

Financeirização global

O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo

No capitalismo contemporâneo, segundo nossa hipótese, a financeirização é o padrão sistêmico de riqueza¹ que se originou nos anos 60, a partir dos Estados Unidos, e se difundiu mundialmente, nas últimas décadas, provocando grandes instabilidades não apenas no país de origem, mas também no paradigma produtivista que foi, até há pouco, o “capitalismo organizado” japonês.

¹ Essa hipótese é um desenvolvimento, tanto analítico quanto empírico, de idéias apresentadas originalmente em Braga (1985: 374-375): “A valorização e a concorrência operam sob a dominância da lógica financeira (...) não se trata 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”. E Braga (1993: 26): “A dominância financeira – a financeirização – expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo”.

Sua manifestação mais aparente está na crescente e recorrente defasagem, por prazos longos, entre os valores dos papéis representativos da riqueza – moedas conversíveis internacionalmente e ativos financeiros em geral (*paper wealth*) – e os valores dos bens, serviços, e bases técnico-produtivas em que se fundam a reprodução da vida e da sociedade (*economic fundamentals*). Analisaremos alguns indicadores que evidenciam este fenômeno, tais como a subida da relação, em valor, entre ativos financeiros e ativos reais; a elevação das operações cambiais totais sobre aquelas relativas ao comércio internacional; a superioridade das taxas de crescimento da riqueza financeira, em comparação com as do crescimento do produto e do estoque de capital; a escalada das transações transnacionais com títulos financeiros como percentual do Produto Interno Bruto dos países avançados; a expressiva participação dos lucros financeiros nos lucros totais das corporações industriais.

Trata-se de um padrão *sistêmico* porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores – o capital bancário, os rentistas tradicionais – mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, modificado a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado.

Embora os fenômenos em curso assemelhem-se às expansões financeiras que já ocorreram na história do capitalismo, apegar-se à abordagem de que se trata de uma mera repetição do “velho” capital financeiro, é algo teoricamente incorreto já que o passado não determina em *termos absolutos* nem o presente, nem o futuro. No centro daquelas expansões, posteriores à industrialização nos países avançados, uma vez proeminentes o capital industrial e o capital bancário, antes, como agora, está o capital financeiro, mas a questão é saber como ele se apresenta “modernamente” e quais seus desdobramentos

dinâmicos. Ele não se restringe, por exemplo, às definições clássicas², com o que se deve, a partir delas, aprofundar a análise de como corporações, bancos, empresas financeiras e até mesmo, indiretamente, os bancos centrais, ao monetizarem a riqueza fictícia, “atualizam” o conceito de capital financeiro, suas práticas e seus impactos na economia.

Nesse sentido, nossa visão é que o atual padrão de riqueza não se esclarece, no que tem de específico, em interpretações, como a de Arrighi (1994, p. ix-xi), pela qual o que estaríamos presenciando “é um fenômeno recorrente, que marcou a era capitalista desde os primórdios expansões financeiras como fases finais dos grandes desenvolvimentos capitalistas” Ademais, as noções de globalização financeira (Aglietta & Couder, 1990) e mundialização do capital (Chesnais, 1996) embora estejam consideradas, analiticamente, no interior de nossa formulação, não são sinônimas, não se confundem, com a financeirização, na medida em que, com este conceito, o que buscamos é apreender o *modo de ser* da riqueza contemporânea, sua gestão e aspectos de sua dinâmica sistêmica, no âmbito destes movimentos internacionais do capitalismo.

Os fatores pertinentes a esse padrão de riqueza advêm das transformações dos sistemas monetário-financeiros relacionadas às alterações na natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio; da gestão dos bancos centrais sobre a liquidez e as taxas de juros; da emergência das corporações produtivas com finanças que são um objetivo em si mesmo; da circulação internacional ampliada dos capitais sob o regime de taxas de câmbio flexíveis; da interação desses movimentos com as res-

² Cf. Hilferding (1963:253) baseado no caso alemão: “Chamo de capital financeiro ao capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro, que deste modo se transforma em capital industrial”. Não parece, tampouco, desejável “congelar” a reflexão contentando-nos com a definição mais genérica: “No capital financeiro aparecem unidas em sua totalidade todas as formas parciais do capital. O capital financeiro aparece como capital monetário e possui, efetivamente, sua forma de movimento D-D’ (Dinheiro – Dinheiro Ampliado), dinheiro produtor de dinheiro, a forma mais geral e mais absurda do capital” (Hilferding, 1963: 264).

trições impostas às finanças públicas; da desregulamentação financeira; da condução das políticas de globalização pela hegemonia dos Estados Unidos (Tavares & Melin, 1997).

No plano *nacional*, o padrão de riqueza típico é o institucionalizado nos Estados Unidos, através da concorrência acirrada, nos mercados creditício e de capitais, interconectados pela securitização³, praticada por bancos, corretoras, nas parcerias com investidores institucionais e corporações industriais, administrando um amplo espectro de títulos e moedas conversíveis, numa perspectiva de *gestão de ativos*. Nesse sentido, o espaço nacional, por excelência, onde se verifica, com a participação de capitais mundializados, o novo tipo de interação entre moeda, crédito e patrimônio. Nos Estados Unidos se cristaliza um sistema monetário e de financiamento, calcado mais nos ativos financeiros do que na moeda e nas reservas bancárias, proeminente na valorização financeira e patrimonial, e desde o qual se põem, pelo banco central americano, as condições para que o dólar seja o dinheiro da financeirização global.

Esse é o paradigma que o país hegemônico vem condicionando ao mundo e que, aliado a pressões internas a outras economias, tem-se imposto, em maior ou menor medida, no processo de liberalização financeira e desregulamentação mundial. Como tal, é um padrão que se tem difundido pela Europa – feita a exceção, até o momento, da Alemanha, que se globaliza de uma maneira específica e mais disciplinadora das finanças. No Japão, a reforma financeira em andamento – ironicamente chamada de *big bang*, pela imprensa interna-

³ A securitização é, em sentido 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, propícia aos bancos na captação de fundos. Como tal, é peça-chave do padrão de riqueza em questão, disseminando-se nas operações nacionais e transnacionais, nos regimes monetário-financeiro e cambial.

cional – vai estabelecer qual o grau de adesão oficial ao paradigma que, na prática, já é bastante elevado. Quase desnecessário frisar que, ao mesmo tempo, o “modelo” já se impõe nas periferias asiáticas e latino-americanas, caracterizando-se nestas pela estabilização monetária, a qualquer custo, em que se salientam a desindustrialização, a desnacionalização e a expansão de circuitos de valorização patrimonial e financeira.

No plano *internacional*, portanto, esse padrão de riqueza se exercita, concretamente, no mercado de capitais (*lato sensu*), mundialmente integrado, composto por ações, bônus e títulos financeiros em geral, públicos e privados, representantes da grande massa de riqueza mobiliária, desproporcional face à riqueza real, produtiva. Estes títulos impulsionam uma circulação cambial de corte estritamente financeiro num sistema plurimonetário em que o dólar, moeda em que aqueles títulos são maioritariamente denominados, ocupa a posição dominante. Esta circulação determina um movimento interdependente de taxas de câmbio e taxas de juros, uma vez que suas variações estabelecem as rentabilidades dos ativos financeiros e as modificações dos valores patrimoniais nos diferentes mercados nacionais globalizados. Com isto, o que se configura, “em definitivo”, é o regime de taxas flexíveis de câmbio, como aquele pertinente à lógica financeirizada, que, combinado com os juros e a capitalização em bolsas de valores, estabelecem, predominantemente, os critérios de valorização e desvalorização da riqueza.

Neste capítulo desenvolveremos o conceito de financeirização em três partes. Na primeira enfatizaremos os desequilíbrios macroeconômicos dos Estados Unidos, desde meados dos 60, suas inovações financeiras, a internacionalização de seus bancos e empresas, e a ruptura do padrão ouro-dólar deslançaram um processo monetário-financeiro interno e internacional, que funda o referido padrão sistêmico.

Na segunda parte, analisaremos os conteúdos da lógica financeira geral que as corporações capitalistas modernas introjetaram em suas estratégias de concorrência, com peso análogo ao cálculo acerca do progresso técnico e do investimento

produtivo. Assinalaremos ainda que os impactos sobre a dinâmica macroeconômica devem ser considerados a partir da interação dessas estratégias com a competição internacional interempresas industriais. Ademais, as performances nacionais relacionam-se com o grau de apoio existente nas políticas de ajuste e reestruturação produtiva, o qual tem-se demonstrado persistente, mesmo com a globalização, justamente nos países dominantes e “produtores” de multinacionais do tipo *global players*.

Na terceira parte, caracterizaremos uma macroestrutura financeira, que compõe o padrão sistêmico da financeirização como um *locus* privado e público, que se concretiza sobretudo nas praças financeiras dos países líderes, em que operam as grandes corporações, bancos, empresas financeiras, investidores institucionais e bancos centrais relevantes. Nela, a circulação da riqueza mobiliária se potencializa “autonomamente”, através das operações com moedas e títulos em busca de valorizações financeiras e patrimoniais, cuja exacerbação tem redundado em “crises” características desta específica forma de dominância financeira.

1. A “financeirização originária” dos anos 60 aos 90: os determinantes a partir dos Estados Unidos, a potência econômica e hegemônica

A década de 60 descortina-se com os Estados Unidos emitindo dinheiro para financiar a “Idade de Ouro” e sua posição hegemônica no mundo, o que incluía desde os gastos em infra-estrutura e programas sociais, a internacionalização das corporações e dos bancos, até a guerra colonial no Vietnã e programas militares. O contexto monetário internacional, como antecipara Triffin (1960) com grande acuidade, trazia latente uma ruptura, dado que a expansão de liquidez era proporcionada pelos déficits de balanço de pagamentos americano, cujo saldo comercial positivo era superado pelas saídas na conta de capital, mecanismo que terminaria por minar a “con-

fiança” no dólar como reserva de valor conversível em ouro. O sistema financeiro interno, cuja estabilidade baseava-se no quadro regulatório montado após a *débâcle* dos anos 30, começava a ser alterado por uma práxis privada e pública de cunho liberalizante e estimuladora da especulação. O déficit público e a inflação colocavam em dificuldades o manejo das políticas fiscal e monetária: tinha de manter o déficit sob controle, mas, ao mesmo tempo, os dispêndios governamentais em programas sociais, infra-estrutura e programas militares deveriam ser preservados. Dessa forma, o Fed adquiria títulos do Tesouro, monetizando parte da dívida nacional, e, assim, aquelas aquisições de *open-market* atavam os déficits orçamentários federais à criação automática de moeda⁴.

No início dos anos 70, esse conjunto de fatores determinou o fim da prosperidade da “Idade de Ouro” e consolidou, ao longo do tempo, as bases do novo padrão de riqueza que vinha se configurando. Analisemos este processo.

Uma das raízes do mencionado padrão provém da mudança no sistema de financiamento do investimento produtivo, que era baseado nos lucros internos das empresas, no crédito bancário de curto e médio prazos e no *funding* estável do mercado acionário e de títulos, proporcionado pelos fundos de pensão e seguradoras. Como é sabido, a regulamentação do sistema financeiro implicava tetos para as taxas de juros (Regulation Q), na captação e nos empréstimos bancários, a especialização de funções entre instituições, e bancos regionais que eram impedidos de operar nacionalmente (*Glass-Steagall Banking Act-1933* e *McFadden Act* de 1927). Este era o arcabouço com que os Estados Unidos conseguiam que um sistema *market-oriented* não escapasse do controle em direção à *indisciplina financeira*.

