oferecer extensas explicações, adotaremos o Princípio da Demanda Efetiva, segundo o qual os níveis de renda e de emprego da economia são determinados pelas decisões de gastos dos capitalistas. Essas decisões, como vimos, dependem das expectativas dos produtores quanto ao comportamento da demanda por seus produtos.

Ademais, aceita-se a hierarquia de gastos proposta pelo conceito de multiplicador: as decisões de investimento determinam o volume de bens de consumo a serem produzidos, na versão de Keynes; ou, na versão de Kalecki, as decisões de investimento determinam o lucro.

Então, se o lucro resulta das decisões de investimento dos capitalistas, para que o primeiro cresça os empresários devem gastar/investir uma quantia maior do que o lucro corrente. Portanto, apenas se a classe capitalista como um todo gastar além do lucro corrente, os lucros do período seguinte poderão ser maiores do que os do período corrente.

Mas o que permite que a classe capitalista entre em déficit corrente, ou seja, gaste além do lucro? É o sistema bancário, administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade, que, por sua prerrogativa de criar moeda, pode viabilizar as decisões tomadas pelos capitalistas através da concessão de crédito.

Ao conceder crédito o sistema bancário abre mão da liquidez e assume o risco de que as expectativas que conduziram àquelas decisões não se concretizem. Isto pode ocorrer por duas razões. Em primeiro lugar, como as decisões são tomadas de maneira independente, o comportamento do gasto capitalista como um todo pode frustrar as expectativas de recebimento de um fluxo positivo de renda ou de valorização dos ativos. Uma segunda possibilidade é que as condições de demanda daquela mercadoria ou ativo específicos se mostrem diferentes do esperado.

Se as expectativas se concretizam, a realização do gasto, ao gerar renda para o devedor, permite que este honre os compromissos relativos ao financiamento obtido. “O prosseguimento do processo de aumento do investimento e do endividamento permite, portanto, servir a dívida passada. Isto significa que a economia deve gerar dívida no presente para que a dívida passada possa ser honrada. Nesse sentido, o investimento gera um rastro de dívidas” (ALMEIDA e BELLUZZO, 2002: 67).

Portanto, de tudo que foi visto, podemos concluir que, o sistema bancário exerce duas funções. A primeira delas refere-se a seu papel de administrador do dinheiro e consiste em preservar o valor do dinheiro. Para isso ele deve obedecer às regras de criação e destruição de moeda. A segunda relaciona-se a seu papel de administrador de empréstimos e consiste em garantir a flexibilidade e a liquidez necessárias para que o processo produtivo prossiga.

3. A gênese das finanças de mercado globalizadas

O contexto mais geral da emergência das finanças de mercado globalizadas relaciona-se à desestruturação das relações comerciais, produtivas, tecnológicas e financeiras nascidas do acordo de Bretton Woods, que haviam permitido o crescimento rápido e duradouro no período que se estende do final da Segunda Guerra Mundial ao início dos anos 1970, conhecido como “Anos Dourados”.

Vários foram os elementos responsáveis pela prosperidade do pós-guerra. No plano interno, destacam-se: 1) o regime de taxas de câmbio fixas; 2) os sistemas financeiros administrados; 3) as políticas econômicas keynesianas e; 4) a relação entre salário e crescimento da produtividade. No plano internacional, destaca-se a combinação virtuosa entre a busca dos objetivos norte-americanos propiciada pela posição de moeda de reserva desfrutada pelo dólar, e a adoção de políticas econômicas expansionistas e de estratégias de crescimento neo-mercantilistas pela Europa e pelo Japão. O regime de taxas de câmbio fixas com controle de capitais impedia que choques instabilizadores fossem transmitidos às taxas de juros. Dessa forma, garantia-se um amplo raio de manobra para políticas nacionais orientadas para o crescimento e a obtenção do pleno emprego.

Os sistemas financeiros administrados, baseados no crédito bancário, garantiam o financiamento da acumulação e do consumo a taxas de juros baixas. Isso era possível pois os bancos privados sofriam regulamentação estrita e existiam tetos para as taxas de captação e de empréstimo. Ademais, esse "sistema de finança regulada apresentava grande capacidade de recompor as dívidas entre as empresas e os bancos e flexibilidade no que diz respeito ao acesso à liquidez junto ao Banco Central" (BELLUZZO, 1997: 170).

Por sua vez, as políticas econômicas keynesianas garantiam maior previsibilidade às decisões de gasto capitalistas e o crescimento dos salários reais assegurava a progressão da demanda por bens de consumo, especialmente duráveis.

Por fim, a posição desfrutada pelo dólar na ordem monetária internacional de Bretton Woods, ao colocar os Estados Unidos na posição de "banqueiro do mundo" – responsável pela provisão da liquidez internacional –, dava-lhes o benefício da senhoriação, permitindo que esse país perseguisse seus objetivos, os quais podem ser classificados em:

1. Estratégicos/Militares: os Estados Unidos arcaram com a maior parte dos custos militares relacionados à disputa com a União Soviética; como veremos, os gastos relacionados à Guerra do Vietnã desempenharam

um importante papel na deterioração da situação do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos.

2. Econômicos: expansão da indústria norte-americana e generalização do modo de produção fordista, especialmente via investimento direto externo;
3. Financeiros: crescimento dos bancos norte-americanos.

A perseguição desses objetivos, além de conduzir à expansão da economia norte-americana, aumentava sua demanda por produtos importados e permitia o acesso dos demais países ao mercado financeiro dos Estados Unidos. Isso possibilitou a adoção pela Europa e pelo Japão de políticas econômicas expansionistas e de estratégias de crescimento neo-mercantilistas, responsáveis pela reconstrução de seus sistemas industriais e que iriam minar o domínio absoluto dos Estados Unidos. (BELLUZZO, 1995)

Tal arranjo institucional virtuoso em termos de crescimento econômico só é explicado se levarmos em consideração os traumas provocados pelas duas Grandes Guerras, em cuja raiz se encontram motivações econômicas, pela Grande Depressão dos anos 1930, que revelou a violência das leis econômicas, e pelo Nazi-fascismo, o qual representou “a vingança do político contra as pretensões de autonomia do econômico” (BELLUZZO, 1995: 11).

A grande lição das primeiras décadas do século XX é que o capitalismo, se se pretendesse manter o ambiente democrático e o próprio capitalismo, deveria ser alvo de regulamentações públicas que visassem a garantir um amplo raio de manobra para as políticas econômicas nacionais com o objetivo de garantir o pleno emprego e o crescimento dos salários reais.

No entanto, a partir de meados da década de 1960 esse arranjo, assim como o pacto social que legitimava a maior intervenção estatal, começou a desmoronar. Como veremos a seguir, a expansão da massa de capitais em busca de valorização na esfera financeira esteve fortemente relacionada às dificuldades enfrentadas para a reprodução ampliada do capital na esfera industrial e à reação

do capital financeiro no sentido de contestar as regulamentações impostas ao funcionamento do sistema bancário.

No final dos anos 1960, a reconstrução das economias européias e japonesa já estava concluída e os Estados Unidos haviam, portanto, perdido a hegemonia industrial. O acirramento da concorrência intercapitalista veio acompanhado de queda na lucratividade das indústrias e de redução do ritmo de crescimento da produtividade, o que levou à estagnação dos salários. Esse novo cenário levava ao florescimento das finanças e à estagflação.

A piora da performance econômica mundial foi acompanhada de um *boom* da atividade bancária. Em um momento de estagnação de lucros e salários, os empréstimos são a forma encontrada para compensar a perda de renda. Mas um aumento dos empréstimos num momento de queda da renda só pode levar a problemas com serviço da dívida e à piora do balanço dos bancos.

Essa flexibilidade do sistema financeiro, que permitiu a expansão dos empréstimos, está, como já apontamos, relacionada à estrutura de regulação da moeda e do sistema bancário vigente na época. Ela impunha que as tensões macroeconômicas fossem reabsorvidas pela emissão monetária e pela inflação e por políticas keynesianas compensatórias.

O Banco Central ao proporcionar fácil acesso à liquidez, garantindo, dessa maneira, a capacidade do sistema bancário de financiar continuamente o gasto excedente dos tomadores de crédito, somada às políticas de sustentação da demanda do governo, colaboraram para o crescimento sustentado do pós-guerra, mas também explicam a estagflação da década de 1970. A estagflação deve ser entendida como uma forma de crise mais gradual e moderada, em contraposição aos ajustes deflacionários das dívidas que teriam levado a uma imensa queima de capital.

O processo inflacionário responsável pela sustentação durante um longo período do capital industrial veio a enfraquecer o capital financeiro. Os bancos não conseguiam, devido à imposição de tetos para as taxas de juros nominais, compensar, através da elevação das taxas de juros cobradas, a aceleração da

inflação. Além disso, à medida que o crédito se expandia, cresciam os riscos envolvidos nas operações de empréstimo, uma vez que “as taxas de serviço da dívida de um número crescente de devedores começou a aumentar de modo significativamente mais rápido que seus rendimentos” (GUTTMANN, 1998: 68).

Esse enfraquecimento foi o estímulo suficiente para que o capital financeiro começasse a buscar formas de burlar as regulamentações impostas pelos Estados Nacionais. Entre estas se incluem o desenvolvimento do Euromercado e os novos instrumentos financeiros.

Com isso não pretendemos afirmar que a maior autonomia adquirida pela esfera econômica no último quarto do século XX tenha sido fruto apenas do fortalecimento do capital nos “Anos Dourados”, pois como veremos, as decisões dos Estados Nacionais desempenham papel fundamental para explicar a globalização financeira.

Tratemos, então, de explicar como se deu a formação das finanças de mercado globalizadas, que ampliaram a integração dos sistemas monetários e mercados financeiros nacionais e substituíram as finanças administradas pelas finanças diretas ou de mercado³.

Em primeiro lugar, trataremos do processo de expansão do Euromercado na década de 1960. Em seguida, discutiremos a ascensão do sistema de taxas de câmbio flexíveis em 1973 e a instabilidade monetária vigente desde então. Por fim, trataremos da mudança de orientação da política econômica dos Estados Unidos no final da década de 1970 e de sua relação com o aprofundamento da globalização financeira.

³ As finanças diretas ou de mercado compreendem as formas de mobilização de recursos ou de aplicação financeira que se realizam sem a intermediação do sistema bancário. A predominância das finanças de mercado não significa que os bancos tenham deixado de ser agentes econômicos relevantes. Mesmo num período caracterizado pelas finanças de mercado, os bancos, por um lado, participam como emissores no processo de securitização e, por outro, o crédito por eles concedido alimenta o processo de inflação de ativos.

As três etapas da emergência das finanças de mercado mundializadas: caracterização geral e medidas de maior destaque

1960-1979	1980-1985	1986-1995
Internacionalização financeira "indireta" de sistemas nacionais fechados. Evolução dos Estados Unidos em direção às finanças de mercado	Passagem simultânea para as finanças de mercado e para a interligação dos sistemas nacionais pela liberalização financeira	Acentuação da interligação, extensão da arbitragem e incorporação dos "mercados emergentes do terceiro mundo
Formação nos Estados Unidos de mercados de títulos de crédito (papéis de caixa) utilizados principalmente pelos bancos	Início do monetarismo nos Estados Unidos e no Reino Unido	"Big Bang" na City
Formação dos mercados de eurodólares	Liberalização dos movimentos de capitais	Abertura e desregulamentação dos mercados de ações
Desagregação e liquidação do sistema de Bretton Woods (1966-1971)	Securitização da dívida pública	Explosão das transações sobre os mercados de câmbio
Fim do enquadramento do crédito no Reino Unido (1971)	Rápida expansão dos mercados de bônus	Abertura e desregulamentação dos mercados de matérias-primas
Passagem ao câmbio flexível (1973) e início do crescimento dos mercados de câmbio	Políticas monetárias de atração de investidores estrangeiros	Crescimento rápido dos mercados derivados de matérias-primas
Falência do Banco Herstatt, início dos trabalhos referentes à normatização do BIS	Arbitragem internacional sobre os mercados de bônus	Explosão dos derivativos
Expansão acelerada do mercado de eurodólares, reciclagem dos petrodólares, empréstimos bancários consorciados	Início da desintermediação da demanda privada de liquidez dos grupos industriais e das instituições financeiras.	Aceleração do crescimento dos mercados de bônus
Internacionalização acelerada dos bancos americanos	Crescimento muito rápido dos ativos dos fundos de pensão e dos <i>mutual funds</i>	A partir de 1990, início da abertura e desregulamentação dos mercados de bônus e ações dos NICs e de países do Terceiro Mundo
Início do endividamento do Terceiro Mundo	Crescimento rápido dos derivativos	Expansão para além da zona da OCDE do regime das finanças diretas e da securitização da dívida pública
Surgimento de mercados de derivativos (futuros e de opções) sobre as moedas e as taxas de juros	Expansão internacional das operações dos fundos de pensão e dos <i>mutual funds</i>	Discussões sobre a extensão do papel do FMI (1995), em seguida da crise mexicana
	<i>Junk bonds</i> e recursos alavancando os mercados de títulos das propriedades de empresas em Nova York e em Londres	

Fonte: Chesnais (1998)

3.1 Euromercado: embrião do espaço financeiro mundial

O euromercado, mercado bancário multinacional especializado em contrair e conceder empréstimos em moedas fora do país de emissão das mesmas, foi o embrião do espaço financeiro mundial. Sua expansão representou o primeiro movimento, no plano internacional, no sentido de burlar os controles aos fluxos de capitais previstos pelo acordo de Bretton Woods e de reduzir a regulação sobre o sistema financeiro. Essa expansão está relacionada às medidas tomadas pelos Estados Unidos para tentar conter a expansão do saldo em dólares no exterior, pois a posição do dólar como moeda reserva dependia da manutenção da confiança em sua conversibilidade em ouro.

Até o final da década de 1950, as saídas de capitais dos Estados Unidos forneciam à economia mundial a liquidez necessária para que ela pudesse se desenvolver. Em outras palavras, Europa e Japão necessitavam dos capitais norte-americanos para financiar sua reconstrução, o déficit de Balanço de Pagamentos norte-americano não representava um problema e os dólares em excesso constituíam reservas internacionais, que eram aplicadas nos Estados Unidos. Mas, quando os Estados Unidos deixaram de ser a única potência industrial e as potências concorrentes não mais necessitavam dos capitais norte-americanos, a contradição entre a administração nacional do dólar (déficits de Balanço de Pagamentos para garantir a consecução dos objetivos listados acima) e seu estatuto de moeda internacional (baseado na confiança em sua conversibilidade em ouro) tornou-se evidente. A partir desse momento, o dólar passou a estar suscetível a ataques especulativos que poderiam minar seu papel como moeda internacional e a ordem monetária internacional instituída em Bretton Woods.

A perda do domínio norte-americano refletiu-se na deterioração da situação de seu Balanço de Pagamentos. Em 1960, os compromissos desse país no exterior ultrapassaram, pela primeira vez, suas reservas em ouro e, em 1971, o

balanço comercial dos Estados Unidos apresentou seu primeiro déficit no século XX.

