

# A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais<sup>(1)</sup>

*José Carlos de Souza Braga*

## **Introdução**

Faremos uma análise das transformações financeiras e da dinâmica econômica do capitalismo desenvolvido, abordando-se, com este propósito, três questões estratégicas da (re)definição, gestão, e realização da riqueza capitalista, que marcam as quatro últimas décadas do século xx.

A primeira questão é a da instabilidade e transformações contemporâneas do capitalismo norte-americano. Esta análise deve partir do evento de 1966, denominado “Credit Crunch”, reconhecido por vários autores como uma inflexão na economia dos Estados Unidos do pós-guerra. Correspondeu a uma situação creditícia crítica e à expressão primária da instabilidade ligada à dinâmica financeira. Este processo esteve ligado à emergência do déficit público e da inflação — e, portanto, ao manejo contraditório das políticas monetária e fiscal — bem como à internacionalização dos bancos no surgimento do Euromercado.

As mudanças relevantes nas finanças mundiais, nesse período, foram impulsionadas desde a crise da potência dominante, os Estados Unidos, a partir dos 60 e, nos últimos anos, têm alcançado a Europa, o Japão e, em menor medida, os países asiáticos em desenvolvimento.

Advirta-se que a mencionada crise do capitalismo norte-americano refere-se às transformações estruturais das últimas três décadas, vinculadas, portanto, a uma temporalidade que se desdobra num longo prazo e no qual se manifestam momentos conjunturais críticos. Nessas conjunturas têm surgido os seguintes elementos, combinados diferentemente no tempo cronológico: déficit público, fragilidade da moeda, inflação, desequilíbrios de balanço de pagamentos, falências de corporações e mesmo de subsistemas financeiros.

---

(1) Este trabalho é um dos resultados de minha pesquisa de pós-doutoramento no Departamento de Economia da Universidade da Califórnia, Berkeley, Estados Unidos (1988-9). Para a presente versão, contei com a valiosa contribuição da professora e amiga Maria da Conceição Tavares, o que resultou em maior precisão e elaboração de passagens fundamentais da argumentação. As discussões com colegas do Instituto de Economia da Unicamp, e do Instituto de Economia do Setor Público (IESP) da Fundap foram de grande valia. Todos ficam eximidos de possíveis imperfeições ainda presentes no texto. Agradeço, ainda, a João Manuel Cardoso de Mello pelo estímulo para esta publicação.

É importante compreender que, mais que nunca, no capitalismo contemporâneo as finanças ditam o ritmo da economia — “finance sets the pace of the economy”, disse Minsky (1975) — e, neste sentido, há uma dominância financeira na dinâmica econômica.

Então, neste contexto, compreenda-se que as mudanças nas finanças têm constituído uma dinâmica internacionalizada, calcada numa verdadeira macroestrutura financeira, de âmbito transnacional, originada nos Estados Unidos e transposta também, em termos nacionais, para alguns países importantes da Europa e da Ásia. Registre-se que a dominância financeira é a forma mais aparente e problemática da dinâmica econômica do capitalismo contemporâneo. Ela não descarta que a dinâmica siga, em boa medida, condicionada, em última instância, pelo cálculo capitalista acerca do progresso técnico e alimentada pela concorrência internacional interfirmas industriais, apoiadas ou não pelas políticas de ajuste e reestruturação dos países dominantes<sup>(2)</sup>.

A dominância financeira — a *financeirização* — é expressão geral das formas contemporâneas de *definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo*. Por dominância financeira apreende-se, inclusive conceitualmente, o fato de que todas as corporações — mesmo as tipicamente industriais, como as do complexo metalmeccânico e eletroeletrônico — têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza. Assim, seus departamentos financeiros vêm adquirindo maior importância estratégica que os de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D), ao ponto de assumirem o perfil de bancos-não-bancos, internos às empresas<sup>(3)</sup>.