⁴ Em 1960, o Fed detinha 9,4% do estoque de dívida pública federal (*T-securities*), mesmo patamar que havia mantido ao longo dos anos 50. Daí em diante este percentual é ascendente a cada ano, chegando a 16%, em 1970 (Guttman, 1994: 102).

Era um sistema orientado pelo mercado, no sentido de que contava com um mercado de capitais plenamente desenvolvido e um mercado creditício isento de interferência estatal quanto a seletividade e direcionamento dos recursos. Porém, sua estabilidade dependia de inflação controlada, para que fosse compatível com os tetos de taxas de juros, de uma expansão creditícia baseada nos depósitos à vista (não remunerados) e, também, de que os investidores em ações as mantivessem em carteira, por períodos longos, evitando os movimentos especulativos que o mercado acionário tende a promover.

Noutras palavras, após a Grande Depressão dos anos 30, os Estados Unidos adotaram um sistema no qual os mercados financeiros tiveram dinâmica própria, ao invés de ordenar suas finanças, como a Alemanha e o Japão o fizeram (Acioli, 1993; Levi, 1996) – cada qual à sua maneira – mas ambos baseados numa articulação creditícia estreita entre bancos e indústrias, sem mercado acionário ativo. Num sistema baseado no crédito bancário, como eram o germânico e nipônico, a parceria entre financiador e financiado é maior, reduzindo os riscos de imobilização de capital, de iliquidez e de insolvência, e encurtando as manobras de ganhos especulativos. No financiamento lastreado em títulos do mercado de capitais – ações, bônus, notas – a ocorrência de qualquer expectativa negativa quanto aos rendimentos futuros das corporações endividadas ou quanto à liquidez das empresas financeiras, pode-se desencadear uma fuga súbita daqueles títulos, com perdas de capital para os financiadores e, iliquidez, ou mesmo falência dos endividados. Nessa situação apenas o Banco Central, na função de emprestador de última instância, é capaz de evitar um colapso generalizado.

No cenário macroeconômico que se desenhava nos anos 60 não tardaram a acontecer as inovações financeiras que a dinâmica livre dos mercados sempre proporciona. Antes mesmo dessas inovações, em 1956, já havia sinais da desregulamentação desejada pelos agentes financeiros, pois naquele ano ocorreu a primeira mudança no marco regulatório com o *Bank Holding Company Act*, pelo qual as *holdings* de bancos – *bank*

holding companies – podiam oferecer serviços financeiros que estavam vedados aos bancos⁵.

Em 1961, foram lançados os certificados de depósito negociáveis (CDs) pelo City Bank para volumes superiores a US\$ 100 mil, por prazos maiores que 14 dias, escapando da Regulation Q. Pagavam-se assim taxas de juros livres de tetos e garantia-se liquidez ao título, dada sua negociabilidade no mercado secundário que se ampliava⁶.

No início dos anos 70 nasceram os fundos mútuos, com a reunião de poupadores de menor peso (US\$ um mil) para compor magnitudes que permitissem acesso à rentabilidade dos mercados monetários⁷.

Como resposta aos Money Market Mutual Funds, os bancos comerciais começaram a diversificar as formas de captação, criando as Now-Negotiable Order of Withdrawal-Accounts, as ATS – Automatic Transfer Service-Accounts, as Accounts Accessible Through Remote Service Unit, etc. Em 1977, foram criadas as Cash Management Accounts (CMAs) pelo banco de investimento Merrill Lynch que combinavam a elevada rentabilidade dos fundos mútuos com acesso a corretagem, lançamento de cheques, cartão de crédito e linha de crédito. As instituições de depósitos (bancos comerciais e instituições de poupança) começaram uma contra-reação. O Citybank lançou as Super Now-Accounts, uma conta de 3 meses com depósitos

⁵ Esta reconstituição das alterações no sistema financeiro americano baseia-se em trabalho de pesquisa que realizamos com Marcos Antonio Macedo Cintra. Ver Cintra (1996) nas referências bibliográficas.

⁶ Devemos observar, no entanto, que os CDs também foram afetados pelas medidas de política monetária contracionista adotadas na segunda metade da década de 60. Ou seja, a brecha descoberta pelo City foi fechada. Porém, sua filial em Londres lançou CDs em eurodólar (1966), oferecendo alternativas de aplicação mais rentáveis no mercado internacional aos clientes da matriz americana, contornando as restrições domésticas.

⁷ Mercado atacadista de baixo risco, elevada liquidez e instrumentos de curto prazo, composto por títulos de dívida pública e privada, podendo ser de emissão do Tesouro americano, agências federais, notas municipais, certificados de depósitos negociáveis, *commercial papers*, e aceites bancários.

mínimos de US\$ 7.500,00, com taxa de juros vinculada aos títulos do Tesouro para competir com as CMA. As instituições de depósitos criaram ainda os Money Market Deposit Accounts (MMDA) sem teto de juros, sem requerimento de reserva, mas limitada a apenas 3 cheques por mês. No final dos anos 70, os bancos introduziram a Automated Teller Machine (ATMs), operando 24 horas por dia, que mais tarde possibilitaram o desenvolvimento dos software para os home banking (transações bancárias pessoais).

Eis aí a gestação do processo crucial de substituição da moeda pelos ativos geradores de juros que alterou as condições operacionais dos bancos, implantou a securitização, desatou a concorrência financeira, e problematizou o controle da liquidez pelo Banco Central – o Fed.

Os novos instrumentos financeiros dotados de rentabilidade com liquidez, constituíram-se como substitutos da moeda, quase-moeda. Sintomaticamente, sobe a relação entre dívida total na economia e depósitos à vista, enquanto cai a participação destes no total dos passivos bancários. Os financiamentos ofertados por organizações não-bancárias crescem como percentual do total de financiamentos da economia, sinalizando o fenômeno da chamada *desintermediação* bancária. O aprofundamento desta mudança foi de tal ordem que a relação entre ativos bancários e ativos totais das instituições financeiras que havia estado em torno de 40%, entre as décadas de 30 e 70, cai para apenas 27% no início dos anos 90 (Edwards, 1993).

Já ao final dos anos 60, o acirramento da competição financeira se manifestava nos fluxos de dólares americanos – das corporações e dos bancos – que impulsionaram o Euromercado de moedas (*eurocurrency market*), dando início a uma verdadeira mudança de *escala* e de natureza da circulação monetário-financeira internacional, cuja análise detalharemos na parte III deste trabalho. Além destes fluxos, a internacionalização de bancos e corporações de distintos países, ao lado da incerteza cambial reinante, determinaram que, no Euromercado, se verificasse um extraordinário salto nas opera-

ções cambiais (*currency trading*) que, de 25 bilhões de dólares, em 1970, passam a 100 bilhões ao final de 1973, já revelando, embrionariamente, o que estes agentes vieram a desenvolver em termos de sofisticadas técnicas de gestão internacionalizada do dinheiro (Guttman, 1994: 143).

Se, externamente, os bancos americanos foram ao mercado de “eurobônus”, internamente se lançaram na oferta de empréstimos acima da base de reservas, a qual se estreitava pelo fenômeno mencionado de substituição da moeda por ativos financeiros geradores de juros. Isto é, os bancos passavam a ter como prioridade a administração de seus passivos – CDs, *commercial papers*, e outros – para “correr atrás” de como financiar a demanda por empréstimos, deixando em posição subordinada a gestão de seus ativos, os investimentos e empréstimos. A “contribuição” dos bancos para o quadro que veio a ser chamado de “fragilidade financeira” estava sendo engendrada por este tipo de gestão.

Evidentemente, a desintermediação não significou e nem significa, hoje, que os bancos tenham sido “descartados”. Dos anos 70 ao presente, eles atuaram nos empréstimos imobiliários e aos consumidores, na área de seguros, na subscrição de bônus e ações. Ultimamente, passaram a constituir bancos nacionais, via rede física e captação de depósitos, derrubando, na prática, a legislação impeditiva. Ao mesmo tempo, contornavam as exigências de capitalização e reservas, operando em *swaps*, futuro e opções – os derivativos – auferindo, assim, ganhos de arbitragem, que ficavam ocultos dos balanços (*off balance sheet*), e conseqüentemente “livres” da regulamentação e supervisão das autoridades monetárias.

Em suma, essa transição bancária, em 30 anos, aponta para uma configuração atual do tipo “conglomerado de serviços financeiros”, que virá a ser sancionada com a aprovação, no Congresso americano, do *Financial Services Competitiveness Act*, inicialmente formulado em 1995. Os bancos determinaram nessa evolução uma *circulação financeira ampliada*, em que, diferentemente daquela baseada em moeda e depósitos à vista, prevalecem os ativos financeiros públicos e privados, quase-moedas,

geridos por eles, inclusive em parcerias com os investidores institucionais (fundos mútuos e de pensão, e seguradoras) a quem suprem de liquidez no carregamento dos títulos.

Atores relevantes desse padrão são as demais instituições financeiras, condutoras do chamado movimento de securitização, pelo qual os títulos financeiros dominam o universo de posições credoras/devedoras, ativas/passivas⁸. Dentre eles estão os fundos mútuos do mercado monetário, as seguradoras e os fundos de pensão, os chamados investidores institucionais, que adotam estratégias de gestão de portfólio, reduzindo o tempo médio de manutenção das ações, em função de ganhos de capital mais “imediatos”, internacionalizando suas aplicações e alimentando o crescimento dos mercados de derivativos.

Dessa forma bancos e instituições financeiras promovem a interpenetração dos mercados creditício e de capitais; alimentam a expansão autonomizada da circulação financeira (nacional e mundial); atuam como centros privados de emissão monetária, através dos ativos de tipo quase-moeda; ampliam a liquidez, em grau significativo, à margem do Banco Central; dão à gestão da riqueza o caráter de gestão de ativos (professional and performance-oriented asset management).

É uma massa de riqueza a circular, nacional e internacionalmente, em magnitudes desproporcionais às necessidades de financiamento da produção e circulação de bens e serviços; com vigência em períodos prolongados, não apenas conjunturalmente, com o que se revela um traço estrutural, característica da financeirização como padrão sistêmico de riqueza.

Esses movimentos, oriundos do âmbito monetário-financeiro encontraram paralelo, desde os anos 60, também, nas estratégias das corporações industriais americanas. Em princípios daquela década, seja por razão do ímpeto expansivo da

⁸ Esses novos títulos financeiros são, por sua vez, instrumentos de captação por parte das companhias financeiras, muitas das quais ligadas às corporações industriais e comerciais, que emprestam aos consumidores e às empresas em geral, competindo evidentemente com os próprios bancos, e explicitando a função financeira internalizada por estas corporações (ver parte 2 adiante).

“Idade de Ouro”, seja pela transnacionalização produtiva em que se engajavam, a evidência é que as corporações industriais começaram a adotar práticas financeiras mais arriscadas e inéditas, tanto no modo de bancar seus investimentos produtivos, quanto na procura de uma *rentabilidade geral*, operacional e não-operacional. No primeiro aspecto, isto significava que seus investimentos fixos eram mais amplamente financiados por fontes externas a elas mesmas, criando-se um endividamento maior, na aposta de que os lucros operacionais futuros sancionariam este procedimento. No segundo aspecto, significava introjetar a função de *gestão de portfólios*, em que os ativos financeiros promoveriam ganhos de natureza não operacional.

Os dados das últimas três décadas mostram como houve picos de elevação das fontes externas no financiamento dos ativos físicos, seguidos de retrações, que evidenciaram momentos críticos, micro e macroeconomicamente, derivados da própria instabilidade na forma de financiamento. Assim, observamos as finanças ditando o ritmo da economia (Minsky, 1986).