Vejamos, agora, quais foram as medidas tomadas pelos Estados Unidos para tentar controlar seu déficit de Balanço de Pagamentos, responsável pela expansão do saldo em dólares no exterior. Para se entender as medidas tomadas pelos Estados Unidos deve-se ter presente que esse país não estava disposto a abrir mão de seus objetivos políticos, militares e de crescimento econômico para se adequar às regras da ordem monetária internacional. Isso ficou claro quando, apesar dos efeitos negativos que teriam sobre o Balanço de Pagamentos, os Estados Unidos se envolveram em vultosos gastos com a Guerra do Vietnã e promoveram um corte de impostos com o objetivo de elevar o nível interno de atividade. Como a alternativa da desvalorização cambial para melhorar a balança comercial também estava vedada, pois abalaria a hierarquia dos mercados, e após diversas tentativas de conter o déficit por meio da cooperação da Europa e do Japão, os Estados Unidos acabaram por adotar diversas medidas para controlar a saída de capitais do país.

Em 1963, o governo norte-americano adotou o Imposto de Equalização de Juros, o qual incidia sobre títulos estrangeiros ou obrigações de dívidas adquiridas por indivíduos e empresas norte-americanas e visava desestimular a tomada de empréstimos por estrangeiros. A essa medida seguiram-se outras: os controles compulsórios sobre a exportação de capital das multinacionais norte-americanas e o Programa de Restrição Voluntária de Créditos Externos, que reduzia a concessão de empréstimos a estrangeiros, mas isentava as agências estrangeiras de cumprirem tais limites. Para se compreender o impacto dessas medidas é preciso lembrar que Nova York havia se tornado o principal mercado mundial de capitais.

Na adoção desses controles e nas condições oferecidas pelas autoridades financeiras britânicas para a operação bancária é que se devem buscar as causas da expansão do Euromercado na segunda metade da década de 1960. Na praça

de Londres não havia regulamentação quanto ao patamar das taxas de juros ou exigências quanto ao nível mínimo de reservas.

Os bancos, dada a possibilidade de fugir das restrições por meio das agências estrangeiras, e tendo interesse em manter as multinacionais como clientes, passaram a operar crescentemente no exterior. As multinacionais norte-americanas passaram a utilizar-se do Euromercado para financiar seus novos investimentos.

O atrativo do Euromercado era que ele não estava sujeito à regulação de país algum e por essa razão os bancos que nele operavam podiam oferecer remunerações elevadas a seus depositantes e taxas atraentes a seus clientes, sem prejuízo da margem de lucro. Isso estimulou as multinacionais norte-americanas a, além de tomarem empréstimos no Euromercado, depositarem seus rendimentos no exterior em vez de repatriá-los. Além dos depósitos das empresas multinacionais, as condições oferecidas no Euromercado levaram os países a ali depositarem suas reservas internacionais. E, além de atender às multinacionais, os bancos que operavam no mercado de euromoedas concediam empréstimos aos países com problemas de Balanço de Pagamentos. Portanto, nesse momento o Euromercado atuava de forma a absorver e a reciclar a oferta abundante de dólares no exterior, com predomínio da atuação de bancos norte-americanos.

Do que vimos, conclui-se que, o fato dos Estados Unidos rejeitarem a opção de se adaptar às novas condições de concorrência internacional e insistirem na perseguição de seus objetivos nacionais encontra-se na raiz do surgimento de um mercado interbancário operando em escala internacional, o qual “transformou o caráter da atividade bancária. Ao unir mercados financeiros nacionais, ele criou um único mercado mundial de dinheiro, transnacional e virtualmente livre de qualquer ação dos governos” (MOFFITT, 1984: 65).

No final dos anos 1960 e início dos 1970, ocorreram dois fenômenos que ajudam a explicar o acelerado desenvolvimento do Euromercado na década de 1970: 1) grande aumento do número de bancos operando no Euromercado e; 2) diversificação em direção a outras moedas além do dólar.

Essa diversificação em direção a outras moedas facilitou imensamente a passagem de uma moeda a outra e transformou o Euromercado num canal privilegiado para a especulação, que como veremos, desempenhou papel crucial na desestabilização do regime de taxas de câmbio fixas instituído em Bretton Woods.

O rápido crescimento do número de bancos atuando no Euromercado intensificou a concorrência, rebaixando as margens de lucro dos empréstimos para clientes tradicionais. Isso levou à busca por novos tomadores de recursos. Os países do Terceiro Mundo e do Bloco Socialistas apresentavam perspectivas de maior rentabilidade.

Além da intensificação da concorrência e da expectativa de maior rentabilidade, o desenvolvimento de instrumentos que reduziam ou repartiam os riscos assumidos pelos bancos os estimulavam a diversificar sua carteira de empréstimos em direção aos países do Terceiro Mundo e do Bloco Socialista. Em primeiro lugar, houve a criação do crédito *roll-over*, baseado em taxas de juros flutuantes. Então, um empréstimo de longo prazo tinha sua taxa de juros alterada a cada três ou seis meses, eliminando o risco de um descasamento entre as taxas de remuneração dos passivos de curto prazo e as taxas cobradas nos empréstimos de longo prazo. Em segundo lugar, desenvolveram-se os empréstimos consorciados, que são empréstimos a um único tomador compartilhados por um grande número de bancos, o que possibilita a divisão dos riscos. Por fim, vale mencionar que o próprio aprofundamento do mercado interbancário internacional fornecia maior segurança aos bancos no processo de expansão de suas posições ativas na medida em que garantia um acesso mais fácil aos fundos necessários à manutenção de suas carteiras de empréstimos.

Os países em desenvolvimento, por sua vez, tinham uma demanda não atendida por financiamento, já que as agências oficiais de concessão de créditos, além de imporem várias condicionalidades, tiveram uma atuação tímida na década de 1970. O Euromercado praticamente substituiu essas instituições na provisão de financiamento internacional.

Todos esses fatores levaram os bancos internacionais a diversificarem suas operações em direção ao Terceiro Mundo e ao Bloco Socialista. Tal processo se acelerou depois do primeiro choque do petróleo em 1973, pois grande parte dos cerca de 360 bilhões de dólares de superávit no Balanço de Transações Correntes acumulados durante oito anos (1974-1981) pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) foi depositado no Euromercado.

Essa maior disponibilidade de recursos tornou os bancos ainda mais agressivos em suas políticas de concessão de empréstimos. Esse novo processo de expansão do Euromercado, conhecido como reciclagem dos petrodólares, ao transferir recursos dos países exportadores de petróleo para os importadores permitiu amortecer o efeito recessivo sobre a economia mundial provocado pela alta dos preços internacionais do petróleo.

Portanto, a concorrência entre os bancos e a ausência de regulamentações, gerou uma tendência à super-expansão e ao rebaixamento da qualidade do crédito. Esse processo de crescimento desenfreado do crédito com vistas apenas ao lucro e sem maiores preocupações com o ritmo do endividamento e com a capacidade de pagamento dos novos tomadores de recursos viria a colidir com o segundo choque do petróleo e com o choque dos juros em 1979, comprometendo tanto a situação dos países devedores quanto a saúde do sistema financeiro internacional.

3.2 Mudanças no sistema financeiro dos Estados Unidos

Além do processo de internacionalização dos bancos descrito acima, Braga (1997) ressalta outras mudanças, também iniciadas na década de 1960, no padrão de financiamento interno dos Estados Unidos que colaboraram para conformar o atual padrão de acumulação de riqueza⁴.

⁴ Braga denomina esse novo padrão de riqueza de financeirização e o define da seguinte maneira: "A valorização e a concorrência operam sob a dominância da lógica financeira (...) não se trata

A estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos foi constituída após a Crise de 1929. A regulamentação era composta por tetos para as taxas de juros de captação e de empréstimo (*Regulation Q*), por restrições à ampliação das redes bancárias interestaduais existentes na época e à constituição de novas redes (*McFadden Act* de 1927) e pela segmentação das instituições financeiras, ou seja, cada instituição desempenha funções específicas (*Glass-Steagall Banking Act* de 1933). Essa estrutura institucional visava a restringir a concorrência entre as instituições financeiras.

A estabilidade do sistema de financiamento norte-americano, baseado num mercado de capitais plenamente desenvolvido, dependia de inflação baixa e estável para garantir que a imposição de tetos para as taxas de juros de captação e empréstimo não se tornasse incompatível com a expansão do crédito e para inibir movimentos especulativos no mercado acionário.

Mas os desequilíbrios macroeconômicos, que começaram a aparecer no início da década de 1960, engendraram as primeiras inovações financeiras, para fugir das regulamentações impostas ao funcionamento do sistema bancário.

Os bancos começaram a perder depósitos, pois as empresas e os cidadãos mais ricos passaram a preferir aplicar em instrumentos que pagavam juros, como as Letras do Tesouro, a manterem elevados saldos em conta-corrente, as quais, de acordo com a *Regulation Q*, estavam proibidas de pagar juros. Em 1961, o Citibank reagiu a essa perda de fundos com a criação dos Certificados de Depósito Negociáveis, que burlavam a *Regulation Q*, pagando juros sem o prejuízo da perda de liquidez. Esses papéis eram negociáveis devido à existência de mercados secundários.

mais de que os capitais se utilizem da intermediação financeira para um processo de produção que é o meio de valorização (...) buscam valorizar-se simultaneamente através do processo de renda (vinculado diretamente à produção) e do processo de capitalização (...) formam (...) a partir de suas 'microestratégias' de valorização do capital próprio uma macroestrutura financeira" (BRAGA, 1985: 374-375 apud BRAGA 1997). Ou ainda, "todas as corporações – mesmo as tipicamente industriais (...) -, têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza" (BRAGA, 1993: 26).

O surgimento dos fundos mútuos, por sua vez, permitiu que poupadores de pequeno porte tivessem acesso ao mercado monetário que se caracterizava por operações de curto prazo com títulos públicos e privados de baixo risco e elevada liquidez. Vale ressaltar que esse é o primeiro movimento da securitização, que, como veremos adiante, passará a dominar como forma de concessão de crédito, gerando-se um domínio ~~x~~ dos títulos financeiros sobre as posições credores/devedoras e ativas/passivas e provocando, dessa forma, o que Braga (1997) denomina, "interpenetração dos mercados de crédito e de capitais".

A criação dos fundos mútuos, elevou a concorrência pelos fundos disponíveis, estimulando os bancos a lançarem mão de novos instrumentos com prazo e exigência de imobilização de recursos menores. Esse processo de concorrência pelos recursos disponíveis levou à substituição crescente da moeda pelos ativos conhecidos como quase-moedas (*near money deposits*).

Portanto, a criação das quase-moedas alterou a forma de captação dos bancos comerciais e de investimento e, no início dos anos 1970, deu origem aos primeiros fundos mútuos.

Por alteração na forma de captação dos bancos entende-se o crescimento da participação dos depósitos remunerados em detrimento dos depósitos à vista. Tal mudança levou os bancos a expandirem seus empréstimos acima da base de reservas, que se estreitou juntamente com a perda de importância dos depósitos à vista, pois, a alguma taxa de juros sempre era possível captar recursos para cobrir as operações ativas. Dessa forma, a gestão dos bancos passou a se concentrar na administração de seus passivos.

Além do aumento da concorrência para os bancos que significou a criação dos fundos mútuos e a expansão do papel de outros investidores institucionais, especialmente fundos de pensão, eles também representaram novas oportunidades de negócios para os bancos. Estes últimos, ao permitirem a alavancagem dos investidores institucionais, passaram a auxiliá-los no carregamento de suas posições.

Em suma, as conseqüências do surgimento desses novos instrumentos financeiros foram a mudança na forma de operação dos bancos, que passaram a privilegiar a administração de seus passivos, o início do processo de securitização e a intensificação da concorrência entre instituições financeiras. Além disso, Braga ressalta que o tipo de reestruturação financeira ocorrida nos Estados Unidos a partir da década de 1960 tem tendência de conformar um novo tipo de agente, o conglomerado de serviços financeiros.

Os fenômenos ocorridos nos planos financeiro e monetário explicitados acima são acompanhados por mudanças na forma de atuação das corporações industriais norte-americanas e do *Federal Reserve*. Na década de 1960, as corporações industriais norte-americanas alteraram seu comportamento de duas formas. Elas aumentaram a utilização de fontes externas para financiar o investimento em capital fixo à expectativa de que os lucros operacionais futuros seriam suficientes para cobrir esses novos compromissos. Ocorreu crescimento do componente não-operacional do lucro, indicando que as aplicações financeiras passavam a desempenhar papel relevante na composição da rentabilidade das corporações não-financeiras.

Essa forma de financiamento, baseada em maior endividamento, é mais arriscada, pois as finanças estão sujeitas a oscilações devido a mudanças nas expectativas dos banqueiros e dos detentores de obrigações que podem trazer complicações extras ao processo produtivo ao ameaçarem os lucros e a solidez financeira das corporações.

No que diz respeito ao papel desempenhado pelo Estado, destaca-se sua atuação como *Big Government* e *Lender of Last Resort*. Nos momentos de turbulências financeiras, que, conforme vimos acima, podem ameaçar o lucro das corporações e sua solidez financeira, o governo dos Estados Unidos utilizou a política fiscal para sustentar os lucros das corporações. Devido a essa forma de utilização do déficit público, Braga (1997) ressalta sua subordinação crescente aos movimentos da esfera financeira e sua conseqüente perda de efetividade como forma de estímulo à recuperação da demanda agregada.

O *Federal Reserve* passou a enfrentar crescentes dificuldades para influenciar o comportamento dos bancos devido às inovações financeiras e não regula a atuação das demais instituições financeiras que adquiriram crescente importância. Perdeu, portanto, considerável capacidade de influência sobre o comportamento do sistema financeiro em relação aos “Anos Dourados”, mas não deixou de atuar como *Lender of Last Resort* para evitar a insolvência das instituições financeiras no momento de corrida contra os novos ativos financeiros, evitando uma crise de grandes proporções. Conclui-se que as transformações analisadas acima aumentaram a sujeição das ações do Banco Central americano aos movimentos ocorridos no mercado financeiro desregulamentado.

Portanto, enquanto o Euromercado representou o embrião do espaço financeiro mundial, as alterações ocorridas no sistema de financiamento dos Estados Unidos significaram a origem das transformações da moeda, do crédito e da forma de atuação dos principais agentes do atual padrão de acumulação – bancos, instituições financeiras não-bancárias, empresas não-financeiras e Bancos Centrais dos países de moeda conversível.

3.3 Ascensão do sistema de taxas de câmbio flexíveis

Embora, conforme já destacamos, o sistema de Bretton Woods fosse dinamicamente instável pela contradição existente entre a administração nacional da moeda norte-americana e seu estatuto de moeda internacional, Moffitt enfatiza que “a causa imediata da morte do sistema de Bretton Woods foi a maciça especulação contra o dólar” (MOFFITT, 1984: 75). Com isso, pretende-se ressaltar que para compreendermos a adoção de um sistema de taxas de câmbio flexíveis, a partir de 1973, não é suficiente apontarmos a perda de confiança na conversibilidade do dólar em ouro, é preciso, ademais, compreender como as transformações na forma de funcionamento do sistema financeiro internacional possibilitaram o ressurgimento da especulação.