A segunda questão tratada neste artigo refere-se à natureza da concorrência e à estrutura das corporações do capitalismo atual, na qual essa dominância financeira é muito importante. Ressalte-se que esta não é considerada aqui como dominância do setor financeiro, mesmo porque este corte, setor financeiro *versus* setor produtivo, ou capital bancário *versus* capital industrial, é hoje, no mínimo, bastante questionável. Questionável pela existência da macroestrutura financeira — sobretudo em nível internacional — e, em alguns casos nacionais, dada a conglomeração reinante em alguns países líderes, como Japão e Alemanha, ainda que permaneça válido, aquele corte, nos demais países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), inclusive nos Estados Unidos, submetidos, contudo, a tensões oriundas desta tendência geral<sup>(4)</sup>.

Ainda nesta segunda questão, verifica-se que a estrutura das corporações capitalistas contemporâneas transforma-se velozmente, comparando-se Estados Unidos, Japão e

---

(2) Ver COUTINHO (1991) sobre a dinâmica do progresso técnico; e TAVARES (1990) sobre as políticas macroeconômicas de ajuste e reestruturação.

(3) Como ilustração deste fato, considere-se o comportamento financeiro das grandes corporações japonesas desde a década de 60. Revela-se uma elevação estrutural da capitalização financeira mesmo nas empresas do Japão, país notadamente voltado para o produtivismo. Assim, a relação entre lucros não operacionais e lucros operacionais tem os seguintes valores mínimos e máximos nas três últimas décadas: 1960-70 — 22,9% e 37,5%; 1970-80 — 34,9% e 62,5%; 1980-8 — 41,1% e 60,4% (Ver Tabela 1 do Anexo Estatístico, página 49).

(4) A reforma bancária, em curso nos Estados Unidos, será importante momento decisório sobre a legalidade de firmas industriais possuírem bancos e sobre o término da separação entre bancos comerciais e bancos de investimentos. Estas são as questões centrais da referida reforma, além da divisão regional existente entre as instituições.

Alemanha, ressaltando-se a velocidade das mudanças na segunda metade da década de 80. Portanto, são mudanças que estão se processando e sobre as quais não há, ainda, reflexões convincentes, de cunho analítico e teórico, mesmo nas universidades da Europa, Estados Unidos e Japão.

A terceira questão refere-se à emergência de uma macroestrutura financeira — de dimensões pública e privada, nacional e internacional —, e ao que se considera como o “paradoxo da *financeirização*” desta dinâmica contemporânea e que corresponde a mudanças nas formas de movimento do sistema. Isto é, as crises e reestruturações obedecem a processos distintos em relação a outros momentos históricos. Analisa-se por que as teorias existentes sobre dinâmica econômica sucumbem em face da inovação reinante neste novo tempo lógico-histórico do capitalismo mundial, que tem sido designado com certa impropriedade de “globalização”<sup>(5)</sup>.

## 1. Fim da Prosperidade da Economia Americana e Capitalização Financeira

### 1.1. Fundamentos financeiro-monetários e transformações recentes

Foi nos Estados Unidos, na década de 60, que nasceram os determinantes da instabilidade estrutural que tem atingido as economias nacionais e internacional nas últimas décadas. A economia norte-americana, como é sabido, era, à época, a mais poderosa do ponto de vista da escala de acumulação de capital, da complexidade dos mecanismos financeiros, da potência de sua indústria, do papel do Estado e do seu poder internacional. Considerando que parte destes poderes permanece vigente, sua trajetória tem condicionado as transformações mundiais tanto no centro como na periferia do capitalismo.

Antes desta análise, vejamos quais as características financeiras e monetárias dos capitalismos exitosos no século xx, as quais se encontram no âmago das reestruturações em curso.

Estes países combinaram crescimento e estabilidade monetária ao terem suas finanças fundadas seja num sistema baseado no crédito, seja num sistema baseado no mercado de capitais.