Um indicador pertinente quanto a isso é a relação entre fundos externos líquidos e investimentos em ativos físicos, que sofreu um grande salto na década de 60. De 3,8% em 1961, foi a 20,6%, em 1966, quando ocorreu um *Credit Crunch* induzido pelo Fed. Como conseqüência, este percentual declinou, em 1967, para 13,9%. Elevou-se novamente para 27,5%, em 1969, atingindo um ápice de 35,2%, em 1974, quando veio outra turbulência financeira seguida de “uma depressão suavemente séria ou profunda recessão” (Minsky, 1986: 14). Na segunda metade da década de 70 deu-se um desendividamento (-24,5% em 1975) com o que os fundos externos passaram a ter importância cadente (1,2% em 1979, -6,0% em 1980) (Minsky, 1986: 88, 92, 95).

Na década de 80, entre 1984 e 1990, retorna o endividamento, baseado agora em bônus, *commercial papers* e notas com taxas fixas e flutuantes, dando novo impulso à securitização. O endividamento total das corporações em relação ao seu ativo total vai de 30%, em 1980, para 46,6% em 1991; enquanto em relação ao capital próprio (lado passivo do ba-

lanço) a evolução é de 44,6% para 87,4% no mesmo período. O capital próprio em relação ao ativo não financeiro passa de 94% em 1980, para 78% em 1991. As fontes internas – lucros retidos e provisões para depreciação – em relação ao passivo total declinam de 69% em 1980, para 53% em 1991 (Dados da OCDE em Cintra, 1993).

Foi nesse quadro de “fragilização financeira” que se desenvolveu, nos anos 80, o processo de operações especulativas, relacionado a mudanças patrimoniais, em que ressalta o controle estrangeiro de empresas americanas. Em 1982, as aquisições estrangeiras foram de 4,8 bilhões de dólares, ocorrendo, desde então, uma aceleração que levou o total para 355,7 bilhões de dólares, entre 1983 e 1993, ou seja, uma média de 32,3 bilhões/ano, implicando, portanto, uma desnacionalização significativa da economia americana. Já as operações totais de fusões, recapitalizações, e aquisições alavancadas – *debt-financed mergers, leveraged recapitalizations e leveraged buy-out* – totalizaram, entre 1980 e 1990, 943,7 bilhões de dólares (Cintra, 1993).

Esses dois movimentos espelham a especificidade americana, um *mercado nacional transnacionalizado*, com operações patrimoniais especulativas, as quais, sob outras modalidades, têm caracterizado, também, a tendência das corporações modernas de outros países na gestão de finanças como um fim em si mesmo, fenômeno que analisaremos em detalhe na parte 2.

Nesse ambiente privado, o Estado ocupou as *funções de Big Government* e de *emprestador de última instância*. Diante das turbulências financeiras que conduziram, em momentos dos anos 60 e dos 70, a tendências recessivas *entrava em ação* a política fiscal para evitar um agravamento e sustentar os lucros das corporações; enquanto que, para enfrentar as corridas contra os títulos – CDs, *commercial papers* e outros – que levariam as instituições financeiras à insolvência, entrava o Fed como *emprestador último*. Ao mesmo tempo, o banco central americano caminhava para dificuldades crescentes na gestão monetária, por causa das inovações financeiras men-

cionadas, com o que foi reduzindo a utilização do redesconto (de títulos privados) e das reservas compulsórias, como instrumentos de controle da liquidez, e transitou para maior utilização do *open-market* (endividamento via títulos públicos). Nos últimos anos cresceram as operações de mercado, com títulos públicos e privados, de que o Banco Central é obrigado a *valer-se para influenciar a liquidez e a taxa de juros*, ficando, neste sentido, *mais vulnerável às expectativas privadas (market oriented)*⁹.

Essas funções públicas erigiram outra dimensão da financeirização, aquela em que se vai estabelecendo *um déficit público alimentado pelo componente financeiro, restringindo o papel dinamizador do gasto governamental sobre a renda nacional*.

A culminância desse processo americano foi o rompimento do padrão monetário internacional montado desde Bretton Woods. Em meados de 1971, ocorreu o primeiro déficit comercial americano, desde 1893, funcionando como sinalização decisiva de que a potência econômica não era mais a mesma, ao passo que os detentores estrangeiros de dezenas de bilhões de dólares queriam convertê-los em ouro. Chegou-se ao resultado conhecido da suspensão da conversibilidade – fechamento da *gold window* – em 15 de agosto daquele ano. Durante a Conferência do Fundo Monetário Internacional, na Jamaica, em 1976, ficou legalizado o sistema de taxas de câmbio flexíveis, após constatado o malogro do Smithsonian Agreement, de dezembro de 1971, que pretendia, após o ajuste cambial daquele ano, que as taxas de câmbio dos países industrializados variassem segundo margens, para mais ou para menos, de 2,25%, superiores às de 1%, sob o regime de Bretton Woods.

⁹ Cf. Miranda (1997: 45): “Somente se as políticas dos bancos centrais forem coerentes com as convenções prevaletentes nos mercados financeiros, elas ganham eficácia. Vale dizer, até mesmo em condições de recessão é necessário que os mercados, antes das autoridades governamentais, reconheçam a conveniência de políticas expansivas. Caso contrário estas só farão propagar e aprofundar os desequilíbrios originários.”

Os fatores que vinham alterando o padrão de riqueza determinaram ajustes e reestruturações, em meio à instabilidade estrutural, cujos momentos importa diferenciar. No período após a Segunda Guerra até 1973 sustentou-se uma taxa média anual de crescimento do PNB de 3,0%, experimentando-se, porém, em meados dos anos 60, o início da inflação e da instabilidade financeira. Entre 1953 e 1965, a taxa de inflação foi mantida em torno de 1% ao ano, mas, a partir de 1966, foi a 2,2% e seguiu em ascensão até atingir o pico com 13,5% em 1980. Entre 1974 e 1982 verificou-se a *stagflation* com a taxa de crescimento na média anual de 1,5%, níveis elevados de inflação, perda de competitividade internacional em função da queda da produtividade e uma sucessão de crises financeiras em que bancos importantes e até mesmo o subsistema imobiliário (*savings & loans*) faliram¹⁰.

Como reação à instabilidade financeira, à *stagflation*, à deterioração do dólar como reserva de valor internacional, o Fed determinou um choque de juros, em setembro de 1979, dando partida ao processo pelo qual o dinheiro americano voltaria a se impor mundialmente, em bases puramente financeiras e patrimoniais, a despeito de seus déficits comerciais e de sua fragilidade relativa, no âmbito da tríade, em termos de sistema técnico-produtivo. A economia americana vai revertendo suas “debilidades” dos anos 60 e 70, ancorada na atratividade de ganhos com ativos, em seu amplo mercado globalizado, na aceitabilidade de seus títulos de dívida pública

¹⁰ Em outubro de 1974, o “Franklin National Bank of New York”, um banco de muitos bilhões de dólares, vai à falência, à época o maior banco americano a sofrer este revés. Em 1975, o bilionário “Security National Bank of New York” submete-se a fusão para evitar uma falência aberta. Durante 1974-1975 o número de bancos e ativos atingidos superou o de qualquer outro período desde a Segunda Guerra. O setor imobiliário (“Real Estate Investment Trust – REIT – industry”), com cerca de 20 bilhões de dólares em ativos, registrou várias quebras e encerramentos de empresas. Em 1982, vários bancos de poupança (*saving banks*) faliram, sendo que, em meados do ano, a ruidosa queda do “Penn Square” produziu grandes perdas em “gigantes” do sistema bancário americano – “Chase Manhattan”, “Continental Illinois”, e “Seafirst” (Minsky, 1986: 13).

como lastro básico da securitização, no poder do FED em manter a dominância do dólar a partir da política monetária e cambial, com as quais vem sustentando as vantagens financeiras, de liquidez e de segurança “anti-risco”, desta moeda financeira face às demais (Tavares & Melin, 1997).

De 1983 ao presente, os Estados Unidos retomam o crescimento – taxa média anual em torno de 3,0% – revelando poder de atração da “poupança financeira” internacional, não apenas para participar desta retomada, como para ampliar os circuitos de valorização financeira e patrimonial. Configura-se, assim, uma combinação de crescimento econômico e especulação, que se recompõe mesmo após a deflação de preços – desvalorização de riqueza fictícia – na bolsa de valores em 1987, na qual se vem atingindo recordes ultimamente. Ou seja, a posição hegemônica americana tornou possível, nos últimos anos, operar a lógica da financeirização e as políticas de globalização em favor de sua performance econômico-financeira, ao passo em que a difusão deste padrão de financeirização global não tem revelado nos demais países o mesmo “sucesso” do país central, nos últimos anos.

Em síntese, no período analisado, se organiza nos Estados Unidos um padrão de riqueza difundível internacionalmente em que estão presentes: 1) a mudança de natureza do sistema monetário-financeiro com o declínio da moeda e dos depósitos 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 de câmbio; 8) o déficit público financeiro endogeneizado; 9) o banco central market oriented; 10) a permanência do dólar como moeda estratégica mundial.

2. Lógica financeira geral das corporações

A financeirização se fundamenta na própria forma contemporânea de operação das corporações industriais, compostas por diferentes tipos de empresa patrimonialmente interligadas. A dimensão financeira autonomizada das corporações é um registro básico do quanto mudou o capitalismo em relação ao tempo em que “os negócios eram um modo de vida” (*business as a way of life*).

Em seus primórdios, cabe lembrar, os proprietários das empresas respondiam com seus patrimônios pessoais pelas responsabilidades assumidas em seus empreendimentos empresariais – a chamada responsabilidade ilimitada frente ao passivo (*unlimited liability*). Este princípio era de tal importância que Adam Smith o considerava como “fundamento da integridade comercial” (Landes 1966). Tais restrições eram evidentemente incompatíveis com a natureza expansiva da lógica de acumulação de capital, ocorrendo, portanto, uma evolução em direção à figura da companhia empresarial (*company*) e das sociedades anônimas. A companhia capitalista data de 1856, na Inglaterra, caracterizando-se por ser uma personalidade legal (*legal person*) separada e distinta do proprietário, e dotada de responsabilidade limitada (*limited liability*). As sociedades por ações desataram as funções de gestão e propriedade, e deram surgimento ao mercado acionário. Ao aglutinarem capitais de diversas fontes, produziram o avanço correspondente à necessidade de mobilizar grandes massas de capital. Estabeleceu-se assim o “mercado organizado de investimentos” no qual os títulos representativos da propriedade circulavam e valorizavam-se em órbitas próprias com a possibilidade de convergir ou divergir da valorização empreendida na órbita produtiva, onde se alocavam os ativos imobiliários operacionais. Instaurou-se, ao longo dessa evolução histórica, a vigência da riqueza mobiliária como caráter indispensável à elasticidade, mobilidade e flexibilidade próprias do capital como forma socialmente determinada de organizar a produção e distribuição (Braga 1996).

Nas últimas décadas do século XIX, deflagrou-se a passagem de um sistema capitalista em que a riqueza era associada à terra, máquinas, equipamentos, edificações, para uma “nova era”, em que a riqueza irá assumindo crescentemente uma *dimensão simbólica*, na moeda fiduciária e nos ativos financeiros em geral.

Landes (1958: 38-48) compreende assim esta mudança: “Prudência, frugalidade e decoro, eram as virtudes de uma era histórica inteira, de toda uma ordem social, uma ordem que estava gradualmente desaparecendo, é verdade, mas que ainda, em 1860, detinha a fidelidade da grande maioria da sociedade européia. Eram as virtudes de um mundo no qual as coisas moviam-se vagarosamente, a riqueza do homem encontrava-se tipicamente na solidez da terra e das edificações, em que as pessoas estavam, geralmente, arraigadas ao *status* que seus pais, antes delas, haviam mantido. Certamente, não era um mundo estático, pois o desenvolvimento do comércio e da indústria já haviam criado novos canais de mobilidade e introduzido mudanças que alteravam consideravelmente os valores e aspirações da antiga sociedade, basicamente agrícola. Porém, tratava-se ainda do comércio indolente e da indústria de pequena escala e, mesmo na Grã-Bretanha, onde a economia já tinha se aprofundado na senda da revolução tecnológica, as atitudes tradicionais permaneciam. () As pessoas estavam ajustando-se lentamente à riqueza de papel, com sua mobilidade, seus altos e baixos, sua desconcertante concretidade simbólica.”