Após a crise da libra esterlina em 1967, que abalou a confiança em todo o sistema de reservas monetárias, intensificou-se a pressão contra o dólar por meio da compra de ouro nos mercados privados. Os países membros da “*Gold Pool*”⁵ viram suas reservas em ouro caírem consideravelmente no final de 1967 na tentativa de manter o preço do ouro a 35 dólares a onça no mercado livre. Em 1968, como vimos, os Estados Unidos aumentaram a rigidez dos controles à saída de capital na tentativa de conter esse movimento especulativo. Mas, mais uma vez, os objetivos militares – nesse momento relacionados à Guerra do Vietnã – desse país colocavam em risco a situação do Balanço de Pagamentos, tornando inócuas as medidas tomadas para conter a especulação, que se acelerou.

Diante do agravamento da situação, os Estados Unidos forçaram os países europeus a diminuir suas barreiras comerciais e a promoverem a aceleração de seus níveis de atividades e decidiram unilateralmente, em março de 1968, que não iriam mais tentar manter o preço do ouro a 35 dólares a onça no mercado livre, tal cotação seria, a partir de então, válida apenas para as transações oficiais. Com essa mudança, a compra de moedas estrangeiras passava a ser a única forma de especulação contra o dólar. Portanto, os Estados Unidos se desobrigaram de arcar com os custos da defesa do dólar, os quais passaram a recair inteiramente sobre os bancos centrais dos demais países, obrigados a absorver cada vez mais dólares ou a ajustar suas taxas de juros e de câmbio. Em outras palavras, os Estados Unidos utilizaram seu poder para forçar os outros países a arcarem com os custos do ajuste de seu Balanço de Pagamentos. Tal estratégia passiva de Balanço de Pagamentos, conhecida como política de negligência benigna, permitia, às custas do enfraquecimento do dólar, que os Estados Unidos mantivessem sua economia crescendo.

Em 1971, o excesso de dólares no exterior provocou sua primeira crise. Moffitt (1984) destaca que a raiz desse excesso, naquele momento, não é encontrada nos aumentos dos gastos militares no Vietnã ou na deterioração do

⁵ A *Gold Pool* foi formada através de um acordo entre os principais países industrializados do mundo e tinha por objetivo estabelecer a cooperação entre esses países na defesa da paridade oficial do ouro em 35 dólares a onça.

saldo comercial, mas na grande fuga de capitais privados dos Estados Unidos que ocorreu nesse ano. Tal evasão se deu tanto via bancos, cujas matrizes emprestaram a suas agências no exterior, quanto via grandes empresas. As grandes empresas, norte-americanas e de outros países, colaboraram para o enfraquecimento do dólar através de uma estratégia denominada *Leads & Lags*, que proporcionava lucros através das flutuações cambiais. Essa estratégia consistia em se desfazer do saldo de moedas com expectativa de desvalorização e de ampliar a aquisição de moedas com expectativa de valorização.

As operações de troca de dólares por outras moedas foram extremamente facilitadas pela existência do euromercado. Este mercado, cujo funcionamento escapava às regulamentações dos bancos centrais, possibilitou o ressurgimento de fluxos de capitais especulativos. Empresas e bancos, diante da expectativa de desvalorização do dólar, trocavam essa moeda por marcos, francos suíços e outras moedas consideradas mais fortes que o dólar. Esse movimento especulativo enfraquecia o dólar e aumentava a pressão de demanda sobre as outras moedas.

Mesmo com as crescentes pressões sobre o dólar, os Estados Unidos continuaram a se abster de arcar com o ônus do ajuste de seu Balanço de Pagamentos, restando aos demais bancos centrais intervirem em seus mercados de câmbio, ampliando, assim, significativamente, seus saldos em dólares. Esse tipo de atuação era muito custosa, pois implicava a perda de capacidade de realizar política monetária ativa. Além disso, diante da possibilidade de desvalorização do dólar, não era aconselhável que os bancos centrais seguissem expandindo seus estoques dessa moeda.

Como tal intervenção se tornou muito dispendiosa, os alemães fecharam seus mercados de moedas estrangeiras e deixaram o marco flutuar em maio de 1971. Outras moedas, com exceção do iene, também se valorizaram em seguida. Além disso, a primeira crise do dólar levou os Estados Unidos a encerrarem o período de conversibilidade do dólar em ouro, estabelecendo o padrão dólar.

Diante desses acontecimentos, os Estados Unidos forçaram um acordo ao fim de 1971, conhecido como Acordo Smithsonian, que promoveu a primeira desvalorização do dólar, elevou o preço do ouro de 35 para 38 dólares a onça e valorizou as moedas européias e japonesa. Ademais, restabeleceu-se o sistema de taxas de câmbio fixas, ampliando as bandas de flutuação de 1% para 2,25%.

A estabilidade almejada pelo acordo não durou mais de um ano, pois o déficit de Balanço de Pagamentos norte-americano de 10 bilhões de dólares, em 1972, explicitava a insuficiência dos ajustes que haviam sido realizados para solucionar o problema. No início de fevereiro de 1973, recomeçou a fuga de capitais dos Estados Unidos, obrigando os bancos centrais europeus a adquirirem elevado montante de dólares para sustentar as paridades estabelecidas no Acordo Smithsonian. Rapidamente promoveu-se uma segunda desvalorização do dólar, mas esta não foi capaz de conter o movimento especulativo. Por fim, diante da pressão especulativa, os governos desistiram de tentar controlar os fluxos financeiros e as moedas passaram a flutuar. O sistema monetário de Bretton Woods havia colapsado.

A partir do exposto acima, podemos concluir que o desenvolvimento de um mercado interbancário internacional e a "crescente sofisticação dos negociadores privados de moeda" (MOFFITT, 1984:83) reduziram substancialmente a capacidade dos Estados de impor regulamentações sobre os fluxos de capitais privados que visassem a desestimular a especulação. E a pressão exercida pela volta da especulação levou os bancos centrais a perderem o controle sobre a política monetária e a adotarem o regime de câmbio flutuante, com o objetivo de recuperarem a autonomia da política econômica, objetivo, que como veremos, fracassou.

Após a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, configurou-se uma situação de instabilidade monetária internacional, ou seja, as taxas de câmbio passaram a apresentar elevada volatilidade. E, como Brunhoff ressalta, "tais variações não correspondem a mudanças de igual amplitude, no nível do que comumente se considera 'fundamentos' econômicos" (BRUNHOFF, 1998: 36).

Antes de 1970, o volume de transações com divisas, comparado ao montante atual, era algo desprezível. No início da década de 1970, o enfraquecimento do dólar e as possibilidades de operações de compra e venda de moedas criadas pelo desenvolvimento do Euromercado fizeram crescer o volume transacionado no mercado internacional de câmbio. No entanto, o que fez esse volume explodir, foram a emergência das taxas de câmbio flutuantes e a extrema volatilidade das taxas que a acompanhou. Vários autores, como Chesnais (1998) e Brunhoff (1998), ressaltam que os volumes, atualmente, transacionados são muito superiores às necessidades do comércio internacional e do Investimento Direto Externo.

Senão as mudanças nos fundamentos, o que explica a alta volatilidade? Ela é fruto da livre mobilidade internacional dos fluxos de capitais. Desde os anos 1970, a especulação com moedas apresentou-se como um negócio bastante lucrativo. Para bancos, corporações e outros investidores as transações com moedas, além de os protegerem contra os possíveis prejuízos advindos das flutuações cambiais, são encaradas como fonte de lucros. A taxa de câmbio das moedas, principalmente as não-conversíveis, passou a depender da avaliação dos "mercados", ou melhor, do capital financeiro altamente concentrado, representado pelos grandes bancos, pelas grandes corporações e pelos investidores institucionais, quanto ao comportamento futuro das taxas de câmbio e do preço dos ativos financeiros denominados nas diferentes moedas.

Após 1979, como veremos melhor adiante, a mobilidade de capitais, aliada à revitalização do poder dos credores, elevou a interdependência entre o comportamento da taxa de câmbio e o da taxa de juros. A última passou a ser utilizada para tentar influenciar o destino dos fluxos de capitais internacionais, reduzindo a relação que existiu no pós-guerra entre a determinação do nível da taxa de juros e a perseguição de objetivos nacionais. A política monetária, portanto, passou a estar sujeita ao veto dos mercados financeiros.

Portanto, a elevada volatilidade das taxas de câmbio e seu movimento desgarrado dos fundamentos não confirmaram a tese, amplamente aceita nos

principais centros financeiros e difundida pelos organismos multilaterais de crédito, de que a flutuação das taxas de câmbio promoveria o equilíbrio automático dos Balanços de Pagamentos, retomando a autonomia da política monetária. Essa tese não leva em consideração papel que as expectativas quanto à flutuação cambial desempenham sobre os movimentos de capital de curto prazo.

O mercado de câmbio foi, então, “o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea” (CHESNAIS, 1998a: 25).

3.4 O declínio do dólar e a diplomacia do dólar forte

Como vimos até aqui, o desenvolvimento do Euromercado representou a primeira tentativa, no plano internacional, de burlar os regulamentos impostos pela ordem econômica internacional de Bretton Woods, no que diz respeito, tanto às regulamentações impostas ao sistema bancário quanto aos controles existentes sobre os fluxos de capitais. A adoção de taxas de câmbio flexíveis, nesse contexto de maior integração financeira internacional, estimulou a volta de atividade especulativa. No entanto, a mudança qualitativa que alça a globalização financeira à posição de “carro chefe das transformações capitalistas” (FIORI, 1997: 91) ocorreu nos anos 1980. Esta mudança está relacionada a uma série de medidas tomadas pelos governos dos Estados Unidos e da Inglaterra. Entre estas constam a mudança de política econômica do *Federal Reserve* em 1979, a extinção dos controles sobre o movimento de capitais e o fim das regulamentações a respeito das taxas de juros.

Nessa seção iremos discutir o declínio do dólar após a adoção do sistema de taxas de câmbio flexíveis, assim como a alteração de orientação da política econômica realizada por Paul Volcker, em 1979, com o intuito de retomar a hegemonia da moeda norte-americana. Em seguida, trataremos das conseqüências dessa nova orientação de política econômica dos Estados Unidos e de sua relação com os processos de securitização, desregulamentação e liberalização.

A tentativa de estabilizar o câmbio através do Acordo Smithsoniano e, posteriormente, a adoção do sistema de taxas de câmbio flexíveis, não atacaram a principal causa do enfraquecimento do dólar, qual seja, o excesso de dólares no exterior. Mesmo assim, devido a circunstâncias excepcionais, o dólar vinha se mantendo relativamente forte (valorizado) após 1974. A recessão de 1974-1975, retraiu as importações e, em 1975, os Estados Unidos obtiveram inclusive um superávit comercial. Além disso, a queda nos volumes transacionados no mercado internacional de câmbio em função do trauma causado por falências bancárias em 1974 e as altas taxas de juros norte-americanas também colaboraram para fortalecer o dólar.

Esta situação durou até junho de 1977. Em primeiro lugar, a eleição de Carter elevou o crescimento econômico ao posto de principal objetivo governamental. Apenas isso, já seria suficiente para enfraquecer o dólar, pois crescimento econômico significa maiores importações e maior inflação e, conseqüentemente, dólar mais fraco. Entretanto, a sinalização do governo, primeiro através do Secretário do Tesouro W. Michael Blumenthal e depois através do vazamento de informações do Departamento do Tesouro, de que uma desvalorização do dólar era desejável, pois melhoraria a competitividade dos produtos norte-americanos, foi a verdadeira responsável pela fuga do dólar que iria inclusive ameaçar a posição de reserva de valor do dólar.

Nos 16 meses que se seguiram a junho de 1977, os bancos desfizeram-se de seus ativos denominados em dólar e da própria moeda norte-americana. O dólar estava se desvalorizando rapidamente e o governo dos Estados Unidos não tomou nenhuma atitude para conter este movimento. Os Estados Unidos continuavam utilizando-se do crédito ilimitado que o papel internacional de sua moeda lhes concedia. O movimento de enfraquecimento do dólar se auto-alimentava, já que nenhum agente, a não ser o *Federal Reserve*, poderia arcar com os custos de agir contra a tendência dominante.

A omissão do governo norte-americano e a crescente especulação no mercado internacional de câmbio estavam transformando aquilo que deveria ser

um ajustamento na taxa de câmbio em destruição da posição de reserva de valor do dólar.

Cresciam as críticas européias e japonesas à política do governo Carter, que era considerada desastrosa para a economia mundial. Ademais, os países membros da OPEP ameaçavam elevar o preço do petróleo para compensarem seus prejuízos.

No início de 1978, o governo americano abandonou a posição de não-intervenção, autorizando o *Federal Reserve* a abrir linhas de *swap* de moedas estrangeiras e a intervir no mercado de câmbio a fim de estabilizar a cotação do dólar. Além disso, o Tesouro iria vender parte de seu estoque de ouro. A estabilidade advinda dessas medidas durou pouco e, mais uma vez, foram as intervenções dos bancos centrais da Europa e do Japão as responsáveis por neutralizar o excesso de oferta de dólares.

Mas, os recursos que os bancos privados dispunham para negociar nos mercados de câmbio superavam em muito os dos bancos centrais e a corrida contra o dólar continuou. A sensação em outubro de 1978 era de pânico ante os possíveis efeitos de um colapso do dólar, o qual desde junho de 1977 havia se desvalorizado 67% em relação ao franco suíço, 55% em relação ao iene e cerca de 35% em relação ao marco alemão.

Em primeiro novembro de 1978, Carter se rendeu aos interesses dos banqueiros, responsáveis pela especulação que vinha enfraquecendo o dólar, declarando que o principal objetivo de seu governo passava a ser o combate à inflação e anunciou um pacote de defesa do dólar. O pacote consistia na formação de um fundo de moedas estrangeiras no valor de 30 bilhões de dólares que seria utilizado pelo *Federal Reserve* para comprar dólares e combater a especulação e no aumento moderado das taxas de juros. Pela primeira vez no pós-guerra, o mercado financeiro internacional exerceu seu poder de veto sobre a política econômica dos Estados Unidos. O sucesso desse plano também teve curta duração, pois, como as medidas anteriores, não tocava na principal causa do enfraquecimento do dólar, o excesso de oferta no exterior.

No início de 1979, a fraqueza estrutural foi reforçada pela aceleração da inflação norte-americana, que tornou o retorno real dos ativos denominados em dólares muito inferiores aos disponíveis em outras moedas, em especial o marco alemão. Os investidores fugiram, dadas as possibilidades criadas pelo euromercado, para outras moedas fortes e para o ouro e a prata. O pânico mais uma vez tomava conta dos mercados financeiros e o papel do dólar estava sendo seriamente questionado.

No final de setembro de 1979, na reunião do FMI, a crise foi explicitada e discutia-se a instituição de um novo padrão monetário baseado na remonetização do ouro. Se esse padrão realmente tivesse sido implementado significaria o colapso do dólar e o fim do crédito ilimitado ao qual os Estados Unidos tinham tido acesso por mais de 30 anos. Paul Volcker, percebendo a gravidade do que estava em discussão, retirou-se da reunião sem dar explicações.

Em 6 de outubro de 1979, Paul Volcker anunciou a reviravolta da política econômica norte-americana. A medida mais importante era o nível mais alto das taxas de juros. O *Federal Reserve* também alterou a forma de condução da política monetária, deixou de tentar controlar as taxas de juros e passou a se focar no controle dos agregados monetários. Isso significava que o *Federal Reserve* iria aumentar a exigência de reservas compulsórias com o objetivo de conter a expansão dos empréstimos que vinha alimentando a especulação, o que colaboraria, ademais, para conter a inflação. Por fim, o *Federal Reserve* impôs reservas sobre a captação de empréstimos em eurodólar por parte dos bancos.