No sistema baseado no crédito, verifica-se, em geral, uma articulação estreita entre capital industrial e capital bancário, em interação com as autoridades monetárias, assim como com outras instituições governamentais. Tal processo implica o manejo de políticas técnico-produtivas (industriais) e financeiro-monetárias, no sentido de propi-

(5) O “Global Reach” dos grandes oligopólios transnacionais tem sido examinado em suas várias dimensões estratégicas — comercial, tecnológica, financeira —, mas essa, a meu juízo, é uma dimensão permanente do capitalismo de grande empresa. Neste ensaio, busca-se a compreensão de uma macroestrutura com uma dimensão nova, que vai além da lógica da grande empresa e que tem, em sua origem, os chamados “desequilíbrios macroeconômicos” da potência dominante e a ruptura da estabilidade do padrão monetário internacional. Ver BARNET e MÜLLER (1974).

ciar trajetórias de crescimento de longo prazo com estabilidade. A despeito de diferenças, é o padrão comum a Japão, Alemanha, França e alguns países em desenvolvimento da Ásia.

No outro sistema, o mercado de capitais é o centro do padrão de financiamento. Ele está assentado nos investidores institucionais (fundos mútuos e de pensão, seguradoras e outros) e nas tradicionais operações bancárias (crédito e financiamento de diferentes prazos). Este é o padrão anglo-saxão adotado pelos países que exerceram a hegemonia no sistema monetário internacional: a Inglaterra, até as primeiras décadas do século XX, e os Estados Unidos, até o início da década de 70.

Nos últimos anos, no entanto, tem ocorrido uma tendência à redução das fronteiras entre esses sistemas, ainda que em cada país isto esteja acontecendo com formas e ritmos diferenciados. Este movimento decorre da evolução do processo de globalização da economia, particularmente do sistema financeiro, por meio de um mercado de capitais mundialmente integrado e por uma crescente tendência à homogeneização dos sistemas financeiros interpaíses.

## **Estrutura e institucionalidade das finanças**

Em ambos os sistemas, pode-se dizer que existe uma estrutura, formada pela interação entre investimento produtivo e capitalização financeira, que foi constituída, respeitadas as diferenças organizacionais de cada país, pela articulação entre empresas financeiras e não financeiras, e entre os sistemas bancários e os bancos centrais.

Por outro lado, existe uma institucionalidade que facilita e induz o relacionamento das duas dimensões fundamentais do capitalismo moderno: a financeiro-monetária, expressa na riqueza mobiliária (ativos diversificados e líquidos), e a produtiva, expressa na acumulação inovadora e industrializante de bases técnico-produtivas. Esta institucionalidade cria na economia, através das práticas empresariais (financeiras e industriais) e das relações entre Estado e mercado, bases para trajetórias econômicas de crescimento e, ao mesmo tempo, inibidoras de problemas de instabilidade estrutural, tais como os surtos inflacionários. É nestas condições que se tornam realidade as finanças industrializantes, cujo significado discutimos na Introdução.

## **A riqueza mobiliária e o investimento inovador**

O sistema capitalista move-se em volta do tripé *moeda, crédito e patrimônio*, conforme já demonstramos. Articulados, estes elementos permitem a combinação entre liquidez e imobilização de capital, que, apesar de registrarem descolamentos em virtude de instabilidades, se constituem em fator decisivo do desenvolvimento.

Entretanto, depois que a economia americana, nos anos 60, passou a conviver com incertezas financeiras que culminaram com a extinção da conversibilidade do dólar em ouro e detonaram instabilidades de juros e de câmbio por todo o mundo, a moeda deixou de ser plenamente estável, mesmo nos países desenvolvidos. Também, a combinação

entre liquidez e imobilização de capital ficou mais difícil de ser alcançada e deu origem a importantes inovações financeiras.

Nestas condições, o crescimento com inflação controlada, ocorrido, nos últimos tempos, em países da OCDE, deve-se a uma boa articulação entre inovações financeiras (apoiadas em ativos financeiros diversificados) e inovações técnico-produtivas, as quais têm possibilitado altos níveis de riqueza líquida e a realização de investimentos industriais, não obstante o aumento do caráter especulativo das aplicações financeiras.