Pois bem, posto em grandes traços esse “pano de fundo”, contornemos a extensa evolução financeira do século XX, que não é nosso objeto neste artigo, e consideremos de imediato o estágio em que nos encontramos, atualmente, no que tange às finanças das corporações. Vejamos, inicialmente, como as evidências empíricas demonstram o peso das empresas transnacionais no controle dos estoques de ativos financeiros.

Dados pesquisados por Miranda (1997) para os 18 principais países da OCDE indicam que, em 1995, estas empresas detinham um total de 13 trilhões de dólares aplicados naqueles ativos, superando os bancos (8,3 trilhões), as seguradoras (6,7

trilhões), os fundos de pensão públicos e privados (6,5 trilhões) e perdendo, apenas, para as famílias que possuíam 28,8 trilhões. A importância da função financeira nas empresas japonesas vem ascendendo, há décadas, mostrando-se um fator estrutural, mesmo nas fases de intenso produtivismo. A relação lucros não operacionais sobre lucros operacionais apresentava os seguintes valores mínimos e máximos por décadas: 1960/70, 22,9% e 37,5%; 1970/80, 34,9% e 62,5% e 1980/88, 41% e 60,4% (Braga, 1993).

Serfati (1996: 155) mostra a importância das empresas nos mercados de derivativos. Em 31/12/1993, de um estoque total, relativos a swaps de taxa de juros, da ordem de 3.209,4 bilhões de dólares, 1.166,6 bilhões estavam com as empresas; sendo que, em 1994, de um total de *novos* swaps de 1.481,5 bilhões, 587 bilhões lhes pertenciam. Para as mesmas datas, no que tange aos swaps de divisas, os valores dos estoques eram de 682,1 bilhões, no total, e de 323,4 bilhões para as empresas; enquanto o total de *novos* swaps era de 139,5 bilhões, sendo 62,6 bilhões a elas pertencentes.

Chandler (1990: 621) em sua pesquisa sobre as grandes empresas modernas estabelece seis traços que constituem, segundo ele, verdadeiras inovações históricas no comportamento empresarial, das quais três remetem-nos justamente à lógica financeira geral que nos ocupa: “Dentre as várias mudanças recentes no crescimento, gestão e financiamento da moderna empresa industrial, seis não têm precedentes históricos. Estas incluem: a adaptação a uma nova estratégia de crescimento – aquela de ingressar em novos mercados em que as capacidades organizacionais originárias da empresa não oferecem vantagens competitivas; a separação gerencial entre a cúpula administrativa da corporação e a gestão intermediária nas divisões operacionais; o amplo e continuado desapossamento (*divestiture*) de unidades operacionais; a compra e venda de corporações como um negócio específico em si mesmo; o papel representado por gestores de porta-fólio nos mercados de capitais; e a evolução desses mercados de capitais para facilitar a emergência do que tem sido designado como um mercado

para o controle de corporações (*a market for corporate control*). Todas estas mudanças estão inter-relacionadas”.

Essas inovações surgem justamente nos anos 60, segundo ele, quando se intensifica a competição interpaíses e interindústrias, refletindo velozes mudanças nos mercados, tecnologia e políticas públicas, que ainda são difíceis, para o historiador, analisá-las e avaliá-las. Elas são mais óbvias, observou, justamente nos Estados Unidos que, naqueles anos, dominavam soberanamente a economia internacional. Entretanto, como sabemos, aquelas práticas generalizaram-se para corporações multinacionais de outros países nas últimas décadas.

As três últimas características mencionadas por Chandler são expressões das finanças como um fim em si mesmo, na estratégia das corporações, enquanto as três primeiras refletem um novo perfil de decisões competitivas em produção e tecnologia. Na tentativa de captar, numa formulação mais “abstrata”, o cálculo capitalista que orienta o crescimento e lucratividade geral dessas corporações consideremos a seguinte “função-objetivo”¹¹:

F: $f(F_i, I_{pt}, X)$

As finanças gerais estão representadas por F_i em que se incluem variadas operações. Há as manobras estritamente patrimoniais pelas quais buscam ganhos de capital através do mercado de bolsas, na negociação de ações de empresas contidas em seu portfólio e que encontram no *market for corporate control* um espaço apropriado de ampliação. Há aplicações em outros títulos financeiros, práticas de arbitragem em geral nos mercados de crédito e de capitais mundialmente integrados. Ocorre o financiamento a empresas vinculadas a seus *networks* técnico-produtivos, tais como fornecedores e cooperadores, no desenvolvimento de tecnologia.

¹¹ Uma formulação inicial desta função-objetivo deu-se numa intervenção da professora Maria da Conceição Tavares no “Seminário Internacional sobre Teoria e Política Macroeconômica” realizado em 5/10/1993 no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

As operações especulativas com moedas explicam em boa parte o crescimento das operações cambiais além das necessidades meramente comerciais. Dedicam-se à montagem de esquemas de “funding” para os seus investimentos que otimizem as oportunidades oferecidas pelo crédito bancário, pelo mercado de “securities” e pelos fiscos dos países aonde se dirigem seus investimentos. As estratégias de depreciação do capital fixo também aqui se incluem, na medida em que implicam a inserção, nos preços produtivos, de um componente financeiro específico. E finalmente, a montagem de esquemas *temporais* adequados, no plano das posições credoras/devedoras, ativas/passivas, segundo as oportunidades oferecidas pelos vários segmentos dos sistemas financeiros nacionais em que atuam e do mercado de capitais mundialmente integrado.

Dessa forma, a liquidez que manejam passa a ser estratégica, posse permanente de estoques de moedas conversíveis internacionalmente e de ativos do tipo quase-dinheiro, ao invés de uma preferência pela liquidez vigente, apenas, num certo lapso de tempo, em que as expectativas recomendem não imobilizar capital. Para estas corporações, não vale mais, em termos significativos, a máxima de que “investir é emitir dívidas e abrir mão da liquidez”! Esta passa a ser uma verdade parcial. Trata-se, como imposição da própria concorrência e da administração de riscos, de constituir finanças que não apenas impliquem uma adequada estrutura de dívida, de passivos (para imobilizar capital) mas ao mesmo tempo construir uma adequada posição credora/ativa para ter mobilidade, flexibilidade, agilidade inovativa, velocidade na captação de oportunidades lucrativas nos vários mercados nacionais, produtivos e financeiros.

O fator *Ipt* denota o investimento tecnologicamente inovador, a partir do domínio do conhecimento em física, química e outras ciências, que se caracterizam como disciplinas que transcendem as necessidades de uma linha de produto e, assim, abrem o horizonte de participações multissetoriais. Isto é, não se trata mais, apenas, da economia de escala mas também da economia de escopo, novos produtos e novos processos, não

necessariamente relacionados com a base industrial que deu origem à corporação.

As “barreiras à entrada” nos ramos industriais e estruturas de mercado (diferentes tipos de oligopólios) persistem para empresas e “firmas individuais”, mas não para estas corporações que se constituem em contestadoras e desafiantes – *challengers* (Chandler, 1990) – daquelas barreiras a partir de sua força tecnológica, financeira, organizacional. Assim, estas corporações competem umas com as outras nos diferentes territórios, com o que o *locus* da concorrência para estes capitais não é este ou aquele ramo/estrutura de mercado, mas sim um *subconjunto* do total de ramos/mercados/indústrias que lhes dá escopo para que, na concorrência, suas taxas de retorno se assemelhem de acordo com as magnitudes de capital imobilizados globalmente.

A produção dos *tradables X* é um alvo fundamental desses *global players* que vão configurando um novo tipo de empresa multinacional, cujas características tendem a diferenciar-se do antigo padrão norte-americano de replicar suas plantas no exterior. Neste novo perfil designado como *pró-comércio* (*pro-trade*), ainda que a produção esteja espalhada por vários países do mundo, a montagem do produto final pela multinacional (aqueles relevantes técnica e economicamente) dá-se na economia *nacional* da corporação, que então o exporta para “todo o mundo” (Gilpin, 1987). Estes *tradables* estão presentes, com igual importância, no comércio intra e intercorporações multinacionais, o qual se assenta, ademais, no esquema de competição/cooperação no âmbito do desenvolvimento tecnológico que aquelas empresas empreendem entre si (Chesnais, 1994).

Essa função manifesta, afinal, o gigantismo dessas corporações como máquinas de acumulação de capital em geral, quer sob a forma de lucro operacional, quer sob a forma rentista na acumulação financeira. O potencial produtivo que possuem é capaz de atender às demandas existentes no globo e a liberalização comercial, exigida pelos países da tríade (e mais recentemente pela Organização Mundial do Comércio), ex-

pressa esta propensão a criar mercados para seus bens e serviços. A capacidade financeira de que dispõem as coloca em condições de desempenhar papel determinante na valorização e desvalorização dos ativos, inclusive das moedas de reserva internacional. Tal capacidade atua também na formação de suas posições patrimoniais (mobiliárias e imobiliárias) com peso tão relevante quanto suas funções técnico-produtivas. Nesse sentido, suas estratégias e seu cálculo expectacional são decisivos para dar dinamismo à reprodução ampliada das economias, tanto quanto para fomentar o jogo e a especulação financeiro-patrimonial que o padrão de riqueza encampa.

Essas corporações, sobretudo as pertencentes à tríade dominante, estão implementando a rede do mercado mundial em produção, comércio, tecnologia, dinheiro e finanças. Neste sentido são as empresas que fornecem a base material para uma efetiva globalização dos negócios. Vale dizer, enquanto agentes da produção que simultaneamente operam com grandes massas monetárias líquidas, estão sendo capazes de redefinir a *territorialidade econômica* a partir dos seus interesses do mundo dos negócios. Evidente que o fazem a partir de suas bases nacionais, porém suas estratégias técnico-produtivas e financeiras são mundiais. Portanto, o plano nacional é apenas a “rampa de lançamento”, enquanto que seu espaço lucrativo é o planeta, isto é, a parte dele economicamente “explorável”, o que pode significar apenas segmentos geográficos de um determinado país e não este como um todo.

Nesta perspectiva, ao contrário do que formula a sabedoria convencional sobre globalização, as decisões destes *global players* trazem mais fatores de desequilíbrio para a divisão internacional do trabalho do que a internacionalização capitalista anterior, em que foram possíveis industrializações, na periferia do sistema com a participação de multinacionais. Agora, tem-se determinações, como as que examinamos na função-objetivo, a que se somam as políticas de globalização, que tornam menores as chances de convergência interpaíses quanto ao crescimento do investimento produtivo.

Assim, do ângulo dessas corporações a territorialidade econômica amplia-se, tanto em termos produtivos como financeiros. Daí seus interesses por definir quadros regulatórios que lhes convenham a partir de um paradigma homogeneizador, dado pelas políticas de globalização, ainda quando em seus espaços nacionais de origem esta tendência homogeneizadora não necessariamente se verifique. !