Apesar das medidas adotadas, a expansão creditícia não cessou, a especulação com ouro e prata continuava e a inflação acelerou. Pela terceira vez, o pânico dominava os mercados financeiros. Então, em março de 1980, o *Federal Reserve* impôs controles creditícios compulsórios. A economia norte-americana entrou em profunda recessão, a inflação começava a ceder e os especuladores, então convencidos da mudança de direção da política econômica, abandonaram o ouro e voltaram a adquirir ativos denominados em dólar para aproveitar as elevadas taxas de juros. Portanto, os Estados Unidos abriram mão, mesmo que

temporariamente, do crescimento econômico em favor da valorização do dólar e de sua manutenção como moeda de reserva.

Os efeitos da política monetária restritiva do *Federal Reserve* não se restringiram aos Estados Unidos. Em primeiro lugar, o desenvolvimento anterior do mercado internacional de câmbio propiciado pela existência do Euromercado, obrigou os demais países, sob o risco de sofrerem uma fuga contra suas moedas, a adotarem políticas monetárias convergentes com a norte-americana. Tal movimento desencadeou uma recessão econômica mundial que durou três anos.

Além da valorização do dólar e de três anos de recessão mundial, foram muitas as conseqüências da mudança de orientação da política econômica norte-americana. Trataremos daquelas que estão diretamente relacionadas aos fenômenos da globalização e desintermediação financeira, nos quais estamos particularmente interessados. São eles: 1) o crescimento dos déficits e da dívida públicos dos países centrais, que impulsionaram o processo de securitização e de abertura dos mercados financeiros nacionais aos investidores estrangeiros; 2) a crise da dívida dos países do terceiro mundo, que fragilizou os ativos dos bancos, levando-os a ampliar a participação dos títulos da dívida pública norte-americana em suas carteiras e a securitizar parte desses empréstimos impagáveis, funcionando, portanto, como outra fonte de impulso ao desenvolvimento dos mercados de títulos e; 3) desenvolvimento dos derivativos financeiros devido à maior volatilidade das taxas de juros e de câmbio.

3.4.1. Crescimento dos déficits públicos

A partir do início dos anos 80, os déficits públicos dos países centrais elevaram-se e, conseqüentemente, as dívidas públicas como porcentagem do PIB também cresceram. A piora na situação das finanças públicas foi conseqüência direta da mudança de orientação da política econômica imposta pelos Estados Unidos a partir de 1979. A elevação das taxas de juros afetou o déficit público de duas formas. Em primeiro lugar, desacelerou o crescimento econômico, reduzindo

a arrecadação de impostos e ampliando as despesas públicas relacionadas aos estabilizadores automáticos, como o seguro desemprego. Esse efeito sobre as finanças públicas foi especialmente importante na primeira metade da década de 1980. Em segundo lugar, os níveis mais altos das taxas de juros elevaram o custo do serviço da dívida pública. Esse segundo efeito foi o principal responsável pelo aumento do déficit público. Com efeito, cresceu a participação dos gastos com pagamentos de juros na despesa total. As taxas de juros muito superiores à taxa de crescimento econômico fizeram crescer, além do déficit público, a relação entre dívida pública e PIB.

“Esses encargos de juros crescentes são a consequência direta do nível demasiadamente elevado das taxas de juros. Ora, esse nível excessivo das taxas de juros se deve à combinação de políticas monetárias restritivas e de políticas orçamentárias fortemente deficitárias. Assim, as políticas públicas dos países industrializados ficaram presas em uma armadilha formada pelos enormes déficits públicos, de um lado, e pelas taxas de juros elevadas, por outro. Sair dessa armadilha implica um questionamento do *policy-mix* atual” (PLIHON, 1998: 107-108).

O aumento do déficit público, descrito acima, está diretamente relacionado ao avanço da globalização financeira e das finanças diretas. O peso crescente da dívida pública levou os Estados a buscarem o financiamento dos investidores internacionais, entre os quais se destacam os investidores institucionais. Ou seja, a liberalização e desregulamentação financeiras têm entre suas causas as necessidades de financiamento do setor público.

Foram os Estados Unidos os primeiros a buscar financiamento externo para seu déficit público. Este cresceu rapidamente em função tanto das altas taxas de juros quanto do corte de impostos e da elevação dos gastos militares relacionados ao projeto “Guerra nas Estrelas”.

Os Estados Unidos tornaram-se os maiores devedores do mundo, atraindo para a aplicação em títulos da dívida pública norte-americana o capital que estava em mãos dos principais agentes econômicos. Os bancos, que como veremos mais

detalhadamente adiante, estavam em situação delicada, ampliaram a participação dos títulos da dívida pública norte-americana em suas carteiras, o que ajudou a recompor, sem grandes traumas, a situação destes. Os investidores institucionais, que concentram grandes somas de capital, também entraram como forte demandantes.

Essa expansão dos títulos da dívida pública imprimiu uma nova direção ao modo de financiamento, que, a partir de então, tornou-se crescentemente direto (sem intermediação bancária) e securitizado (através de títulos).

“A ampliação dos mercados de dívida pública constituíram a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis do governo dos Estados Unidos são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados” (BELLUZZO, 1995: 16).

3.4.2 Crise da Dívida e Securitização

Na década de 1970, o Euromercado cresceu rapidamente, expandindo seus empréstimos para as grandes empresas, que enfrentaram a queda da taxa de lucratividade com maior endividamento, e para os países do Terceiro Mundo e do bloco socialista.

Quando ocorreu a elevação drástica das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos, que chegaram a cerca de 20% em 1980 e 1981, a situação do passivo dos bancos iria se deteriorar rapidamente.

As grandes empresas, após a alta das taxas de juros, passaram a arcar com um serviço da dívida elevado, o que em alguns casos provocou inclusive a falência.

A situação dos países do Terceiro Mundo agravou-se consideravelmente após 1979. A alta dos preços do petróleo causou uma piora nos termos de troca

desses países, deteriorando seus balanços comerciais. Ademais, o choque dos juros, numa situação em que a maioria dos empréstimos havia sido contratados a taxas de juros flutuantes, elevou consideravelmente os encargos referentes ao serviço da dívida. Por fim, a recessão mundial desencadeada por esses dois choques de preços agravou ainda mais o déficit em transações correntes dos países devedores.

Diante desse novo cenário, a reação imediata dos países devedores foi ampliar o endividamento de curto prazo para saldar os compromissos crescentes. No entanto, o mercado internacional de crédito não ficaria aberto a esses países por muito mais tempo, porque cada vez mais os banqueiros se conscientizavam quanto ao risco crescente envolvido na concessão de novos empréstimos a esses países. Além disso, os credores já apresentavam elevada *exposure* em relação a esses devedores.

Em 1982, os bancos interromperam a oferta de crédito aos países periféricos, os quais foram forçados a recorrerem a acordos com o Fundo Monetário Internacional para conseguirem negociar o reescalonamento de suas dívidas. Não cabe aqui discutir o impacto do processo de ajustamento imposto à periferia. Vale, no entanto, mencionar que apenas nos anos 1990 os países periféricos serão reintegrados ao circuito do capital financeiro internacional, na forma de mercados emergentes.

Portanto, diante da quebra das empresas produtivas e da inadimplência dos devedores periféricos, a posição de risco dos bancos piorou sensivelmente. O que possibilitou um ajustamento, sem maiores traumas, das carteiras dos bancos foi a substituição dos empréstimos duvidosos (*non-performing loans*) pelos títulos da dívida pública norte-americana. "O sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. As flutuações da taxa de juros e de câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posto a serviço da política fiscal americana" (TAVARES, 1997a: 34).

Mesmo após a queda das taxas de juros reais pagas pelos títulos da dívida pública dos Estados Unidos a patamares inferiores ao dos demais títulos disponíveis no mercado financeiro globalizado não ocorreu uma fuga do dólar, pois os Estados Unidos conseguiram manter esse título como o mais seguro do sistema e porque possuem o mercado financeiro de maior dimensão do mundo. O dólar é, portanto, “o referencial financeiro básico da economia internacional” (TAVARES, 1997b: 63) e a taxa de juros norte-americana é o referencial do sistema financeiro internacional. A principal função do dólar é a provisão de segurança. Além disso, ele provê liquidez imediata em qualquer mercado e serve como unidade de conta da riqueza financeira.

3.4.3. Riscos de preço e desenvolvimento dos derivativos

Conforme Belluzzo aponta, o choque dos juros de 1979 representou, entre outras coisas, o “derradeiro golpe no estado de convenções que sustentara a estabilidade relativa da era keynesiana. Durante os anos 80 a economia mundial foi afetada por flutuações amplas nas taxas de câmbio das moedas que comandam as três zonas monetárias (dólar, iene e marco). Estas flutuações nas taxas de câmbio foram acompanhadas por uma extrema volatilidade das taxas de juros” (BELLUZZO, 1995: 15-16).

Essa maior volatilidade de dois preços chaves da economia elevou a incerteza de curto prazo envolvendo as decisões capitalistas. As variações dos juros e do câmbio podem trazer grandes prejuízos para produtores e investidores. Esta mudança no cenário econômico, estimulou o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros capazes de oferecer proteção contra o risco de preço, os derivativos financeiros.

Os derivativos são ativos com valorização e retorno determinados pelo comportamento do ativo subjacente, seja ele ações, taxa de juros ou câmbio. Eles tomam a forma de contratos futuros, opções e *swaps*, por exemplo.

Embora o intuito inicial da criação desses novos instrumentos tenha sido possibilitar a proteção contra risco de preço, eles também podem ser usados para realizar apostas especulativas, com possibilidade de ganho tanto na alta quanto na baixa desde que a antecipação quanto ao sentido da variação de preço tenha sido correta. Plihon (1995) afirma que 75% das operações envolvendo derivativos são especulativas.

A especulação é facilitada pelo fato de que para realizar a operação não é preciso dispor de todo o capital que será necessário caso a operação venha a ser finalizada com a entrega do produto/ativo subjacente. A aquisição de um contrato futuro envolve o pagamento de uma margem do valor da operação e a compra de uma opção requer apenas o pagamento de um prêmio pelo comprador.

A alavancagem através da obtenção de empréstimos junto ao sistema bancário, ao reduzir o comprometimento de capital próprio e elevar a rentabilidade da operação, estimula ainda mais a especulação com derivativos.

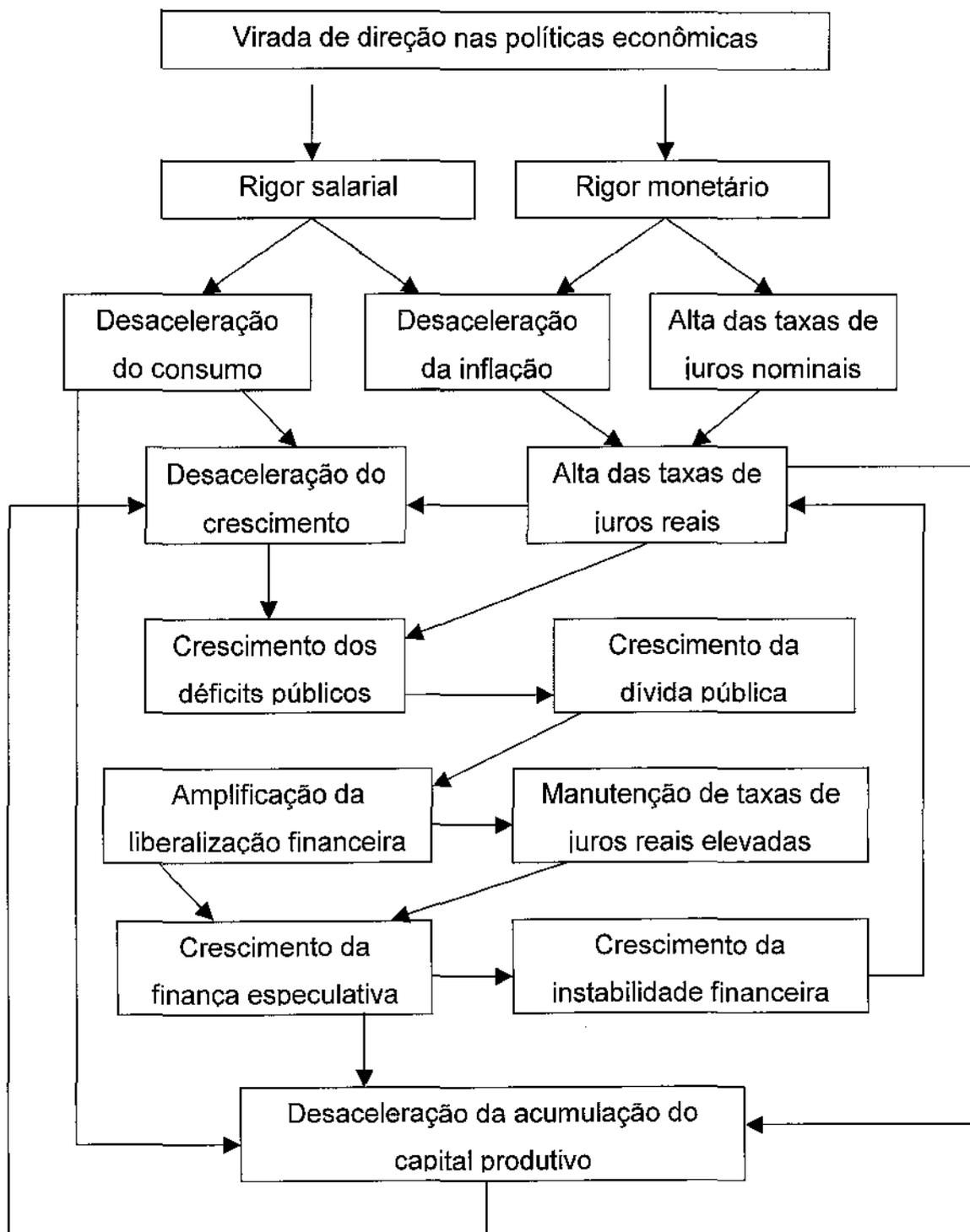
Os mercados de derivativos financeiros desenvolveram-se crescentemente com a desregulamentação e abertura financeiras.

Conforme bem aponta Plihon, "o paradoxo levantado pelos derivativos decorre do fato de que estes instrumentos têm por objetivo a cobertura contra os riscos financeiros e, no entanto, tornaram-se uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles supostamente defendem os agentes econômicos. Na verdade, constituem instrumentos particularmente eficientes para os especuladores, em função dos poderosos efeitos de alavancagem que permitem" (PLIHON, 1995: 66).

4. Considerações finais

Após a liberalização total das finanças, os fluxos financeiros internacionais e as operações nos mercados de títulos cresceram de forma acelerada, tendo seu movimento guardado pequena relação com as necessidades da economia. De acordo com dados apresentados em Plihon (1996), o volume de

A engrenagem infernal ou como as políticas liberais conduziram à instabilidade e à depressão financeiras



Fonte: Plihon (1998)

transações transnacionais com títulos nos países do G-7 passou de uma média de 10% de PIB em 1980 para mais de 100% do PIB em 1992.