As inovações financeiras em curso caracterizam-se pelo princípio da securitização, que implica a predominância de títulos financeiros negociáveis, atendendo aos requisitos de mobilidade, liquidez e cobertura de risco, demandados pelos detentores de capital e investidores em geral. Tais requisitos tornaram-se imprescindíveis no contexto macroeconômico dos últimos tempos, marcado especialmente por instabilidades de juros e de câmbio.

Os novos instrumentos financeiros substituem em parte os empréstimos bancários (*bank loans*) enquanto mecanismos de crédito e valorização próprios ao novo contexto micro e macroeconômico. *Securities* podem ser ações (*equities*), títulos a juros (*bonds*) ou quaisquer outros papéis financeiros que, além de negociáveis (*marketables*), representem um direito de rendimento a ser cobrado de um emissor final ou de um intermediário financeiro, em última instância. Por securitização entende-se às vezes, equivocadamente, um processo de desintermediação bancária — exclusão do sistema bancário —, dado que, com as inovações financeiras, tomadores e aplicadores contornariam os bancos. Esta é uma falácia, já que nestas mudanças os próprios bancos transformam-se, redefinem suas conexões com a indústria, e são importantes subscritores — nas operações de *underwriting* — e distribuidores dos títulos securitizados.

A desregulamentação dos sistemas financeiros, relacionada àquelas inovações, tem sido efetuada por todos os governos do mundo capitalista desenvolvido, ainda que os ritmos e intensidades sejam diferenciados. Estas práticas obedecem menos às pregações doutrinárias do neoliberalismo do que à realidade da tensão entre regulamentos oficiais e o pragmatismo dos grandes grupos empresariais transnacionais na busca de rentabilidade e de oportunidades de investimentos, financeiros e produtivos. Assim, ao longo destas duas décadas, o dia-a-dia dos “mercados de investimentos” tem suplantado os controles e normas de bancos centrais, bem como o exercício de certas políticas públicas por parte de autoridades monetárias. Deste modo, em muitos casos, a chamada desregulamentação nada mais é do que uma resposta à realidade econômica, enquanto os governos ganham tempo para saber o que devem e podem fazer como “nova regulamentação”. A saber, trata-se da definição de um novo tipo de relações entre governos e sistemas financeiros às escalas nacional e mundial.

## 1.2. A inflexão em 1966

É na década de 60, em especial a partir dos eventos de 1966, que se revelam as origens desses elementos de instabilidade e de transformação, os quais podem ser utilizados como ponto de partida para se pensar a reestruturação internacional que está

em curso. É, de todo modo, uma reestruturação instável, não só nos Estados Unidos como também no Japão e na Alemanha — nestes, especialmente a partir da segunda metade da década de 80. A partir de 1990, até mesmo o “modelo organizado” do capitalismo japonês dá sinais de instabilidade através da Bolsa de Tóquio, onde ocorre uma desvalorização da ordem de 25%.

Do ponto de vista teórico, cabe compreender que desde meados dos anos 60 já se explicitava a forma contemporânea pela qual as finanças ditam o ritmo da economia capitalista, conforme analisou Minsky<sup>(6)</sup>. Essas importantes mudanças das relações financeiras que ocorreram nos Estados Unidos significaram uma transição para a turbulência e a fragilidade financeira, que vão tomando conta da economia. Na condição de potência dominante, os Estados Unidos têm vivido, desde então, problemas de balanço de pagamentos, inerentes à luta contra a perda de hegemonia do dólar como moeda internacional. Esta é uma armadilha, uma determinação, constantemente presente na instabilidade e que impacta o Banco Central via perda de reservas, pressões sobre as taxas de juros e de câmbio, condicionalidades à política monetária.