As corporações líderes deste processo são estruturadas como multinacionais, multissetoriais e multifuncionais, consoante suas estratégias analisadas na função-objetivo. Multinacionais, evidentemente, porque seu espaço de realização de lucros encampa vários territórios nacionais, mas esta mesma capacidade global está ancorada em países onde a consistência macroeconômica e os fundamentos industriais e tecnológicos são mais sólidos. Ou seja, em países onde exista moeda nacional conversível internacionalmente, sistemas de financiamento do investimento de longo prazo, sistemas de desenvolvimento tecnológico, e dinâmica produtiva virtuosa em setores relevantes de bens de capital e de bens de consumo. Países nestas condições são os “formadores” de multinacionais em volume expressivo, empresas do tipo *global players* (na produção, no comércio e nas finanças). Fenômeno que é consistente com a percepção de Zysman (1995: 107) acerca das “raízes nacionais de uma economia global”, para quem “os modelos nacionais de crescimento não estão colapsando, mas sim, provavelmente, submetendo-se a uma transição simultânea em meio a distintas trajetórias”¹².

Multissetoriais, no sentido de que são várias empresas operando em distintos ramos da produção industrial, confecção-

¹² A dedução inequívoca é que países como os latino-americanos que são carentes daquelas bases, deveriam, com maior razão, ter estratégias, frente à globalização financeira e à globalização dos negócios em geral, que não fossem a mera adesão ao paradigma de desregulamentação e liberalização que, nesses casos, praticamente inviabiliza quaisquer “raízes nacionais” e, conseqüentemente, os coloca em posição de considerável subordinação a processos decisórios das corporações multinacionais.

nando, no limite, desde o bem de consumo descartável até o bem de capital mais sofisticado, ou agrupando atividades de “agrobusiness” com certos produtos industriais e de serviços. Deste modo, a busca de rentabilidade se faz através de um amplo espectro de oportunidades que permitem a realização de taxas semelhantes de lucro para magnitudes análogas de capitais envolvidos na própria “órbita real” (produção, comércio, serviços).

Multifuncionais, porque ocupam-se, ao mesmo tempo, das funções produtivas, comerciais e financeiras. Estas últimas têm sido empreendidas ao ponto de estabelecerem uma lógica financeira geral na gestão da riqueza por parte destas mesmas corporações industriais. Ou seja, os “núcleos organizacionais financeiros” passam a ser o centro destas corporações, estabelecendo suas estratégias multissetoriais e multinacionais de operação. A atividade rentista incorpora-se, nestas grandes empresas, conforme já destacamos, através das aplicações financeiras de lucros retidos ou de caixa, e de utilização do crédito *lato sensu* como instrumento de alavancagem para ganhos de todo tipo. Portanto, o rentismo não é mais ‘especialidade’ dos detentores de fortunas pessoais ou do capital bancário, ou das empresas do sistema financeiro. Esta preponderância das finanças nas corporações industriais vem a ser um elemento determinante do rentismo institucional-corporativo contemporâneo.

Evidentemente, há um entrelaçamento crucial, nestas corporações, entre a dimensão financeira e a tecnológico-produtiva-comercial. Há também uma interligação com o setor financeiro, ou seja, o poderio monetário-financeiro de que desfrutam fazem-nas participantes do próprio sistema financeiro, partilhando funções e organizações que antes a este pertenciam *exclusivamente*. Nos Estados Unidos as empresas comerciais e industriais – vinculadas às corporações empresariais – criam companhias financeiras emissoras de variados tipos de títulos e efetuam empréstimos comerciais e ao consumidor, bem como, até mesmo, ao investimento de menor monta. É o caso de corporações que desenvolvem seus negó-

cios financeiros ao ponto de tornarem-se *non-bank-banks*, cujo paradigma é o grupo japonês Toyota.

As corporações são submetidas – através de suas empresas financeiras e não financeiras – a uma tendência de generalização e homogeneização nas formas de operação, organização, estrutura e estratégia, tendo em vista a concorrência financeira que está superposta e conectada ao acirramento da concorrência industrial e comercial.

Do ângulo microeconômico, seu potencial financeiro e a liquidez de que dispõem interagem positivamente com a ampliação de suas próprias possibilidades de investimento técnico-produtivo. Elas têm, assim, um acesso amplo e privilegiado a capital, a informação, a ‘networks’ tecnológicos e a mercados globais, via agrupamento de empresas com diferentes funções no interior da corporação. Há uma flexibilização do tempo e das formas de rentabilidade dos “investimentos” (produtivos, financeiros e patrimoniais), da temporalidade das relações débito/crédito, das modalidades em que formam posições ativas e passivas. Ocorre uma combinação simultânea de mobilidade, liquidez, rentabilidade e especulação na circulação mundial destes capitais.

Essas corporações são agentes ativos da financeirização, ocupando posições determinantes na circulação monetário-financeira mundial, ao lado dos grandes bancos e demais organizações. Dessa maneira influenciam decisivamente a evolução de parâmetros de rentabilidade, como as taxas de juros, as taxas de câmbio, as taxas de capitalização das bolsas de valores, os índices de valorização patrimonial. Suas articulações com o sistema financeiro tornam-nas também atores preponderantes na distribuição internacional do crédito em geral, e da liquidez, além do seu já conhecido papel na geografia da alocação dos investimentos fixos e do progresso tecnológico, bem como nas características do comércio internacional.

Os poderes técnico-econômicos que detêm e a lógica financeira geral que as preside fazem com que possuam força determinante tanto para alavancar o crescimento inovador quanto para contribuir com as instabilidades financeiras, cam-

biais e patrimoniais que temos assistido. Diante disto, mesmo as economias avançadas, que abdicam ou são incapazes de manter sistemas financeiros disciplinados e políticas de ajuste e reestruturação consistentes, tendem a sofrer os impactos negativos que essa financeirização pode engendrar. Suas estratégias relacionadas à função-objetivo e sua estrutura (multinacional, multissetorial e multifuncional) indicam que seus movimentos de capital são primordialmente direcionados aos países com sistemas monetário-financeiros e industriais mais sólidos, em que existem parceiros, mercados e condições de lucratividade geral mais adequadas. Designam, preferencialmente, aos demais – os “periféricos” – a função de mercados para seus *tradables* e de circuitos atraentes para valorização financeira e patrimonial.

3. Macroestrutura financeira e aspectos da Dinâmica Sistêmica

Concretamente, no que designamos de macroestrutura financeira dão-se as operações monetário-financeiras e patrimoniais de um conjunto de instituições formado pelos bancos centrais relevantes, pelos grandes bancos privados, por diversas organizações financeiras – corretoras, seguradoras, fundos de investimento –, pelas grandes corporações industriais e comerciais, pelos proprietários de grandes fortunas. Estes agentes operam, em várias praças financeiras¹³, a valorização e desvalorização das moedas, dos ativos financeiros e dos patrimônios em geral, enquanto papéis representativos da riqueza; gerindo os mercados interligados de crédito e de capitais; ampliando as transações cambiais autonomizadas em relação ao comércio internacional; direcionando, em síntese, a alocação da “poupança financeira” e da liquidez internacional.

¹³ Em 1980, o volume de transações transnacionais dos EUA com títulos financeiros era 9,3% do PIB americano, passando a 109,4% em 1992. No Japão, a evolução foi de 7% para 70%; na Alemanha, de 7,5% para 91,2%; no Reino Unido, de 266% a 1015% (cf. Tavares & Melin, 1997, com base em dados do Fundo Monetário Internacional).

Consideraremos em seguida os seguintes problemas relacionados à dinâmica dessa estrutura: mudanças no dinheiro, no crédito e no patrimônio; alterações de escala e de temporalidade no âmbito monetário-financeiro; características e potenciação da concorrência financeira; “restrições” aos bancos centrais e determinantes da dívida pública; relação entre circulação industrial e circulação financeira.

Do ponto de vista teórico, no centro deste padrão de riqueza está o capital a juros, venha ele da grande corporação industrial ou comercial, dos bancos, dos donos da terra, dos investidores institucionais, das poupanças financeiras pessoais. O juro sobre o dinheiro deve rigorosamente ser compreendido como manifestação máxima do capital enquanto pura propriedade, enquanto mercadoria plena, como ativo estratégico peculiar de uma economia monetária, gerida por empresas, cujo objetivo último não é a troca de mercadorias por mercadorias, mas sim o circuito *dinheiro-mercadoria-mais dinheiro*¹⁴.

Em consonância, o capital financeiro “moderno” vem sendo constituído como a fusão da forma juro com a forma lucro em busca da realização, portanto, de ganhos operacionais bem como financeiro-patrimoniais. Ele é encarnado, com este propósito, no interior das próprias corporações tanto quanto pelos bancos e demais organizações financeiras cujos lucros gerais, ainda que tendo componentes fictícios, são efetivados pelas moedas privadas e públicas, dentro de limites que explicitaremos adiante.

O capitalismo atual realizou plenamente a tendência a que a existência funcional do dinheiro superasse sua existência material. Vivemos num mundo de *fiat money*, não apenas no

¹⁴ A despeito do “silêncio” e ironias escassas com relação à obra de Marx, Keynes não pode evitar a convergência a este respeito. Cf. Keynes (1971-1989: vol. xxix, p. 81): “Ele (Marx) assinalou que a natureza da produção no mundo efetivo não é, como os economistas usualmente supõem, um caso de C-M-C’, i.é, de trocar mercadoria (ou esforço) por dinheiro a fim de obter outra mercadoria (ou esforço). Este pode ser o ponto de vista do consumidor privado. Mas, não é a atitude nos *business*, que é o caso de M-C-M’, i.é, partindo da troca de dinheiro por mercadoria (ou esforço) com a finalidade de obter mais dinheiro”.

sentido do dinheiro fiduciário ser emitido pelo Estado, sem lastro no dinheiro-mercadoria – o ouro – mas, também, no sentido de que surgiram inúmeros ativos financeiros que, além de renderem juros, funcionam como quase-moeda. Estamos, portanto, num universo de dinheiros que combinam liquidez com rentabilidade, alterando a noção mesma de preferência pela liquidez. Não se trata de reter a moeda, o dinheiro, para dela abrir mão quando a taxa de juros atender ao cálculo expectacional. Pode-se estar quase-líquido desfrutando já dos juros correntes. Os ativos geradores de juros, funcionando como quase-moeda, permitem gerir e realizar a riqueza financeira numa velocidade e amplitude antes inexistentes.¹⁵

Nessas condições, em que se apresenta o dinheiro, há uma perda do *monopólio* do crédito e do sistema de pagamentos que era exercido historicamente pelo sistema bancário, formado pelas autoridades monetárias e bancos comerciais ou bancos de depósito. Conforme já analisamos antes, não se trata de que os bancos estejam alijados do sistema de pagamentos, até porque a moeda pública ingressa na circulação através deles, na interação com os bancos centrais, mas, inequivocamente, o monopólio não mais existe.

Em princípio, pagamentos podem ser efetuados através dos ativos financeiros que são quase-moedas, enquanto instituições como os fundos mútuos monetários possibilitam a utilização de cheques. As mudanças atingem também a esfera institucional da gestão do sistema de pagamentos: “Existem

¹⁵ O conjunto de instituições financeiras americanas detinha, em dezembro de 1950, um total de ativos de 289 bilhões de dólares contra um Produto Nacional Bruto de 286 bilhões, enquanto, em dezembro de 1989, estes valores eram de 10.098 bilhões de dólares contra 5.340 bilhões. Ou seja, o coeficiente Ativos Financeiros/PNB evoluiu de 1,0105 para 1,8910. Alguns investidores institucionais americanos – seguradoras, fundos privados de pensão e fundos mútuos – tinham, em 1966, um total de ativos financeiros de 311 bilhões de dólares, enquanto, em 1989, esse total era de 3.477,9 bilhões (Guttman, 1994: 106-309). A capitalização (preço x quantidade) no mercado de ações dos países da OCDE evoluiu de 2.592,1 bilhões de dólares, em 1980, para 8.985 bilhões, em 1990. A emissão de bônus internacionais por países desenvolvidos passa de 96,8 bilhões, em 1984, para 207,1 bilhões de dólares, em 1990 (Braga, 1993).

cada vez mais empresas que oferecem pontos eletrônicos de serviços e *softwares* de tratamento de dados dos cartões de crédito, ou, ainda, o desenvolvimento por grupos privados não-financeiros de mecanismos eletrônicos de transferência e pagamentos de fundos” (Freitas, 1997: 352).