Disso deduz-se que o atual movimento do capital financeiro passou a seguir uma dinâmica própria desgarrada das necessidades de financiamento da produção, do investimento, do consumo e do comércio. O sistema financeiro internacional passou a ser dominado pela especulação. Ou seja, a maior parcela das transações com ativos financeiros tem como motivação expectativas de realização de lucros financeiros devido a variações de preços desses ativos.

Para entendermos como essa lógica financeira se impôs, não basta tratarmos da emergência das finanças diretas e globalizadas, é necessário examinarmos as motivações e comportamentos dos agentes, pois afinal, conforme ressalta Chesnais, “o efetivo contexto dessa integração (internacional dos mercados financeiros nacionais) decorre, de forma concreta, das decisões tomadas e das operações efetuadas pelos gestores das carteiras mais importantes e mais internacionalizadas” (CHESNAIS, 1998a: 12).

Parte 2 - Bancos e Investidores Institucionais nas finanças globalizadas

1. Introdução

Na seguinte passagem, Braga sintetiza as características que emergiram do processo de transformação da esfera financeira de que tratamos anteriormente e que marcam o atual padrão de riqueza: “1) a mudança de natureza do sistema monetário-financeiro com o declínio da moeda e dos depósitos à vista bancários enquanto substrato dos financiamentos, substituídos pelos ativos que geram juros; 2) a securitização que interconecta os mercados creditício e de capitais; 3) a tendência à formação de “conglomerados de serviços financeiros”; 4) a intensificação da concorrência financeira; 5) a ampliação das funções financeiras no interior das corporações produtivas; 6) a transnacionalização de bancos e empresas; 7) a variabilidade interdependente de taxas de juros e câmbio; 8) o déficit público financeiro endogeneizado; 9) o banco central *market oriented*; 10) a permanência do dólar como moeda estratégica mundial”(BRAGA, 1997:211).

Nessa parte, nosso interesse passa a ser o comportamento dos agentes, em especial dos bancos e dos investidores institucionais, nesse novo contexto econômico, o qual, conforme já ressaltamos na parte anterior, está fortemente marcado pela especulação e pelo rentismo.

Esta parte, além dessa introdução e da conclusão, é composto por três seções. Na primeira delas, apresenta-se a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, que ilustra a instabilidade das economias capitalistas ligada ao comportamento do sistema financeiro, ainda que num contexto em que predominam os créditos bancários como forma de financiamento. Em outras palavras, tal hipótese ressalta a relação entre o processo de determinação da renda e a necessidade de financiamento, assim como a capacidade de que perturbações na esfera financeira dificultem o desempenho da economia real. A seção seguinte, trata do comportamento dos investidores institucionais, ressaltando o caráter de curto prazo que caracteriza suas decisões. Procura-se,

ademais, realizar uma ligação entre a crescente importância da participação dos investidores institucionais nos mercados de ações e a adoção do modelo de gestão conhecido como governança corporativa, o qual privilegia o interesse dos acionistas. Por fim, na última seção, examinamos as mudanças que ocorreram com a moeda bancária e com o comportamento dos bancos diante da concorrência dos investidores institucionais. A conclusão é de que se agravou a fragilidade do sistema bancário nesse contexto de globalização financeira.

2. A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky

Minsky sintetiza da seguinte maneira a principal idéia da Hipótese da Instabilidade Financeira: *"Instability is determined by mechanisms within the system, not outside it;"* (MINSKY, 1986: p.172). Portanto, o capitalismo é um sistema inerentemente cíclico: enfrenta crises periódicas mesmo na ausência de qualquer interferência externa, ao contrário do postulado pelas teorias ortodoxas Monetaristas e Novo-Clássicas. Para demonstrar esta tese, o autor analisou as inter-relações entre as esferas produtiva e financeira do capital e, atentando mais cuidadosamente sobre a última mostrou o papel fundamental desta no processo de gestação da instabilidade.

Tendo em vista o estudo da economia capitalista desenvolvida, portanto, Minsky rejeita o paradigma utilizado pela ortodoxia, o qual chamou de "feira de aldeia", e propõe outro: o "paradigma de Wall Street". Este é mais apropriado para o objetivo pretendido, pois não ignora a natureza amplamente financeira das modernas relações de produção, e pode, assim, alcançar as implicações mais profundas desta peculiar característica. Em oposição, o modelo tradicional apenas *adiciona* produção, dinheiro e instrumentos financeiros a uma análise que parte da troca, sem considerar, portanto, que as relações dentro e entre estas esferas alteram a essência das trocas e, conseqüentemente, quaisquer conclusões.

A partir destas considerações é que encontra, no estreito vínculo entre a decisão de investir e a de produzir, o *ponto* fundamental de sua "hipótese".

Segundo ele, uma decisão de investimento implica sempre uma decisão de financiamento (incluindo o autofinanciamento) e, sendo assim, tais atitudes não poderiam ser vistas como momentos separados em mercados autônomos. Por isso, aceita-se que a renda e o dinamismo econômico são funções do investimento - essencialmente do investimento da indústria de bens de capital. Além disso, considera-se que a explicação dos ciclos econômicos não poderá ser encontrada no estudo *apenas* das decisões de investimento, ou seja, na composição dos ativos. Uma análise completa deveria cobrir toda a estrutura de *portfólio*, mostrando como a relação entre ativos e passivos se combina ao longo do tempo nos balanços patrimoniais dos agentes.

2.1 Composição da estrutura de *portfólio*

No modelo de Minsky, a carteira de ativos é composta por quaisquer tipos de bens que garantam algum rendimento àquele que o possui e/ou que tragam implícito um prêmio de liquidez. No modelo de Minsky, assumir uma posição ativa significa escolher entre adquirir bens de capital – que implica participação direta na produção de riqueza nova -, aplicar em ativos financeiros ou reter moeda.

O rendimento proporcionado pelos bens de capital, denominado *quase-renda*, é o resultado monetário da venda da mercadoria subtraído dos impostos. No momento da aquisição, contudo, esta renda é apenas uma expectativa, pois sua realização depende do comportamento do mercado e do desempenho da firma, não da produtividade do bem adquirido. Ainda, o prêmio de liquidez destes ativos é, em geral, muito baixo já que muitas vezes são feitos sob encomenda e quase nunca têm um mercado secundário desenvolvido. Sendo assim, tanto a quase renda quanto o prêmio de liquidez destes ativos tendem a cair nos momentos de crise. Do ponto de vista individual, mais seguros que estes, são os ativos financeiros. O rendimento que proporcionam é muitas vezes contratado e/ou segurado, o que torna mais estáveis o montante e os prazos dos

recebimentos como, da mesma forma, um mercado secundário ativo e vultoso lhes garante maior liquidez.

Por fim, há a moeda, cujo rendimento nulo é compensado pela liquidez plena. A decisão de retê-la (ou não) depende da preferência pela liquidez. É importante não confundir preferência pela liquidez com demanda por moeda, visto que há um gradiente de liquidez na qual temos os bens de capital em um extremo e a moeda no outro. Deste modo, uma elevação na preferência pela liquidez tende a elevar a demanda por moeda, o que não necessariamente ocorre. Como diz Minsky, apesar de um dólar ser sempre um dólar (tem preço constante), o 'valor' da 'proteção' que esta nota proporciona àquele que a detém varia. Afinal, o poder liberatório da moeda a torna o único ativo capaz de assegurar a solvência dos agentes, portanto, o único que vale no momento em que os contratos vencem. Não há melhor seguro quando há incerteza sobre o que virá. Contudo, pouco 'vale' sua proteção 'não remunerada' quando tudo está tranqüilo e o ganho com os outros ativos parece 'líquido e certo'.

A mais importante inovação na análise da estrutura de portfólio de Minsky em relação à de Keynes, apresentada no capítulo 17 da Teoria Geral, reside no destaque que o primeiro dá ao passivo. As obrigações do passivo dizem respeito aos compromissos de pagamento assumido na decisão de adquirir um ativo e, portanto, envolvem custos financeiros. O que determina, a princípio, o custo de carregamento de cada ativo é a forma de seu financiamento. Ao introduzir os passivos no portfólio, Minsky estabeleceu um vínculo entre financiamento e investimento que servira de base para a determinação endógena dos ciclos e crises.

Minsky analisa as possíveis formas de financiar o investimento, pois é a decisão de investir que determina a renda futura da economia, ou seja, se haverá crescimento ou crise. Basicamente, há três formas de financiar a aquisição de bens de capital: recursos próprios, que correspondem ao fluxo de lucros brutos do período de investimento corrente ; recursos líquidos disponíveis no portfólio da firma; e, por fim, recursos externos, que compreendem desde os empréstimos

bancários até os recursos obtidos com a emissão de ações e outros títulos negociáveis. Esta terceira fonte é a mais comum no capitalismo atual e, sendo aquela que vincula mais diretamente o mercado de bens ao financeiro, recebeu maior destaque no trabalho de Minsky.

Minsky ressalta o retorno do ativo deve ser compatível com o custo do passivo, assim como devem ser compatíveis os prazos de geração de caixa do ativo e de compromissos de pagamento do passivo. Para que as despesas de carregamento relacionadas a cada uma das formas de financiamento sejam, com mais precisão, dimensionadas, será preciso conhecer os riscos, implícitos ou explícitos, envolvidos em cada uma delas. Este ponto será mais explorado quando tratarmos das posturas financeiras definidas por Minsky. Mas antes, apresentaremos, de forma sucinta, a teoria de investimento do autor.

2.2 Preço de demanda e preço de oferta: a decisão de investir

Como visto acima, as posições assumidas pelos agentes têm uma dupla face, o ativo e o passivo, as quais são negociadas e renegociadas no mercado. Disto se infere que, capitalizados, os fluxos de caixa referentes aos bens de capital ou aos bens financeiros podem ser comercializados, ou seja, que o processo de mercado os transforma em preços. É com base na comparação entre estes preços, os preços dos ativos, que as decisões de investimento são tomadas.

Pela formulação de Minsky, são dois os 'preços' que estão na essência da decisão do investimento: o *preço de oferta* e o *preço de demanda*. O primeiro está na curva de oferta dos bens de capital e o segundo na de demanda.

O preço de demanda é aquele que o capitalista aceita pagar para obter um bem de capital, ou seja, para efetivar seu investimento. A função de demanda, P_k , está positivamente correlacionada à quantidade de moeda em circulação e à quase-renda esperada pela utilização do bem. Quanto maior a *expectativa* do rendimento maior será o montante que se aceita pagar pelo investimento e, da mesma forma, quanto maior *parece* ser a quantidade de moeda disponível em

circulação, menor a *insegurança* e maior o montante de capital que o capitalista dispõe-se a imobilizar (no sentido de tornar menos líquido) e/ou endividar-se.

Os agentes capitalistas só assumem uma posição ativa quando *esperam* que os rendimentos proporcionados pela aquisição superem os custos compromissados em seu financiamento. Mas esta é uma decisão que se pauta sobre expectativas quanto ao comportamento futuro da economia, portanto, há sempre o risco de tais expectativas serem frustradas. Assim, o capitalista também deve incorporar em P_k o risco que incorre ao optar pelo investimento, ou seja, quanto maiores os riscos assumidos pelo investidor, menor será sua *margin de segurança* e menor o P_k .

Por isso, se investir implica financiar, P_k deve incorporar o que Minsky chamou de *risco do devedor*. Este é o risco do produtor não cobrir seu fluxo de caixa, ou seja, é a consideração de que o custo financeiro possa não ser coberto pela quase-renda. O investimento financiado externamente implica custos maiores (refinanciamento, crédito mais exigente, hipoteca, venda de ativos, falência), por isso, quanto mais a firma estiver alavancada, menor será sua margem de segurança e maior seu *risco de devedor*. Contudo, ainda quando o investimento é financiado com a venda dos ativos próprios, a margem de segurança da firma cai, já vez que esta aumenta sua imobilização. Enfim, P_k é uma função decrescente para quanto maior for o investimento.

Diferentemente do preço de demanda, subjetivo e expectacional, o *preço de oferta*, P_i , é formado com base em fatores objetivos. O compõem basicamente, todos os custos que objetivamente se refletem no custo de produção: mão-de-obra, matéria prima, insumos manufaturados, taxa de juros, produtividade e *markup*. É, portanto, o preço de mercado dos bens de produção e também aquele em que os produtores se baseiam para formar a expectativa sobre a quase-renda de suas mercadorias. Pela apresentação feita até aqui, esta curva só tenderá à inelasticidade quando a capacidade instalada aproximar-se da plena utilização.

No entanto, há um fator no modelo de Minsky que torna a curva de oferta inelástica mais rapidamente, ou seja, antes de alcançado o limite da capacidade

produtiva. Tal fator é inerente à lógica econômica, mas decorre do mercado financeiro, não do de bens: é o *risco do prestador*. Diferente do risco do devedor, não materializado, o risco de quem empresta, ou seja, dos operadores do mercado financeiro, reflete-se objetivamente nas condições do crédito ofertado. É o risco que os banqueiros e o mercado financeiro em geral incorrem ao emprestarem, isto é, o risco de que não recebam as amortizações, juros ou qualquer outro dividendo pelas somas concedidas. Quanto maior a possibilidade de que os contratos não sejam cumpridos, tais agentes sentem que incorrem em maiores riscos e, por isso, aumentam as exigências para a concessão de novos créditos. Assim, se os reflexos deste risco se materializam nas taxas de juros, prazos e demais exigências contratuais, as bases que o formam são da mesma natureza das bases que formam o risco do devedor: subjetivas. As condições contratuais são não mais que o reflexo dos humores do mercado financeiro no mercado de bens, pois elas participam objetivamente na formação do preço de oferta.

A decisão de investir, por fim, se efetiva enquanto o preço de oferta for menor que o demanda. Até este ponto as quase-rendas esperadas cobrem, no longo prazo, todos os custos do investimento. A partir daí, contudo, não é mais justificada economicamente esta decisão, de forma que a produção de “novos” bens de capital se estanca. Em essência, é esta a teoria do valor implícita no capítulo 17 da Teoria Geral.

2.3 Posturas financeiras

Minsky chama a atenção para o fato de que, diante da necessidade de financiamento externo do investimento, as decisões de investir implicam determinadas posturas financeiras por parte das firmas. Tais posturas são classificadas a partir da observação dos fluxos de caixa dos agentes, ou seja, a partir do modo como os agentes compatibilizam as datas e montantes das obrigações (passivo) com as datas das receitas esperadas (ativo). Diante disso, as

posturas financeiras correspondem a determinados graus de fragilidade financeira, os quais revelam o crescimento e/ou o descasamento dos compromissos financeiros face aos fluxos de recebimento.

A análise das posturas financeiras é essencial para a compreensão do ciclo econômico tal como exposto por Minsky, pois as mesmas influenciam nas futuras decisões de investimento e financiamento por parte de empresas e bancos, o que afeta o comportamento da economia como um todo. Os agentes assumem as seguintes posturas financeiras: hedge, especulativa e Ponzi.

Na postura hedge, não há descolamento de prazos nem de montantes entre ativos e passivos, isto é, as quase-rendas esperadas são mais do que suficientes para honrar, em todos os períodos, os compromissos financeiros assumidos.