Está em curso, conseqüentemente, a tendência à financeirização com moedas privadas, a partir da capacidade da macroestrutura financeira de criar *crédito em geral* (via dívida direta ou indireta) e operar mecanismos de pagamento, ainda que parcialmente, à margem do controle das autoridades monetárias.

Tais procedimentos e possibilidades vêm sendo reforçados pelo fato de que as instituições financeiras estão reordenando-se, pragmaticamente, como ofertadoras de diversos serviços financeiros, merecendo, segundo a força de seu capital e de organização, a denominação de “conglomerados” ou “supermercados” financeiros em função da amplitude de atuação. Este perfil organizacional torna os controles e fiscalizações das autoridades monetárias menos eficientes em comparação a sistemas financeiros especializados e segmentados (EUA e Japão) no pós-guerra ou a bancos universais que operavam o crédito e a securitização sob estreita vigilância do Banco Central (Alemanha, cuja “resistência”, aparentemente, prossegue até o presente).

Quanto ao padrão monetário internacional, é obrigatório registrar que não há horizonte visível para a fundação de uma nova moeda mundial, nos termos de um padrão monetário clássico, do tipo ouro-libra ou ouro-dólar, apoiado num sistema de reservas bancárias e cambiais dos bancos centrais, com uma moeda central, pública, mantendo uma paridade cambial fixa frente às demais divisas. Experimenta-se um sistema de moedas misto (ou plurimonetário), em que se verifica uma “coordenação” monetária, forçada ou espontânea, mas efetiva, sob a égide do sistema hegemônico, ainda o americano.

“Coordenação” instável porque a posse das reservas internacionais é dominada pelo Japão, sem cuja participação não há acordo entre os bancos centrais; enquanto a moeda pública dominante é dos Estados Unidos, a potência em que todavia persistem o endividamento externo e o déficit de balança co-

mercial. Nesta questão e, considerando a realidade da financeirização como padrão sistêmico de riqueza, a análise de Tavares & Melin (1997: 9-12) é elucidativa em aspectos cruciais: a) “desde que a moeda interbancária se endogeneizou à escala internacional a questão que se coloca não é mais de padrão monetário, mas se existe ou não uma moeda financeira de origem pública capaz de cumprir o papel de securitização”; b) “o dólar tornou-se o denominador comum da financeirização crescente nos mercados globalizados (nos quais a denominação, naquela moeda, das operações plurimonetárias securitizadas) cumprindo três funções primordiais para o capital internacional: provê liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura”; c) “o valor do dólar (sob o comando da política monetária e cambial do Fed) é fixado pela capacidade dos EUA em manterem sua dívida pública como título de segurança máxima do sistema”.

As alterações não têm sido de menor magnitude no que tange ao crédito, que em sua significação mais ampla e estrutural corresponde ao uso do “capital social”, da “poupança financeira” da sociedade, por parte das grandes empresas que, assim, não ficam limitadas ao capital de seus proprietários, das unidades operacionais, da corporação. As inovações financeiras contemporâneas têm levado às últimas conseqüências esta propriedade, trazendo para o âmbito da macroestrutura financeira poupanças das mais variadas origens (famílias, empresas)¹⁶ e dívidas (privadas e públicas) para operá-las com ampla liberdade de alocação.

¹⁶ Definindo-se como grau de financeirização a relação entre ativos financeiros e ativos não-financeiros, obtém-se os seguintes resultados, por países, para os balanços das empresas não financeiras, em final de 1980 e final de 1990: EUA, 0,34 e 0,43; Japão, 1,37 e 1,42; Alemanha, 0,76 e 1,0; França, 0,88 e 1,53; Reino Unido, 0,55 e 0,65; Itália, 0,80 e 0,94. Considerando-se, no caso das aplicações das famílias, como taxa de financeirização a relação entre ativos financeiros e ativos totais (financeiros + reais) tem-se os seguintes percentuais para os períodos 1981-85 e 1990-92: EUA, 58,1 e 62,6; Japão, 36,8 e 36,3; Reino Unido, 44,7 e 46,7 (Aglietta, 1995: 15-19).

Neste sentido, é uma alavanca da acumulação produtiva e da introdução do progresso técnico, mas com a financeirização tem dado provas de seu potencial em aprofundar uma condição enunciada por Marx (1968: 419, vol. III): “O crédito desenvolve a dissolução do regime de produção, transformando-o num sistema de jogo e especulação”.

O jogo e a especulação se tornaram sistêmicos, e não apenas um momento dos “ciclos”, quer de ondas curtas, médias ou longas, após os quais a riqueza financeira fictícia desapareceria por um longo tempo. Eles são permanentes, como que constituindo valores que forjam um “estrato superior” de riqueza sobre aquele que corresponde aos valores dos bens e serviços. Ou seja, a riqueza financeira sustenta patamares de valorização inusitados em relação à riqueza real, demonstrando capacidade de revalorização, mesmo quando sofre quedas significativas, após ter atingido picos exacerbados (nas palavras do presidente do Fed, momentos de “exuberância irracional”). Estes, que têm sido designados de “bolhas especulativas”, entretanto, são apenas a superfície e a manifestação extremada de um movimento mais estrutural daquele “estrato superior”, a cujo exame retornaremos mais à frente.

Ao contrário da dissolução do regime de produção, no tempo histórico ao alcance de nossa visão, e ao contrário do Estado produzir, pela coordenação dos investimentos, uma pletora de capital capaz de realizar a eutanásia do rentista, o que assistimos é à institucionalização do rentismo, no sentido de que parece responder a necessidades sociais básicas (urdidadas pelo dinheiro como capital), identificável em códigos de conduta, com caráter de relativa permanência. Este imperativo se manifesta nas finanças das famílias (até porque seus rendimentos provenientes do trabalho vêm sofrendo limitações), nas finanças empresariais, na rentabilidade dos financistas e nas finanças do Estado.

A defesa da riqueza, do patrimônio, faz-se nas operações da macroestrutura financeira que impulsiona a alteração das formas de crédito pela ampliação da securitização, a qual não apenas reduz a separação nítida entre os mercados de crédito e de ca-

pitais, como tende a moldar todos os mercados financeiros à sua feição. Um número crescente de atores “multinacionalizados” atua naquela macroestrutura, ainda que haja diferenças nos sistemas financeiros nacionais de onde se originam.

O que a história capitalista assinala é que os sistemas dominantes tendem a ser *capital market based, market oriented*, dinâmica que a securitização aprofunda; enquanto que os sistemas nacionais, quando ainda não-relevantes nas finanças internacionais, “resistem”, organizando-se com base no crédito bancário. Assim, a despeito de que os empréstimos sigam tendo importância nos sistemas nacionais (Miranda, 1997), os bancos não são mais “monopolizadores” destas operações e as mesmas estão em grande parte fundadas numa captação securitizada. Não por acaso, o Japão vem diminuindo as resistências ao padrão em questão, podendo vir a intensificar esta transição¹⁷.

A ênfase na orientação de mercado, na ampliação dos mercados financeiros securitizados, com participação expressiva dos próprios bancos, é *causa e efeito* da atual configuração que a questão patrimonial assume, apesar da desintermediação bancária, ou melhor, do encurtamento do pretérito sistema creditício, em que moeda, depósitos e reservas bancárias eram o “fundamento”.

Na conformação do padrão de riqueza vigente outro diferencial importante, frente a padrões anteriores do capitalismo, é a escala monetário-financeira internacional. Isto é, a magnitude de moedas conversíveis e ativos financeiros em circulação – medidas em dólar, por exemplo – cresce, desde os anos 70 até hoje, de uma maneira incomparável na história capitalista. Crescem em termos absolutos e relativamente aos

¹⁷ A pressão internacional liderada pelos EUA é no sentido de que uma ampla desregulamentação financeira no Japão seja concluída até o ano 2001, quando deveriam estar demolidas as barreiras entre corretoras, bancos e seguradoras e a praça de Tokyo transformada à semelhança de Nova York e Londres (Financial Times Survey, March 25, 1997). Ver a propósito desta problemática transição, Torres Filho (1997).

valores do comércio exterior, dos produtos nacionais brutos, da formação de capital fixo, enfim, em relação a qualquer índice da chamada “economia real”¹⁸.

A alteração radical na **temporalidade** das finanças abre possibilidades operacionais que antes não existiam nos sistemas nacionais, nem no sistema internacional. Não se está mais atado aos contratos e títulos rígidos de curto, médio e longo prazo, com a respectiva estrutura a termo de taxas de juros. As evidências da transformação no manejo do tempo, deste universo monetário-financeiro, estão na ampliação e pragmatismo dos mercados secundários, agilizando a negociabilidade dos papéis; na existência do mercado de compra e venda do controle de corporações (*corporate control market*); na “contaminação” entre as taxas de curto e de longo prazos; na possibilidade de contratar juros a uma taxa fixa e trocar por uma taxa flutuante (ou vice-versa); nas oportunidades de passar de uma moeda a outra nos contratos comerciais e financeiros; nos mecanismos de transformação de um crédito de curta duração num crédito de longa duração.

Esses movimentos, possíveis na macroestrutura financeira, implicam a **flexibilização temporal** das relações débito/crédito, das posições ativas/passivas, do tempo de valorização dos capitais. Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas formas de **crystalização da riqueza**, na busca de maior e mais rápida rentabilidade, dada pela possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma “outra” estrutura temporal de valorização, sempre atualizada, com os sucessivos

¹⁸ Entre 1980 e 1992, nos países da OCDE, a taxa de crescimento real anual da formação bruta de capital fixo foi de 2,3%, enquanto a de ativos financeiros foi de 6%. De 1980 a 1988, as transações nos mercados de câmbio cresceram 8,5 vezes, o PIB 1,95 vezes, os fluxos comerciais 2 vezes e os fluxos de investimento direto 3,5 vezes. Em 1992, as transações cambiais diárias ultrapassavam o montante de 1 trilhão de dólares, estimando-se que apenas 3% destas transações correspondiam ao comércio internacional de mercadorias. Nos países da OCDE, o total de ativos financeiros acumulados, em 1992, era de 35,4 trilhões de dólares enquanto o produto bruto da área foi de 16,7 trilhões (Chesnais, 1996, com base em dados do BIS, GATT e OCDE).

impulsos de revisões das decisões passadas. O máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização é possibilitado pela capacidade de rever a estrutura temporal, de valorização dos ativos e de ônus dos passivos, a um “custo de transação” cadente, no mercado financeiro global. Todos estes são movimentos que, sabidamente, do ângulo microeconômico, deram agilidade à administração de riscos de mercado (preços) e de riscos de crédito (liquidez e solvência), com efeitos contraditórios, contudo, sobre a dinâmica de conjunto, como veremos.

Esse processo torna o tempo e as decisões capitalistas reversíveis, fato distinto da irreversibilidade que caracterizava as condições sistêmicas pretéritas. Ou seja, as corporações industriais não detinham o poder financeiro e a liquidez de hoje, dado que participam, simultaneamente, da circulação industrial e financeira. Anteriormente, suas decisões de investir implicavam uma rentabilidade “amarrada” à duração dos contratos de dívidas e do retorno esperado nos lucros operacionais. Nas condições atuais, suas operações financeiras e patrimoniais permitem reverter investimentos, vendendo unidades operacionais no *corporate control market*, alterar as características dos contratos de dívidas, montar equações de rentabilidade financeira que compensem reversões de expectativas acerca do retorno de decisões pretéritas de investimento.

A concorrência financeira se sobressai na estratégia de todos os agentes. Não é apenas a competição entre bancos, ou entre estes e as demais instituições, ou intercorporações produtivas. A concorrência financeira desata a competição de “todos contra todos”, nos âmbitos monetário-financeiro e patrimonial, e acentuar-se-á sobretudo se o grau de desregulamentação seguir tendendo ao mínimo.

Essa espiral de capitalização financeira que a mencionada concorrência constitui, era objetivamente limitada quando existia, nos Estados Unidos, até meados dos anos 60, um padrão de gestão de riqueza que, mesmo sendo *market-oriented*, estava submetido a regulamentações limitadoras da autonomia financeira. Noutro extremo, para ficarmos apenas com os exemplos da tríade, os sistemas japonês e alemão, com

maior organicidade, restringiam movimentos deste tipo. No caso nipônico, a articulação entre banco central, bancos comerciais e bancos de longo prazo atrelavam a expansão monetária e o crédito às necessidades de investimento das empresas dos *keiretsu*, e ordenavam o espectro de taxas de juros compatibilizando-o com as taxas de retorno operacional. O mercado de capitais servia para as participações acionárias cruzadas e estáveis, ao invés de prestar-se a operações especulativas. No caso germânico, o banco universal estava organicamente vinculado aos grupos industriais, isto é, aliados no crédito, no patrimônio e na estratégia de crescimento. Em seu sistema financeiro havia um mercado de capitais diminuto, e um banco central cuja política foi firmemente orientada contra a criação de liquidez especulativa, com o que, de fato, “ancorou” a “confiança do mercado” em sua política monetária, mais do que em sua propalada independência. Nestes três padrões, a despeito de suas diferenças, o que ressaltava de comum era a ênfase produtivista, oriunda da dinâmica então existente no tripé moeda-crédito-patrimônio. Tal ênfase é revertida, na nova configuração em curso, em que se sobressaem os “conglomerados de serviços financeiros” que vêm sendo forjados, internacionalmente, sobretudo nos casos americano e japonês. Impulsionados pela securitização, os bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, fundos de investimento, penetram nos mercados de crédito e de capitais, obtendo graus de liberdade que dificultam o próprio controle dos bancos centrais. Já no caso alemão, como a securitização se dá através dos próprios bancos universais, este processo é menos “anárquico”, reduzindo a capitalização financeira e permitindo melhor monitoramento pelo banco central (Nassuno, 1997).

Pois bem, em decorrência do conjunto de determinações analisadas – dinheiro, ativos, quase-moedas, escala, temporalidade, flexibilidade, reversibilidade, concorrência, função objetivo – se impõe considerar que, nesse padrão de riqueza, existe efetivamente dois processos de valorização. O Processo Renda, formado por salários, lucros brutos (deduzidos os impostos), e os impostos; ao lado do Processo de Capitalização

Financeira formado por juros, dividendos, amortização de empréstimos, rendimentos provenientes das diferentes operações com ativos de capital, constituindo o “estrato superior” de riqueza, antes mencionado, bem como suas flutuações.

Ilustremos, para a seguir interpretar, um aspecto do movimento relativo ao segundo processo com a análise do comportamento do índice Dow Jones da bolsa de valores americana. Entre 1925 e 1928, aquele índice consegue duplicar de 125 para 250, numa espiral especulativa que redundou no *crash* de 1929. Para voltar a conseguir a mesma performance de duplicação foram necessários 27 anos, pois apenas em 1956 o índice atingiu o patamar de 500. As mudanças dos anos 60 promoveram uma aceleração da capitalização, fazendo com que em 1972, 16 anos decorridos, se atingisse nova duplicação (1.000 de índice). Daí em diante, assiste-se a um comportamento de novo tipo, identificado com a financeirização, em que a capitalização se acelera e se sustenta, ao longo do tempo, mesmo quando, no meio do caminho, tenha acontecido uma intensa desvalorização (agosto de 1987 a agosto de 1988) da ordem de 23,9% e turbulências como no mercado imobiliário (em 1990 e 1991) e no mercado de bônus (em fevereiro de 1994). A saber, de 1972 a 1997, em 25 anos, o índice Dow Jones, passa de 1.000 para 8.000, reduzindo sucessivamente o tempo necessário para duplicar de valor: quatorze anos entre 1973 e 1987, oito anos, entre 1988 e 1995, e dois anos entre 1995 e 1997 (*The New York Times*, July 17, 1997 p. A1 e D8).

O sistema passa a mover-se referido ao tripé Moeda-Crédito-Patrimônio numa configuração específica em que o processo de capitalização financeira é preeminente. 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. Trata-se de um aprofundamento do que já estava posto pelas sociedades anônimas, com a separação entre propriedade e gestão dos negócios, pelo capital fictício, pelo lucro de fundador. No padrão anterior de riqueza, analisado por Hilferding (1963), o

capital fictício correspondia a uma valorização das ações de um empreendimento, num determinado período, acima do crescimento dos lucros operacionais. Assim, no lançamento destes títulos, os bancos subscritores e os distribuidores dos papéis antecipavam um “ganho de fundador”, que era fictício, pois só mais à frente a ocorrência dos lucros operacionais do empreendimento “lançado” justificaria e sancionaria aquela valorização antecipada. Neste padrão, o processo especulativo culminava ao longo do ciclo numa valorização fictícia, numa “bolha especulativa”, que terminava em *crash financeiro*, sendo que, em casos extremos, como o de 1929, com falências generalizadas seguidas de uma grande depressão. Vinda a superação desta, retomava-se o crescimento da economia real e a valorização dos papéis era recolocada numa performance “bem comportada”, ou seja, convergente com as taxas de crescimento da economia real.

Na financeirização, o que se tem assistido é a uma valorização das ações que, sistematicamente, “corre à frente” dos ganhos operacionais, como que tornando “perene” o lucro fictício embutido na riqueza mobiliária. As práticas da macroestrutura financeira têm propiciado esta dinâmica que é reforçada pelo fato de que as próprias corporações tentam assegurar para suas finanças estes ganhos de fundação. Também compõem esta corrida à frente, entre outros, os ganhos com arbitragem, inclusive os relacionados às variações cambiais, os lucros com a especulação imobiliária, os rendimentos financeiros dos ativos.

No padrão atual, após uma desvalorização que, aliás, não necessariamente, é feita ao ponto de convergir para os valores reais (*economic fundamentals*), verifica-se uma retomada da capitalização financeira, que repõe a autonomização deste processo em relação ao Processo Renda, e vai consolidando o “estrato superior” da riqueza. Nesse sentido, este perfil de flutuações se faz sobre uma tendência de longo prazo de expansão do estoque de riqueza que constitui o mencionado estrato, colocando-o como um elemento estrutural.

As decisões sobre o investimento produtivo ficam condicionadas à concorrência financeira impulsionada pelos “conglomerados financeiros”, pela interconexão dos diferentes tipos de mercados internacionalizados, pela participação das corporações na circulação financeira; com o que, nestas condições, a dinâmica do tripé **moeda-crédito-patrimônio** tende a contrapor-se ao produtivismo. A criação menos disciplinada de liquidez e a ampliação especulativa do crédito possibilitam que as instituições financeiras e as corporações se lancem com maior liberdade nas operações especulativas em busca de ganhos de capital, de arbitragem e de valorizações patrimoniais, entre outros.

Esse processo atinge não só os Tesouros Nacionais, pelo seu impacto sobre as dívidas públicas, como o próprio banco central, que vai sendo compelido ao exercício da política monetária segundo as pautas do mercado.

O movimento especulativo com títulos da dívida pública no mercado secundário tem-se ampliado, nos últimos anos, em especial no caso dos países industrializados detentores das moedas conversíveis internacionalmente. A média anual destas operações evoluiu de 13,8 bilhões de dólares, em 1980, para 119,6 bilhões de dólares, em 1993, com títulos públicos dos Estados Unidos. Nos outros dois países da tríade, destaca-se o Japão cujas operações expandiram-se de 1,4 bilhões, em 1980, para 57,6 bilhões de dólares, em 1993; enquanto na Alemanha ocorreu um salto de 2,3 bilhões, em 1987, para 9,7 bilhões de dólares em 1993. Na França, os valores passaram de 1,2 bilhões, em 1987, para 13,7 bilhões de dólares, em 1993. No Reino Unido, entre 1980 e 1985, tais operações mantinham-se no patamar de 1,3 bilhões de dólares, verificando-se uma inflexão em 1986 quando pularam para 2,5 bilhões de dólares até atingir 9,5 bilhões de dólares em 1993 (Plihon, 1996: 101).

Borio (1997: 61) é conclusivo, ao analisar como os bancos centrais cortando requerimento de reservas, flexibilizando a administração da liquidez, diminuindo o prazo de maturação das taxas de juros que servem como fulcro da política, “forta-

leceram a orientação de mercado na implementação de suas políticas”. Com isso revelam “o poder crescente das forças de mercado na determinação dos preços dos ativos e portanto das restrições ampliadas sob as quais os bancos centrais operam () forças que tornam a comunicação e a persuasão, em vez de ditar ordem, os únicos meios pelos quais a política pode ser efetiva”.

É a concorrência financeira que reforça uma tendência à generalização e homogeneização nas formas de organização, operação e comportamento estratégico das corporações e empresas financeiras, em quase todos os países, ainda quando seus sistemas nacionais resistam a essa convergência. Ocorre, contudo, uma pressão por parte dos “negócios” a favor desta mesma convergência.

Entretanto, no que tange às corporações produtivas é certo que esse perfil competitivo, quando implica estagnação do desenvolvimento técnico-industrial, acaba por minar a capacidade de competição internacional, levando-as a fusões ou “joint-ventures” em posição subordinada frente a outras corporações, além de tornar medíocre a performance macroeconômica de seu espaço nacional de origem, por conta do declínio do produtivismo.

Quanto às empresas tipicamente financeiras – bancos, corretoras e outras – aquela concorrência, quando empreendida de modo exacerbado, e apoiado em posições especulativas mais vulneráveis, acaba por surpreendê-las, no momento da desvalorização da “bolha especulativa”, com perdas patrimoniais de conseqüências graves e, dependendo da ação das autoridades monetárias, provocando danos ao sistema financeiro doméstico como um todo. Na seqüência destas “crises financeiras” tem ocorrido um intenso processo de centralização do capital bancário, rupturas de subsistemas de financiamento, falências importantes, e a emergência de “engenharias financeiras” público-privada, na manutenção do “pânico controlado”, “socorro a bancos”, resgates e remendos a regimes monetários e cambiais, geralmente com ônus fiscais não desprezíveis.

Como já adiantamos acima, as grandes corporações produtivas com seu poder financeiro manejam o dinheiro e as quase-moedas, tanto na circulação industrial quanto na circulação financeira, que passam a ser domínios altamente conexos, ao contrário do passado (padrão anterior de riqueza), em que a primeira era adstrita às empresas industriais, enquanto a segunda aos bancos. Pela macroestrutura financeira dá-se uma interação do dinheiro e dos ativos entre ambas circulações. Neste sentido, a financeirização não implica que a liquidez esteja sendo sugada da circulação industrial para a financeira e que, em função disso, as corporações estejam *out of money* (sem “poupança financeira”) para investir e dinamizar a circulação industrial. Não é assim, uma vez que, sendo elas mesmas grandes detentoras dessa liquidez, a alocação na órbita financeira é uma decisão patrimonial da qual elas são co-partícipes junto com bancos e similares.