A postura especulativa conduz a insolvências temporárias, uma vez que as obrigações financeiras são maiores que as receitas para alguns períodos, mesmo sendo os valores patrimoniais do ativo superiores aos do passivo. Nesse caso, o prazo de maturação do ativo é superior ao do passivo, de forma que as receitas não cobrem o principal, embora sejam suficientes para o pagamento dos juros das dívidas. Assim, os agentes que adotam tal postura dependem do refinanciamento das amortizações.

Na postura Ponzi, as quase-rendas esperadas não cobrem sequer o serviço da dívida, de modo que é necessário aumentar o endividamento para honrar os compromissos financeiros, ou seja, os juros são incorporados ao principal.

Diante disso, enquanto a postura hedge depende apenas do funcionamento normal dos mercados de fatores e produtos para fazer frente a seus compromissos financeiros; as posturas especulativa e Ponzi dependem também do funcionamento adequado do mercado financeiro, pois precisam recorrer a esse para refinar seus débitos. Nesse sentido, os agentes podem transitar entre as posturas financeiras conforme sejam frustradas suas expectativas sobre o funcionamento dos mercados de produtos ou financeiro. Além disso, durante a fase de calma do ciclo econômico, os agentes escolhem posturas mais

arriscadas face às oportunidades de ganhos em contratar dívidas de curto prazo a fim de financiar investimentos de prazos mais longos.

Nessas condições, conclui-se que uma economia possui um elevado grau de fragilidade econômica quando há o predomínio de agentes especulativos e Ponzi, visto que tais unidades são vulneráveis a uma elevação das taxas de juros. Esse será precisamente o ponto que conduzirá à reversão do ciclo econômico, como será visto adiante.

2.4 A dinâmica da crise

O modelo de Minsky pretende demonstrar que a instabilidade é inerente a uma economia capitalista, ou, em outras palavras, que uma situação de pleno emprego não é sustentável, pois quando ela é atingida existem forças próprias da dinâmica capitalista que irão conduzir a economia a um boom especulativo.

Minsky compreende a questão do ciclo do investimento e, conseqüentemente, do ciclo econômico, a partir da questão financeira. Veremos que são as condições sob as quais se financia o investimento o principal determinante das oscilações do último.

A fragilidade financeira e a potencial instabilidade do sistema são função da combinação entre as três posturas financeiras – hedge, especulativa e Ponzi.

Tratemos, então, de explicar como se gera a instabilidade financeira, ou seja, como um estado de tranqüilidade leva a um boom especulativo.

Como já foi dito, as decisões de investimento e de financiamento são função das expectativas a respeito dos lucros futuros. O lucro presente, por sua vez, valida ou não as decisões passadas, influenciando, dessa forma, sobre as expectativas futuras.

Se a economia funciona de forma tranqüila, ou seja, o nível de demanda efetiva e de lucro valida as decisões passadas, alteram-se as expectativas de longo prazo de empresários (devedores) e banqueiros (credores), ou seja, espera-se que os lucros sejam maiores, diminuindo as margens de segurança desejadas.

Altera-se, então, a estrutura de passivos aceitável – aumenta a parcela de financiamento externo considerada adequada. Dessa forma, as posturas financeiras dos agentes tornam-se mais especulativas e aumenta o nível de endividamento sistêmico.

Nesse contexto, eleva-se o preço de demanda dos bens de capital – aumento das quase-rendas esperadas e aumento do preço pago no mercado pela série de quase-rendas – e cai o preço de oferta dos bens de capital – diminui o custo financeiro. Observa-se, conseqüentemente, uma elevação do volume de investimento. Esse maior volume de investimentos faz com que o nível de lucros seja superior ao antecipado, alterando favoravelmente a relação entre financiamento interno e externo, ainda que o último tenha aumentado.

A questão que se coloca, agora, é a de como os banqueiros conseguem ampliar o volume de financiamento que oferecem em relação a uma quantidade dada de reservas. São as inovações financeiras que permitem uma extensão das posições ativas das instituições financeiras em relação ao volume de reservas. Então, Minsky postula que a oferta de moeda é, em parte, função de sua demanda, mas não acredita na completa passividade dos ofertantes e das autoridades monetárias.

Como já visto anteriormente, os agentes com posturas especulativas e Ponzi dependem do bom funcionamento do mercado financeiro. Uma elevação das taxas de juros pode inviabilizar o refinanciamento de grande parte dos projetos de investimento em curso, bem como a demanda por novos créditos. Mas, em certo momento, as taxas de juros irão elevar-se devido à inelasticidade da oferta de crédito e à percepção dos credores da necessidade de compensar riscos crescentes.

Essa elevação nas taxas de juros, que reverte o movimento antes observado nos preços de oferta e de demanda dos bens de capital, diminui a diferença entre eles, fazendo com que o volume de investimentos decline. Com a queda no investimento, caem os lucros e, conseqüentemente, cresce a dificuldade para saldar as dívidas contraídas no período de tranqüilidade. Nesse momento,

surge a necessidade de liquidar ativos líquidos para saldar os compromissos, o que faz com que o preço dos ativos de capital e dos ativos financeiros despenque. Minsky destaca que, embora a crise seja inevitável, o governo e as autoridades monetárias, sobretudo após a Segunda Guerra Mundial, desempenham um papel estabilizador. O déficit fiscal ameniza a queda do investimento, estabelecendo um piso para a demanda agregada. Ademais, o déficit garante a presença de ativos financeiros seguros e líquidos. As autoridades monetárias, por sua vez, ao atuarem como prestador em última instância impedem a deflação de preço dos ativos e o desenvolvimento de uma crise sistêmica.

3. Os Investidores Institucionais

O processo de securitização, impulsionado pela ampliação dos déficits dos países centrais e pela crise da dívida dos países periféricos, contou com a crescente importância dos investidores institucionais – fundos de pensão, *mutual funds*, *hedge funds* e companhias de seguro - para o seu desenvolvimento.

Os fundos de pensão são instituições específicas dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha, onde predominam regimes privados de aposentadoria. Esses fundos, formados por contribuições sobre salários e benefícios, após o período de crescimento econômico sustentado e de elevação dos salários reais verificado no pós-guerra, centralizaram uma massa considerável de dinheiro em busca de valorização, o que lhes concedeu grande capacidade de direcionar o movimento da globalização financeira.

O desenvolvimento dos mercados de títulos de dívida veio de encontro às necessidades desses agentes. A partir do início dos anos 1980, os ativos detidos pelos fundos de pensão cresceram de forma acelerada, atingindo cifras assustadoras. De acordo com dados apresentados por Farnetti (1998), em 1993, os ativos dos fundos de pensão britânicos equivaliam a 73% do PIB britânico e os fundos de pensão norte-americanos detinham ativos que correspondiam a 68% do PIB dos Estados Unidos. Além disso, perto do tamanho que atingiram alguns

fundos de pensão ou os montantes gerenciadores por especialistas na gestão de fundos de pensão até os maiores bancos parecem pequenos.

No que diz respeito às companhias de seguro, além das norte-americanas e britânicas, as companhias japonesas também centralizam montantes elevados de capital em busca de valorização. Já em relação ao *mutual funds*⁶ constata-se um predomínio dos Estados Unidos. Essas instituições surgiram na década de 1970 para possibilitar que os pequenos poupadores também pudessem se proteger, através de aplicações no mercado monetário⁷, da desvalorização da moeda pela inflação crescente. O crescimento desse último tipo de investidor institucional foi o mais espetacular de todos, no que tange tanto a seu número quanto aos montantes de ativos que possuem. Esta expansão está relacionada a sua maior rentabilidade, a qual é possibilitada por uma legislação mais permissiva do que a que rege os fundos de pensão norte-americanos. Dentre os *mutual funds*, aqueles que atingiram maior desenvolvimento foram os fundos especializados em aplicar no mercado monetário.

O objetivo dos investidores institucionais é o lucro de curto prazo. Portanto, eles privilegiam a manutenção da liquidez, reduzindo o custo de oportunidade, assim como valorizam as operações especulativas⁸. Por essa razão, privilegiam as aplicações financeiras em títulos de dívida e ações, assim como, as operações com derivativos e *commodities*. Devido à existência de mercados secundários bastante desenvolvidos, nas operações com os títulos de dívida, as ações, os derivativos e as *commodities*, é possível entrar e sair dos mercados com grande facilidade, caso as expectativas que haviam conduzido a determinada composição de portfólio tenham se alterado. Os mercados financeiros desenvolvidos e profundos tornaram as decisões muito mais facilmente reversíveis.

⁶ Os *mutual funds* são reuniões de recursos de diversos poupadores/investidores, cada um dono de uma cota, administrados por bancos ou corretoras. Esses fundos buscam valorizar o capital de seus cotistas através de aplicações várias, como por exemplo, aplicações em ações e títulos da dívida pública.

⁷ O mercado monetário é um mercado atacadista composto por títulos de dívida de curto prazo. Caracteriza-se pelo baixo risco e pela elevada liquidez.

⁸ Consideramos operações especulativas aquelas realizadas apenas com base em expectativas de alteração dos preços do ativo que é objeto da operação.

Ademais, os investidores institucionais geralmente buscam manter portfólios bastantes diversificados, ou seja, cada ativo que compõe seus patrimônios não representa uma parcela significativa do total, o que minimiza o risco de perdas elevadas e acentua o caráter de curto prazo de suas operações, pois nenhum ativo é tão crucial que não se possa desfazer dele.

As aplicações dos investidores institucionais, devido às possibilidades criadas pelas políticas de abertura dos mercados aos investidores estrangeiros, não ficam restritas a seus países de origem. Eles buscam diversificação dos riscos também através da internacionalização de seus portfólios. Nesse sentido, eles fortaleceram a integração dos mercados financeiros nacionais, pois conforme coloca Chesnais, "o efetivo contexto dessa integração decorre, de forma concreta, das decisões tomadas e das operações efetuadas pelos gestores das carteiras mais importantes e mais internacionalizadas" (CHESNAIS, 1998a: 12). O movimento desses investidores em direção aos mercados emergentes, na década de 1990, deu fôlego ao aprofundamento da globalização financeira no sentido de incorporar a sua lógica os países periféricos.

Os investidores institucionais adotam, portanto, uma conduta em busca da maximização da rentabilidade de curto prazo de caráter global. Essa conduta, aliada aos elevados montantes que movimentam e à tendência a adotarem comportamentos miméticos, faz com que esses investidores tenham elevada capacidade de desencadear crises financeiras e cambiais. O pânico de um primeiro grupo de investidores conduz a sua saída brusca, acompanhada rapidamente pelos demais, o que leva à rápida desvalorização dos ativos e da moeda que estão sendo alvo de desconfiança.

Essa forma de atuação dos investidores institucionais, com vistas ao lucro financeiro de curto prazo, ao elevar a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e acentuar as possibilidades de crises nos mercados financeiros e cambiais, agrava, por si só, a instabilidade econômica. Ademais, esse tipo de comportamento acabou por interferir no funcionamento dos bancos e das corporações produtivas.

O crescimento dos diversos fundos de aplicação financeira significou, por um lado, uma perda de importância do crédito bancário no financiamento e, por outro lado, um acirramento da concorrência pelos fundos disponíveis. Dessa maneira, os bancos foram forçados a promoverem mudanças em sua forma de operação. Trataremos das transformações na forma de funcionamento do sistema bancário na próxima seção.

No que diz respeito às corporações produtivas, o efeito do desenvolvimento dos investidores institucionais é a pressão para adotar um modelo de gestão em que predominam os interesses dos acionistas, conhecido como governança corporativa (*corporate governance*).

Atualmente, os investidores institucionais detêm uma parcela significativa do capital das empresas. De acordo com Plihon (1999), nos Estados Unidos, a parcela das ações detidas pelos investidores institucionais, em 1996, era superior a 50%. Essa concentração de capital atuou no sentido de reforçar o poder dos acionistas que passaram a questionar o modelo de empresa em que vigora a separação entre os acionistas e os gestores e em que as decisões ficam a cargo dos executivos. Passaram a exercer crescentes pressões para que as empresas adotassem boas práticas de governança corporativa.

A opção por boas práticas de governança corporativa significa a opção da empresa por transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade. Para que esses objetivos sejam alcançados, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), seja capaz de exercer seu papel na organização, qual seja, definir estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

As boas práticas de governança corporativa teriam por finalidade aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade, pois ela permitiria uma administração melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

Não por acaso, o movimento em favor da adoção de práticas que garantissem a boa governança corporativa nasceu nos Estados Unidos e na Inglaterra, berços dos investidores institucionais. Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais dão papel de destaque à governança corporativa como parte integrante de um ambiente institucional adequado ao livre desenvolvimento das forças de mercados, estimulando, dessa forma, sua adoção em nível internacional. O FMI e o Banco Mundial, por exemplo, consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa fundamentais para a recuperação dos mercados de capitais, abatidos por sucessivas crises.

A teoria econômica ortodoxa justifica a governança corporativa a partir do conceito de “conflito de agência”. O “conflito de agência” surgiria a partir da separação entre a propriedade e a gestão da empresa e da delegação pelo “principal”, proprietário da empresa, do poder de decisão sobre a condução da empresa ao “agente”. Os “conflitos de agência” resultariam das divergências de interesses entre o administrador e o proprietário. A teoria da agência se preocupa em formular mecanismos capazes de garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas, ou, em outras palavras, de assegurar o controle da propriedade sobre a gestão.

Isso significa proporcionar meios aos proprietários (acionistas ou cotistas) ferramentas que lhes assegurem a gestão da empresa de acordo com seus interesses e a efetiva monitoração do corpo de executivos. As principais ferramentas são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

Na realidade, a imposição desse modelo de gestão em que se priorizam os lucros e os direitos dos acionistas, significa submeter as decisões das empresas aos interesses dos investidores institucionais, que, afinal, possuem a maior parte das ações. Isso significa que o objetivo da maximização da rentabilidade financeira e do valor das ações passa a ter prioridade, pois o foco dos investidores institucionais é o lucro de curto prazo.

Portanto, um dos determinantes do aumento do grau de liquidez das empresas do setor produtivo é a pressão dos investidores institucionais por um encurtamento do tempo de retorno. Eles impõem um nível de rendimento mínimo que a empresa deve buscar e esta acaba recorrendo crescentemente às operações financeiras, nesse contexto de globalização financeira e manutenção de elevadas taxas de juros reais, o que se reflete na acumulação de volumosas reservas em caixa e em taxas de autofinanciamento superiores a 100%.

Esse novo cenário também explica diversas práticas adotadas pelas empresas. A maioria das operações de fusões e aquisições, por exemplo, que ocorreram de forma acelerada nas décadas de 1980 e 1990, não tinham o objetivo de reestruturar a propriedade do capital produtivo com vistas a contribuir para a retomada da acumulação, mas sim o de adquirir empresas sobre as quais residia a expectativa de valorização bursátil. Quando a valorização esperada das ações é atingida, o novo proprietário se desfaz então da empresa, realizando elevados lucros financeiros. (SERFATI, 1998)

Essa interação entre setor produtivo e investidores institucionais pode ser encarada como uma nova forma de relacionamento entre finanças e setor produtivo, bem menos favorável ao crescimento da renda e do emprego do que aquela estabelecida no período de Bretton Woods. Nas palavras de Farnetti, “o *corporate governance* aparece como a sistematização gestora de uma prática onde o capital-dinheiro conseguiu subordinar a seu proveito facções cada vez mais importantes do aparelho produtivo (indústria e serviços), e isto tanto em escala nacional como internacional” (FARNETTI, 1998: 206).