Os preços financeiros relativos ao segundo processo – o de capitalização – se expandem com base nas moedas privadas e são sancionados pelas moedas públicas. Assim a evolução dos valores da riqueza é, cada vez mais “arbitrária”. Vale dizer, é função das “regras” da concorrência intercapitalista, em todos os mercados, e das intervenções dos bancos centrais em parcerias com organizações financeiras privadas na macroestrutura financeira. Em última instância, resulta do arbítrio do Estado ou dos Estados nacionais relevantes, na instável e incerta demarcação de quão elástica pode ser a capitalização financeira dos ativos, a “dança” das moedas-chave, as flutuações das taxas de juros e de câmbio, bem como qual o limite, nas crises, do processo de desvalorização e de desordem.

Os bancos centrais atuam, na medida do possível, sobre a expansão monetária, a liquidez, e a taxa de juros de curto prazo. Com essas medidas podem reverter, conjunturalmente, a capitalização financeira autonomizada, as valorizações patrimoniais fictícias. Podem fazê-lo, contudo, apenas temporariamente, porque uma reversão completa exigiria uma mudança no próprio padrão de riqueza.

O fato, então, de que o dinheiro, tendencialmente, faça cada vez mais o caminho das finanças e não o caminho da produção, é resultado do movimento geral do capital, enquanto realização de seu conceito e das decisões competitivas e concretas dos “agentes”. No padrão sistêmico que estamos analisando, a financeirização exacerba este movimento e lhe dá relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e Mercado. A evolução dessa riqueza financeira é, parafraseando Tavares (1978), o movimento autônomo de valorização contábil do dinheiro pelo dinheiro, a criação contábil de capital fictício, que ganhou com os determinantes da financeirização condição de “estatuto” do padrão sistêmico de riqueza.

As corporações produtivas e instituições financeiras efetuam um monitoramento do dinheiro e das finanças, no tocante à gestão da riqueza e da liquidez, que lhes dá a *possibilidade de não exercer plenamente os direitos de propriedade* que seus títulos representam, quando ocorre a ameaça de corrida desvalorizadora, coisa que, se acontecesse, provocaria um gigantesco “crash” financeiro. Este poder privado de liquidez explica, em parte, porque as grandes flutuações, nos mercados acionários e de ativos financeiros, ao menos nos países avançados, não se transformaram em quebras generalizadas. Isto deve ser levado em conta, até porque, embora os bancos centrais sempre compareçam com a liquidez da moeda pública – e isto é *sine qua non* nos momentos mais críticos – esta liquidez pública já não é onipotente diante da absurda dimensão da riqueza financeira. A propósito, estas intervenções dos bancos centrais não envolvem apenas o “risco moral” (*moral hazard*), mas uma “armadilha sistêmica”, porque ao mesmo tempo que se evita a *débâcle* se criam as condições para a retomada do movimento ascendente no “estrato superior” de riqueza, antes mencionado.

Nesses movimentos, se insere a interdependência patrimonial – e não apenas comercial e creditícia, como antes – dos proprietários dos principais países industrializados, pela qual seus ativos e passivos estão conectados a ponto de tornar a

gestão público-privada da riqueza forçosamente interativa e supranacional, ainda que sem a coordenação virtuosa pretensamente almejada pelo G-7.

Relacionada a essa dinâmica, insistamos, está a transformação das finanças públicas em reféns ao ponto de lhes reduzir sensivelmente a capacidade de promover o gasto autônomo dinamizador do investimento, da renda e do emprego; de tornar financeirizada a dívida pública que, como tal, sanciona os ganhos financeiros privados e amplia a financeirização geral dos mercados.

Considerações finais

A financeirização como padrão de riqueza estabelece contornos paradoxais e perversos à dinâmica sistêmica. De uma perspectiva, os capitais que a determinam – considerando inclusive o perfil das corporações – ao possuírem potência financeira, continuada inovação tecnológica e liquidez estratégica, têm viabilizado, *no período analisado*, um dinamismo mínimo à renda nacional e à acumulação de capital produtivo, contornando as ameaças de uma grande depressão, nas operações conjuntas com as autoridades monetárias. Ao mesmo tempo, de outra perspectiva, promovem a folia financeira – a capitalização fictícia – que redundando em crises monetário-financeiras e cambiais, em dias de pânico e manias nos mercados – ainda que não de “crashes” generalizados –, e impõem aos bancos centrais perdas importantes de reservas internacionais. Os constrangimentos ao produtivismo nesse padrão de riqueza induzem a uma **problematização** do desenvolvimento das bases produtivas, entendida como uma limitação ao amplo e generalizado crescimento com inovações tecnológicas que seja difundível homoganeamente por setores e países. Ademais, sinaliza um movimento desequilibrador da divisão internacional do trabalho e disparidades crescentes de renda, de riqueza e de sociabilidade; compreendidas como

acesso ao emprego, à expansão vital e cultural, à convivência democrática e civilizada.

A financeirização como padrão sistêmico de riqueza é uma *forma* específica pela qual há mais de quatro décadas se faz a definição (moeda-crédito-patrimônio), gestão (macroestrutura financeira) e realização de riqueza (dinheiro e ativos financeiros predominantes sobre os operacionais) num número crescente de países. É um *modo de ser* do sistema, historicamente determinado, sustentável em prazos longos. As chamadas “bolhas especulativas” são “picos exacerbados”, cujo potencial de desordem a intervenção público-privada, na macroestrutura financeira, tenta minimizar, financiando posições de empresas e governos para evitar o “crash” generalizado, “coordenando”, neste movimento, a desvalorização momentânea da capitalização financeiro-patrimonial, que volta a se repor, dada a natureza da dinâmica sistêmica.

A perversidade da instabilidade contemporânea tem sido justamente a de, por mais de 25 anos – desde pelo menos 1971, quando o dólar deixou de ser conversível, assinalando uma transição –, combinar alta especulação financeira com crescimento mínimo, coisa capaz de evitar o colapso, garantir os lucros de todo tipo – com o apoio dos tesouros nacionais e dos bancos centrais – e arrebenatar com a maior parte das “periferias” sociais, mesmo nos países centrais, e geográficas.

É este o estigma da financeirização global – nem colapso, nem desenvolvimento – que, como tal, denuncia um padrão de riqueza econômica, social e historicamente limitado.

BIBLIOGRAFIA

ACIOLI, Simone Lourival. (1993) “A Evolução recente do Corporate Finance das Empresas Alemãs”. *Relatório de Pesquisa*. São Paulo: IESP/FUNDAP.

- AGLIETTA, M. & Coudert, V. (1990) *La Globalisation financière: L'aventure obligée*. Economica, Paris.
- AGLIETTA, M. (1995) *Macro-économie financière*. La Decouverte, Paris.
- ARRIGHI, G. (1994) *O Longo Século XX*. São Paulo: Ed. UNESP.
- BORIO, Claudio E.V. (1997) "Monetary policy operating procedures in industrial countries". BIS Working Papers, N° 40. Basle.
- BRAGA, J.C.S. (1985) *A Temporalidade da Riqueza* (Tese de Doutorado). Instituto de Economia, UNICAMP, mimeo. Campinas.
- BRAGA, J.C.S. (1993) "A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais". *Revista Economia e Sociedade*, N° 2. Campinas: IE/UNICAMP.
- BRAGA, J.C.S. (1996) "Economia Política da Dinâmica Capitalista. (Observações para uma proposta de organização teórica)". *Revista Estudos Econômicos*. Vol. 26. Número Especial. São Paulo: Instituto de Pesquisas Econômicas-USP.
- CHANDLER Jr. A. (1990) *Scale and Scope*. Cambridge, Mass.: The Belknap Press of Harvard Univ. Press.
- CHESNAIS, F. (1996) *A Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã.
- CINTRA, M.A.M. (1996) "A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos (1982-1994). São Paulo: *Relatório de Pesquisa IESP/FUNDAP*.
- CINTRA, M.A.M. (1993) "O processo de Tomada de Controle Acionário entre as Corporações Americanas (1980-1992): A Mania de Fusões". *Relatório de Pesquisa*. São Paulo: IESP/FUNDAP.
- EDWARDS, F.R. (1993) "Financial markets in transition or the decline of commercial banking". Em: *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Jackson Hole, Wyoming.
- FREITAS, M.C.P. (1997) *Concurrence bancaire, speculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution du système financier international* (Thèse pour le Doctorat en Sciences Économiques). Université Paris XIII.

- GILPIN, R. (1987) *The Political economy of International Relations*. New Jersey: Princeton University Press.
- GUTTMANN, R. (1994) *How credit money shapes the Economy: the United States in a global system*. M.E. Sharpe, Armonk, New York.
- HILFERDING, R. (1963) *El Capital Financiero*. Madrid: Editorial Tecnos, S.A.
- KEYNES, J.M. (1971-1989) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Managing Editors Sir Austin Robinson and Donald Moggridge, London: Macmillan.
- LEVI, Maria Luiza. (1996) *O Sistema de financiamento das empresas japonesas: a estrutura montada no pós-guerra e os impactos da liberalização financeira da década de 80*. Campinas: IE/UNICAMP (Dissertação de Mestrado).
- LANDES, D.S. (1958) *Bankers and pashas: international finance and economic imperialism*. London: Heineman.
- MARX, K. (1968, Vol. III) *El Capital*. México: Fondo de Cultura Económica.
- MIRANDA, J.C. (1997) "Dinâmica financeira e política macroeconômica", neste vol. cap. 6.
- MINSKY, H.P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- NASSUNO, Marianne. (1996) "As Transformações recentes do sistema financeiro alemão e as implicações sobre a política monetária". *Relatório de Pesquisa*. São Paulo: IESP/FUNDAP.
- PLIHON, D. (1996) "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano)". *Revista Economia e Sociedade*. N° 7, Campinas: IE/UNICAMP.
- SERFATI, C. (1996) "Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie". Em: *La mondialisation financière - Genèse, coût et enjeux*. Syros, Paris.
- TAVARES, M.C. (1978) *Ciclo e Crise. O movimento recente da industrialização brasileira*. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1978 (Tese Prof. Titular).

TAVARES, M.C. & Melin, L.E. (1997). "A Retomada da Hegemonia Americana Revisitada", neste volume, cap. 1.

TORRES FILHO, E. (1997) "A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana", neste volume, cap. 9.

TRIFFIN, R. (1960) *Gold and the Dollar Crisis: the future of convertibility*. New York: Yale University.

ZYSMAN, J. (1995) "National roots of a 'global' economy". Em: *Revue d'économie industrielle*. Nº 71, 1º trimestre, Paris.

Dinâmica financeira e política macroeconômica

Nas últimas décadas houve uma expansão significativa do estoque de ativos financeiros. As famílias detêm hoje US\$ 29 trilhões, as corporações transnacionais US\$ 13 trilhões, os bancos US\$ 8,5 trilhões, as seguradoras US\$ 6,7 trilhões e os fundos de pensão US\$ 6,5 trilhões de ativos financeiros. Embora as evidências apontem para aplicações preferenciais de residentes em títulos, ações e mercados nacionais, os fluxos internacionais de capital vêm crescendo sistematicamente.

A conseqüência imediata da acentuada mobilidade de capitais foi o aumento das operações nos mercados nacionais de câmbio. Segundo o BIS¹, o valor bruto das transações diárias dos segmentos *spot* e de futuro foi de US\$ 1,1 trilhão, em 1995. A participação do segmento *spot* vem decrescendo, equivalendo hoje a 44% do total das transações. Este aumento das operações de futuro indica uma substituição progressiva do risco cambial por eventuais riscos de crédito no mercado cambial, que é extremamente concentrado: 11% dos bancos que atuam nos mercados cambiais respondem, em média, por 75% das operações diárias.

¹ BIS (1996), Central Banking Survey of Foreign Exchange.