4. Moeda e Bancos

Nessa seção, retomaremos a discussão da primeira seção da parte 1, na qual tratamos do papel da moeda, do crédito e dos bancos na economia capitalista. Discutiremos as mudanças que ocorreram, nesse período de finanças globalizadas e desregulamentadas, com a moeda e com o modo de

funcionamento do sistema bancário. Nosso objetivo é mostrar que a atual configuração elevou a instabilidade do sistema econômico.

Os bancos quando concedem empréstimos, que criam depósitos, estão emitindo moeda. A motivação da expansão dos empréstimos é elevar o lucro do banco. Portanto, a emissão monetária está inevitavelmente relacionada ao objetivo de obtenção de lucro por parte dos bancos. No entanto, a liberdade dos bancos para expandir a oferta de moeda não é ilimitada, sendo inversamente proporcional à rigidez e à efetividade das regulamentações impostas pelo Banco Central.

O sistema de finanças administradas foi, como vimos, um dos pilares dos “Anos Dourados”. Ele baseava-se no crédito bancário, o que garantia flexibilidade à oferta de moeda. No entanto, as regulamentações impostas pelos Bancos Centrais, especialmente aquelas que determinavam tetos para as taxas de captação e empréstimo, evitavam que a busca de lucro por parte dos bancos os levasse a assumir posições cada vez mais arriscadas. Esse sistema garantia a oferta de crédito necessária para financiar a expansão da produção, do investimento e do consumo, colaborando para o longo período de crescimento sustentado.

No entanto, conforme discutimos na parte 1, esse sistema de finanças administradas foi substituído pelas finanças de mercado. Vejamos, agora, quais foram as implicações dessa mudança sobre a capacidade dos Bancos Centrais de controlar a expansão da oferta de moeda e sobre o modo de funcionamento dos bancos.

No que diz respeito aos bancos, ocorreram mudanças tanto em seu passivo quanto em seu ativo. As mudanças no passivo correspondem ao aumento da relação entre passivos emprestados (rendem juros) e depósitos à vista (não tem custo), após a generalização das quase-moedas. Em relação aos ativos, observa-se uma maior participação dos bancos nos mercados de títulos de dívida e de ações, como forma de reação ao processo de desintermediação bancária.

O desenvolvimento dos ativos financeiros que combinam liquidez e rentabilidade iniciou-se nos Estados Unidos, em 1961, com a criação dos Certificados de Depósito Negociáveis pelo Citibank. A partir daí, a disputa das diversas instituições financeiras pelos fundos disponíveis e a liberdade de operação existente no Euromercado fizeram proliferar essas inovações financeiras que, por serem substitutas da moeda⁹, ficaram conhecidas como quase-moedas.

Esses novos instrumentos financeiros alteraram a forma de comportamento dos bancos e dificultaram o controle da liquidez pelo Banco Central.

A proliferação desses novos ativos financeiros representou uma mudança na forma de captação dos bancos. Caiu a participação dos depósitos à vista no passivo bancário, em favor dos passivos emprestados. A flexibilidade fornecida pelos passivos emprestados permite que os bancos expandam seus empréstimos acima da base de reserva, acentuando, dessa forma, a dimensão de mercadoria privada da moeda, pois a expansão do crédito e a criação de moeda passaram a estar mais fortemente condicionadas pela busca do lucro. Essa maior flexibilidade veio acompanhada de um novo elemento de risco relacionado à possibilidade de descasamento entre as taxas de captação e de empréstimo. Esse risco foi, em grande medida, transferido ao credor através de empréstimos a taxas variáveis.

Até a implantação da securitização na década de 1980, a combinação entre os custos mais elevados do passivo e uma maior liberdade para expandir os empréstimos levou os bancos a se envolverem em operações ativas mais arriscadas, que ofereciam rentabilidade mais elevada. Tal postura elevou os riscos envolvendo o sistema bancário. A crise da dívida dos países do Terceiro Mundo foi um dos resultados desse comportamento mais agressivo dos bancos.

No que diz respeito aos Bancos Centrais, o aumento da dimensão de mercadoria privada da moeda, diminuiu a efetividade dos controles que ele é capaz

⁹ Esses novos ativos financeiros que combinam liquidez e rentabilidade alteraram a noção de preferência pela liquidez. Não se trata mais de reter moeda para dela desfazer-se quando as taxas de juros se tornarem mais atraentes, já que é possível auferir os juros correntes estando-se quase-liquido. É nesse sentido que as quase-moedas são substitutos da moeda.

de impor à criação de moeda por parte do sistema bancário, reduzindo-se, portanto, sua capacidade de controlar a expansão da liquidez. Outro fator que dificulta o controle da liquidez pelo Banco Central é a crescente liquidez que os diversos ativos financeiros, como bônus e ações, adquiriram em função do desenvolvimento do processo de securitização e do aprofundamento dos mercados secundários.

Além de perder capacidade de regulação sobre a moeda e a liquidez, o Banco Central, em face dos maiores riscos assumidos pelo sistema bancário, viu crescer sua atuação como prestador de última instância.

As inovações financeiras não se restringiram ao modo de captação de recursos pelo sistema bancário, elas também afetaram a forma de financiamento das corporações produtivas. Ocorreu uma migração dos créditos bancários para os títulos de dívida direta, que fornecem maior flexibilidade tanto para os tomadores quanto para os emprestadores. E, conforme vimos na seção anterior, os investidores institucionais constituem uma importante fonte de demanda por esses ativos.

Em face da queda da participação dos créditos bancários na dívida total devido ao aumento da concorrência de outras formas de captação de recursos, fenômeno que ficou conhecido como desintermediação bancária, os bancos não ficaram parados. Pelo contrário, eles aprofundaram essa tendência à securitização, retomando um papel de destaque no sistema financeiro.

A mudança de comportamento dos bancos se deu em várias frentes. Em primeiro lugar, os títulos passaram a ocupar posição de crescente importância no ativo dos bancos. Além disso, é cada vez mais comum os bancos estabelecerem operações de administração de fundos. Ao atuarem como demandantes nos mercados financeiros os bancos colaboraram para torná-los mais líquidos.

Os bancos não atuam apenas como demandantes. Eles atuam como ofertantes de duas formas: 1) através da securitização de uma parcela crescente de seus empréstimos e; 2) através das operações com derivativos.

Como vimos, o movimento de securitização dos ativos bancários teve início com a securitização dos empréstimos relacionados à crise da dívida do início da década de 1980. Seu aprofundamento está relacionado às vantagens que oferecem aos bancos: 1) repassam os riscos para os compradores dos títulos e; 2) elevam a rotatividade dos fundos emprestáveis.

Os derivativos financeiros, como os futuros financeiros, as opções e os *swaps*, que nasceram da maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros após o fim de Bretton Woods, também se transformaram em importante fonte de lucro para os bancos. Embora existam mercados organizados de derivativos financeiros, os derivativos de balcão, oferecidos pelos bancos, foram os que apresentaram maior crescimento, pois apresentam a vantagem de serem projetados de acordo com as necessidades de cada cliente. Essas operações não são registradas nos balanços dos bancos, o que significa um estímulo à tomada de posições cada vez mais arriscadas por parte dos bancos, as quais aumentam os riscos envolvendo o sistema bancário. Uma crise cambial, por exemplo, pode comprometer a situação de um banco que esteja muito envolvido em operações cambiais. Nesse momento, mesmo que as operações não estivessem registradas nos balanços e que o Banco Central não estivesse, portanto, consciente dela, ele será forçado a atuar como prestador em última instância para evitar a desestabilização do sistema financeiro. Mais uma vez, constata-se que a desregulamentação, ao reduzir a capacidade de influência do Banco Central sobre o funcionamento do sistema financeiro, levou os bancos a adotarem posturas que agravam a instabilidade do último e que, portanto, elevam as responsabilidades do Banco Central.

Além dessas formas de envolvimento direto dos bancos com o processo de securitização e desenvolvimento dos mercados financeiros, eles atuam de forma indireta, fornecendo crédito para investidores e intermediários dos mercados financeiros, entre os quais se destacam os investidores institucionais. São várias as implicações desse comportamento.

Em primeiro lugar, uma parcela significativa dos novos empréstimos destina-se a financiar a especulação nos mercados financeiros, desviando os bancos do financiamento da esfera produtiva. Em segundo lugar, a alavancagem possibilitada pelo uso de capital emprestado para comprar títulos eleva significativamente a rentabilidade do capital próprio¹⁰, estimulando os investidores a se endividarem crescentemente.

Por fim, uma outra fonte de estímulo ao endividamento crescente reside no fato dos bancos aceitarem ativos financeiros como colaterais para novos empréstimos. Isso possibilita que a partir de uma pequena imobilização de capital próprio se construam posições altamente alavancadas de montantes vultosos. A partir de um empréstimo adquire-se um primeiro pacote de títulos. Este serve de garantia para um novo empréstimo, o qual, por sua vez, é utilizado para expandir a carteira. Esta carteira ampliada lhe dá direito a novos empréstimos que possibilitam a compra de mais ativos, num processo que pode se expandir perigosamente, elevando a fragilidade financeira de credores e devedores. A presença de muitos agentes nessa situação pode ameaçar não apenas a posição dos agentes envolvidos, mas também a estabilidade do sistema financeiro.

Os bancos estão, portanto, reforçando esse movimento de especulação, que conduz freqüentemente ao descolamento entre valorização dos ativos financeiros e os fundamentos econômicos.

Esse novo padrão de atuação, com elevada participação dos títulos na composição do ativo e de créditos destinados a compra de títulos cujas garantias consistem em outros títulos, significou uma intensificação da fragilidade da estrutura ativa, uma vez que os títulos estão sujeitos a bruscas variações de preços e a desvalorizações repentinas. Portanto, uma crise nos mercados financeiros representa um risco elevado para a estabilidade do sistema bancário.

¹⁰ "Se por exemplo, você aplicar apenas 20% de seu próprio dinheiro na aquisição de uma debênture ou ação, um aumento de 1% no preço do ativo adquirido significará um retorno de 5% sobre seu capital. Em muitas das atuais transações com ativos, a alavancagem é normalmente ainda maior, sendo as exigências de pagamento inicial (exigências de 'margem') de apenas 5%" (GUTTMANN, 1996: 68).

De tudo que foi visto, conclui-se que a fragilidade dos bancos acentuou-se tanto pelo lado do passivo, devido à maior participação dos depósitos quase moeda (*near money deposits*), quanto pelo do ativo, em que se elevou a porcentagem de ativos que são o objeto de valorização fictícia (descolada dos fundamentos) e que estão sujeitos a bruscas desvalorizações. Ademais, essas transformações que ocorreram após a desregulamentação financeira, reduziram a capacidade de influência dos Bancos Centrais sobre o modo de funcionamento dos bancos e elevaram as demandas por sua atuação como prestador em última instância.

5.Considerações finais

Minsky já havia tratado da possibilidade de que mudanças de expectativas dos banqueiros (agentes do sistema financeiro) ocasionassem transtornos para a produção e para o investimento. Nessa fase de finanças diretas e globalizadas, a capacidade da esfera financeira de ser fonte de instabilidade para o sistema econômico agravou-se.

O comportamento dos investidores institucionais e dos bancos nos mercados financeiros desregulados e globalizados explica a possibilidade de que a esfera financeira seja fonte de instabilidade. Eles adotam posturas especulativas e, na busca de uma rentabilidade elevada, devido à grande concorrência na esfera financeira, assumem riscos crescentes. A alavancagem através de créditos bancários acentua a fragilidade tanto dos tomadores quanto dos bancos.

Essa maior fragilidade fica encoberta nos momentos de alta nos mercados financeiros, mas, no momento da baixa, os desequilíbrios patrimoniais surgem e a possibilidade de crise de liquidez e de recessão se apresenta, conforme veremos melhor a seguir.

Parte 3 – Limites da Política Monetária

1. Introdução

A partir do início da década de 1980, as transações a esfera financeira cresceram de forma acelerada. Chesnais (1996) apresenta dados do BIS, do GATT e da OCDE que ilustram esse fato. Nos países da OCDE, entre 1980 e 1992, a taxa anual real de crescimento da formação bruta de capital fixo privado foi em média 2,3%, enquanto a taxa média de crescimento anual dos ativos financeiros foi de 6%. Em 1992, o estoque de ativos financeiros correspondia a duas vezes o PNB de todos os países da OCDE. Outro indicador do que Chesnais (1996) denomina “hipertrofia da esfera financeira” é o crescimento apresentado pelas transações cambiais quando comparadas com a expansão do comércio internacional e do Investimento Direto Externo. Entre 1980 e 1988, o volume das transações nos mercados de câmbio multiplicou-se por 8,5. Nesse mesmo período, o PIB dos países da OCDE cresceu 1,95 vez, o valor das transações comerciais internacionais duplicou e o IDE cresceu 3,5 vezes. Em 1995, as transações no mercado internacional de câmbio atingiram o montante de 1,5 trilhão de dólares ao dia, dos quais, estimava-se que apenas 3% estão relacionadas ao comércio internacional.

Esses ativos financeiros, como vimos na parte 2, compõem o patrimônio dos grandes fundos de investimento, dos bancos e das grandes corporações produtivas.

O peso significativo que os ativos financeiros adquiriram no portfólio dos agentes, ou melhor, na composição da riqueza e do patrimônio nos últimos 25 anos, faz com que a dinâmica dos mercados financeiros exerça grande influência sobre a condução da política econômica.

Nessa parte, após a apresentação da dinâmica de funcionamento desses mercados, ou de maneira mais precisa, dos movimentos de inflação e deflação de

ativos, trataremos dos constrangimentos impostos à política econômica, especialmente à política monetária.

Os constrangimentos relacionam-se à determinação da taxa de juros de curto prazo. Essa deve ser manejada para acomodar o ciclo de ativos, nos mercados financeiros desregulamentados, assim como, para estabilizar a taxa de câmbio, predominantemente determinada pelos fluxos financeiros internacionais.

2. A riqueza financeira: inflação e deflação de ativos

Existe, nesse contexto de finanças de mercado desregulamentadas e globalizadas, uma tendência de divergência, por longos períodos, entre o ritmo de crescimento do estoque de ativos financeiros e o ritmo de crescimento da produção e do investimento. No entanto, o valor dos ativos financeiros tem como referência o comportamento da economia real, já que “representam direitos de propriedade sobre o capital em funções ou direitos sobre a renda futura por ele gerada” (BELLUZZO e COUTINHO, 1998: 138). Portanto, a dinâmica da esfera financeira tende a promover a valorização fictícia dos ativos financeiros, denominada de bolha especulativa ou inflação de ativos. Isso significa que parte do enriquecimento privado contabilizado, de fato, não existe, é fictício.

O que se observa, portanto, é uma tendência à autonomização da esfera financeira. Uma grande parcela das transações financeiras tem lugar no campo fechado formado pelas relações entre bancos, bancos centrais, demais instituições financeiras e corporações produtivas (macroestrutura financeira) com o objetivo de obter lucros financeiros e não guarda relação alguma com a produção, o comércio e o investimento. “A valorização financeiro-patrimonial, expressa na riqueza de papel, dissocia-se, por longos períodos, de seu fundamento originário, o capital em funções produtivas, o ativo operacional” (BRAGA, 1998: 232).

Precisamos analisar, agora, o que geram as bolhas especulativas e que condições garantem sua expansão.

Em primeiro lugar, para que o movimento de valorização dos ativos financeiros se sustente, é preciso que seus detentores acreditem que estes ativos podem ser convertidos em moeda – forma geral da riqueza – a qualquer momento.

Em segundo lugar, devido à incerteza quanto ao comportamento futuro dos preços dos ativos financeiros, os agentes tendem a se comportar de acordo com convenções e a adotar comportamentos miméticos. Os agentes capazes de formular as convenções que irão se transfigurar na opinião dos mercados são aqueles dotados de maior poderio financeiro, ou seja, os grandes bancos e fundos de investimento e pensão e a tesouraria das grandes empresas. Os investidores com menor poder copiam as estratégias adotadas por esses agentes. Cria-se, dessa forma, espaço para a formação de bolhas especulativas.

Vale ressaltar, ademais, como fator que impulsiona a formação de processos de sobrevalorização dos ativos, que os investidores institucionais, detentores de maior parcela dos ativos financeiros, são os maiores interessados nos movimentos altistas de preços, pois estes fazem crescer o valor de suas carteiras. Não se pode esquecer que esses fundos de investimento e de pensão concorrem ferozmente entre si e que buscam incessantemente taxas de rentabilidade superiores a de seus concorrentes.

Belluzzo e Coutinho concluem que “a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos fundamentos” (BELLUZZO e COUTINHO, 1996: 132).

Até aqui, vimos as condições que possibilitam o surgimento de movimentos auto-referenciais nos mercados financeiros. Resta examinar o que permite que o volume de transações nesses mercados cresça, inflando o preço dos ativos.

“O veloz desenvolvimento de inovações financeiras nos últimos anos (técnicas de *hedge* através de derivativos, técnicas de alavancagem, modelos e algoritmos matemáticos para ‘gestão de riscos’) associado à intensa

informatização do mercado permitiu acelerar espantosamente o volume de transações com prazos cada vez mais curtos” (BELLUZZO e COUTINHO, 1998: 138).

Mas o fator mais importante para explicar o potencial de desenvolvimento dos movimentos altistas é a alavancagem através de créditos obtidos junto ao sistema bancário. Isso significa que, quando os ganhos de capital esperados se confirmam pelo aumento dos preços, os agentes são levados a recorrerem ao sistema bancário para ampliarem sua capacidade de atuação nos mercados financeiros, alimentando, dessa forma a sobrevalorização dos ativos financeiros.

No auge do ciclo, alguns agentes, diante da percepção de que os ativos financeiros estão sobrevalorizados e de que a taxa de juros de longo prazo está muito baixa se comparada com a inflação esperada, deixam de se comportar de acordo com a convenção altista, realizando grandes operações de venda dos ativos que consideram estarem sobrevalorizados a fim de realizar os lucros financeiros.

Ademais, “os mercados financeiros têm revelado uma forte tendência para mudanças súbitas de opinião, polarização de expectativas e profecias auto-realizáveis” (BELLUZZO e COUTINHO, 1998: 146).

No entanto, a liquidez dos ativos financeiros só existe até o momento em que todos decidem converter seus ativos em dinheiro. Quando isso ocorre, devido à ruptura do estado de convenções altista, a tendência é de que ocorra um movimento de profunda deflação de ativos.

A reversão do processo de “inflação de ativos” tende a revelar a situação de fragilidade financeira provocada pelo sobreendividamento. Situação que havia ficado encoberta na fase altista em função dos ganhos patrimoniais. Os desequilíbrios patrimoniais consistem na elevação da relação entre serviço da dívida e renda. Diante desta situação, “as empresas contraem velozmente o investimento e cortam drasticamente a folha de salários, com o propósito de atender à súbita elevação da carga de juros sobre a receita operacional. As famílias, premidas pela desvalorização de seu portfólio financeiro e pelo temor da

inadimplência, restringem o consumo e elevam a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda. Isso significa que são muito poderosas as forças que tendem a empurrar a economia para uma trajetória depressiva e deflacionária” (BELLUZZO e COUTINHO, 1996: 134).

O peso que o comportamento dos preços dos ativos adquiriu, atualmente, impede que as autoridades monetárias fiquem paradas diante de uma crise financeira. Na próxima seção, trataremos das medidas que essas autoridades são levadas a tomar diante da ameaça de profunda deflação de ativos.

3. As limitações da política monetária

Na seção anterior vimos que, no momento da ruptura das convenções altistas, a tendência é de desvalorização rápida e de grande magnitude dos ativos financeiros. Essa desvalorização significa perda patrimonial para os agentes que possuam tais ativos, a qual compromete a capacidade destes de honrarem seus compromissos. Esta situação de desequilíbrio patrimonial leva os agentes a reduzirem as despesas com consumo, investimento e salários a fim de evitar a inadimplência, o que conduz a economia para uma trajetória depressiva e inflacionária. Diante dos riscos de ruptura da cadeia de pagamentos, que pode gerar uma crise de liquidez, e de recessão econômica, as autoridades monetárias se vêem forçadas a intervir.

O Banco Central reduz a taxa de juros e atua como prestador em última instância, facilitando, dessa forma, o refinanciamento das posições a custos financeiros moderados. Em outras palavras, adota-se uma política monetária expansiva, ofertando a liquidez necessária para conter a espiral de deflação de preços dos ativos financeiros e evitar uma recessão profunda e prolongada.

No entanto, nesse processo sendo sancionadas muitas das posições especulativas dos agentes, não ocorrendo a destruição de uma fração importante dos ativos financeiros nem a redução profunda do valor dos ativos restantes após

um período de valorização fictícia. A política monetária trabalha, portanto, no sentido de defender os patrimônios privados.

Ademais, essa forma de atuação do Estado, por intermédio, do Banco Central, diante da possibilidade de aguda deflação de ativos, acentua o risco moral, ao criar nos agentes a confiança de que suas posturas cada vez mais especulativas e arriscadas serão sancionadas pela criação de liquidez, e recoloca as condições para que a expansão do estoque de riqueza financeira recomece.

Além dos constrangimentos impostos pelo ciclo financeiro, as políticas monetárias sofrem constrangimentos relacionados aos movimentos internacionais de capital. Após a liberalização financeira e a abertura dos mercados, reduziu-se drasticamente o grau de controle dos Bancos Centrais sobre os movimentos da taxa de câmbio.

Em primeiro lugar, a preponderância do aspecto de ativo financeiro da moeda e a maior volatilidade que se seguiu a adoção das taxas de câmbio flutuantes intensificaram as operações especulativas nos mercados de câmbio. O que condiciona a determinação das taxas de câmbio às expectativas dos especuladores quanto a seu comportamento futuro.

Em segundo lugar, a elevada mobilidade internacional do capital fez com que os portfólios dos agentes se tornassem crescentemente internacionalizados. A magnitude do capital que esses investidores internacionais movimentam diminui a capacidade do Estado de controlar os movimentos da taxa de câmbio provocados pelos fluxos de capital internacional, predominantemente de curto prazo. Ademais, as expectativas quanto às variações da taxa de câmbio de uma moeda específica afetam a rentabilidade dos ativos financeiros denominados nessa moeda.

O movimento das taxas de câmbio, no contexto de finanças desregulamentadas e globalizadas, tornou-se, portanto, mais endógeno, ou seja, dependente do comportamento dos mercados financeiros.

Diante de um ataque especulativo contra sua moeda e/ou diante de uma fuga dos ativos denominados nessa moeda, os Estados são levados a elevarem

rapidamente suas taxas de juros para tentar conter o movimento de saída de capitais.

Conclui-se que a determinação das taxas de juros de curto prazo pelo Banco Central não está, em última instância, relacionada aos objetivos nacionais, sejam eles manutenção do nível de atividade ou controle da inflação. A dinâmica dos mercados financeiros e o papel que os ativos financeiros representam no patrimônio das empresas, das famílias e das instituições financeiras impõem sérios constrangimentos à política monetária, forçando o Banco Central, seja ele independente ou não, a atuar de acordo com as direções fornecidas por esses mercados.

4. Considerações finais

Do que vimos nas duas seções acima, conclui-se que nunca antes as políticas monetárias estiveram tão submetidas à dinâmica dos mercados financeiros e dos fluxos internacionais de capital. Ademais, a atuação dos governos vai no sentido de acentuar essa submissão, pois não questiona a liberdade dos mercados financeiros e dos fluxos financeiros, pelo contrário, ela promove a defesa dos patrimônios privados, recolocando as condições para a autonomização dos movimentos da esfera financeira.

Segundo Braga, as políticas econômicas adotadas para gerir as crises financeiras revelam uma peculiaridade do liberalismo econômico dos tempos de globalização: “plena liberdade aos mercados e aos capitais para que produzam e realizem riqueza no mundo todo. Nos momentos críticos de desvalorização dessas riquezas, plena liberdade aos poderes públicos – ao Banco Central e ao Tesouro Nacional – para a defesa dos patrimônios privados, ainda que o custo disso seja expansão monetária indesejada, ônus fiscais, desemprego elevado, cessão do poder decisório a instâncias internacionais. Na hora da euforia valem os mercados, na hora da queda valem as providências estatais” (BRAGA, 2000b: 4).

Observações Finais

Após os traumas causados pelas duas Grandes Guerras Mundiais, pelo Nazi-fascismo e pela Grande Depressão dos anos 1930, a intervenção do Estado na economia ganhou legitimidade. E durante trinta anos, no pós Segunda Guerra Mundial, o Estado, atuando como *Big Bank* e *Big Government*, conduziu a economia a um estado próximo do pleno emprego, suavizando os movimentos cíclicos. No entanto, vários fatores levaram ao desaparecimento das condições que possibilitaram esse longo período de crescimento sustentado. Nesse momento, iniciou-se o questionamento das regulamentações impostas ao funcionamento do sistema econômico pelo Estado. O resultado foi a emergência das finanças diretas e globalizadas, em que predominam as operações especulativas.

Essa maior autonomia da esfera financeira, fruto do fortalecimento do capital nos “Anos Dourados” e das políticas estatais de desregulamentação e liberalização financeiras, colocou os Estados Nacionais na posição de reféns dos mercados, pois qualquer medida de política econômica tomada pelos Estados que contrarie a opinião dos “mercados” – ou melhor, dos donos das carteiras mais importantes, que são os investidores institucionais, os bancos e a tesouraria das grandes empresas – conduz a fuga dos títulos e da moeda daquele país, forçando o governo a voltar atrás. É por essa razão que vários autores caracterizam esse período como o da ditadura dos mercados.

Além disso, nos momentos de baixa, o dinheiro público é usado para sancionar a valorização fictícia da riqueza privada, pois em caso de omissão seria muito elevado o risco da economia mergulhar numa recessão. O afrouxamento da política monetária, para facilitar o refinanciamento das posições, recompõe as condições para que a especulação recomece. A política econômica está, portanto, presa a um círculo vicioso, em cuja raiz se encontram as políticas de concessão de maior liberdade ao funcionamento à esfera financeira.

Portanto, não assistimos à saída de cena do Estado para conceder plena liberdade às forças de mercado, como apregoa o pensamento neoliberal. A atuação do Estado deixou apenas de estar relacionada à sustentação da demanda efetiva e ao estímulo à acumulação produtiva. Atualmente, a política econômica entra em cena para defender os patrimônios privados.

Não devemos nos esquecer de que a atuação do Estado é cúmplice e refém de uma dinâmica econômica que apesar de ter conduzido à vigorosa valorização dos ativos financeiros, também produziu baixo crescimento econômico, elevado desemprego, agravamento da concentração de renda e uma conjuntura econômica bastante instável devido às turbulências da esfera financeira.

Enquanto não mudar o atual padrão de acumulação de riqueza com dominância financeira, bem retratado pelo comportamento dos bancos e dos investidores institucionais, a autonomia do Estado para determinar a política econômica permanecerá restringida pela dinâmica dos mercados financeiros.

Bibliografia

- BELLUZZO, L. G. M. (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados". *Economia e Sociedade*, n.4, jun. 1995. Campinas: IE/Unicamp.
- BELLUZZO, L. G. M. (1997). Dinheiro e as Transfigurações da Riqueza. In: TAVARES M. C. e FIORI, J.L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BELLUZZO, L. G. M. e ALMEIDA, J. S. G. (2002). *Depois da Queda*. São Paulo: Civilização Brasileira, 2002.
- BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, L. G. (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, n.7,dez. 1996. Campinas: IE/Unicamp.
- BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, L. G. (1998). "Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, n. 11, dez. 1998. Campinas: IE/Unicamp.
- BLOCK, F. (1980) *Los orígenes del desorden económico internacional*. México. Fondo de Cultura Económica, 1980.
- BRAGA, J. C. S. (1993). A Financeirização da Riqueza: a Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais. *Economia e Sociedade*, n. 2, 1993. Campinas: IE/Unicamp.
- BRAGA, J. C. S. (1997). Financeirização Global. In: TAVARES M. C. e FIORI, J.L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BRAGA, J. C. S. (2000a). *Temporalidade da Riqueza; teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: IE/Unicamp, 2000.
- BRAGA, J. C. S. (2000b). O Estado antiliberal da Macroeconomia da Riqueza Financeira. *INDICADORES DIESP*, n. 81, nov./dez. 2000.

- BRUNHOFF, S. (1998). A instabilidade financeira internacional. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- CHESNAIS, F. (1995). A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. *Economia e Sociedade*, n. 5, dez. 1995. Campinas: IE/Unicamp.
- CHESNAIS, F. (1996). *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, F. (1998a). Introdução Geral. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- CHESNAIS, F. (1998b). Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- CHESNAIS, F. (2002). A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. *Economia e Sociedade*, n. 18, jan./jun. 2002. Campinas: IE/Unicamp.
- CINTRA, M. A. M. (1998). A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). *Economia e Sociedade*, n. 10, jun. 1998. Campinas: IE/Unicamp.
- EICHENGREEN, B. (2000). *A Globalização do Capital: Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- FARNETTI, R. (1998). O papel dos fundos de pensão e de investimentos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- FIORI, J. L. (1997). Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES M. C. e FIORI, J.L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- GUTTMANN, R. (1998). As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven e Londres: Yale University Press.
- MOFFITT, M. (1984). O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.
- SERFATI, C. (1998). O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- PLIHON, D. (1995). A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, n. 5, dez. 1995. Campinas: IE/Unicamp.
- PLIHON, D. (1998). Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS (coord.). *A mundialização financeira; gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- PLIHON, D. (1999). A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira. *Economia e Sociedade*, n. 13, dez. 1999. Campinas: IE/Unicamp.
- TAVARES, M. C. (1983) A crise financeira global. *Revista de Economia Política*, vol. 3, n. 2, abril-junho/1983.
- TAVARES, M. C. (1997). A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES M. C. & FIORI, J.L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- TAVARES, M. C. e MELIN, L. E. (1997). Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES M. C. & FIORI, J.L. (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.