Em primeiro lugar, a expansão do investimento fixo que ocorre entre 1962 e 1970, na economia americana, faz-se através de uma relação crescente entre o investimento fixo e os fundos internos brutos; ou seja, na verdade, amplia-se crescentemente a participação dos fundos externos no financiamento do investimento das corporações não financeiras. Os bancos norte-americanos internacionalizam-se como membros importantes do mercado de “eurobonds”. Aumenta, também de forma significativa, a relação entre dívida total e depósitos à vista, o que decorre da emergência de novos ativos financeiros com grande importância. Àquela época, já se observava nos Estados Unidos grande investimento em ativos geradores de juros, substituindo a posse da moeda propriamente dita, como defesa frente à inflação. Ou seja, já existe o contexto de um mercado financeiro e monetário, acompanhado de tensões inflacionárias, que começa a se modificar em relação àquele que teve vigência na prosperidade do pós-guerra. Alteram-se as táticas e os cálculos de valorização das corporações americanas.

Existe um salto, por parte das corporações, em direção ao que Minsky denomina de finanças exóticas. Observa-se também o aumento da relação entre os papéis de “open market”, somados aos financiamentos obtidos em companhias financeiras (que não os bancos comerciais) e o total da dívida. Isto é, as corporações americanas não financeiras começam uma alavancagem multifuncional de recursos através de operações com papéis e com companhias financeiras, operações estas que não tinham mais a ver com a tradicional forma de alavancagem para o investimento, a qual teve vigência até meados da década de 60<sup>(7)</sup> e esteve no centro da prosperidade. Esta “alavancagem”, agora, envolve tanto captações quanto aplicações, com prazos e objetivos diferenciados. Capta-se no longo prazo, aplica-se no curto e compõem-se lucros produtivos e financeiros.

---

(6) Ver MINSKY (1975 e 1986).

(7) Até aqui a intermediação financeira era respaldada, a longo prazo, pelas seguradoras e fundos de pensão, enquanto as operações de curto prazo eram tipicamente de crédito e não financeiras. Valia, portanto, o modelo de Gurley e Shaw. Neste novo contexto, ademais, as corporações tentam assegurar os próprios ganhos de fundador, decorrentes das valorizações de suas ações, antes obtidos pelos bancos subscritores e distribuidores.

É mais do que isso, o Banco Central americano — o Federal Reserve — começa a dar suporte para esses tipos de passivos. A inflexão da política monetária americana, no final da década de 70, na direção de juros altos — período Volcker — tem um papel sem dúvida importante; que deve ser pensado, contudo, dentro deste conjunto de determinantes dinâmico-estruturais, mais “pesados”, que já estão presentes na década de 60, além da própria crise do balanço de pagamentos.

Os bancos comerciais americanos experimentam um processo em que a chamada “Equity Protection” se deteriora. Isto é, os valores representativos da propriedade dos bancos são cada vez menores em face de seus passivos. Entre 1961 e 1973 a “Equity Protection” declina, para os bancos comerciais americanos, de 0,85 para 0,59 (ou seja, de 85% para 59%).

Nos bancos comerciais, ao mesmo tempo, ocorre um aumento da multiplicidade de novos passivos bancários. Cai a relação entre depósitos à vista e o passivo total dos bancos de 50%, em 1962, para 35%, em 1972. Os instrumentos fundamentais de financiamento na década de 60 foram os chamados Certificados de Depósito Bancário negociáveis. Mais à frente, no final da década de 60, aparecem os “Commercial Papers”, que terão uma “performance” extremamente importante na década de 70 e até mesmo ao longo da década de 80.

Vejam agora como o desenvolvimento destes principais instrumentos da *financeirização*, ocorrida nos Estados Unidos, acaba por contaminar o mercado em geral, a gestão monetária do Federal Reserve e as próprias finanças públicas.

Na década de 70, o principal instrumento de expansão da economia norte-americana, do ponto de vista financeiro, vai ser o “commercial paper”. No momento em que, por medida de política econômica, ocorre com o “commercial paper” o mesmo que ocorreu com o certificado de depósito, na década de 60 — ou seja, uma corrida contra os papéis —, o Federal Reserve entra, abrindo o que se denomina de “Discount Window”, para refinarçar os sindicatos de bancos e barrar essa corrida contra o “commercial paper”.

Esse financiamento dos sindicatos de bancos é feito, por sua vez, para que os bancos refinanciem as companhias que emitiram os “commercial papers”. O “commercial paper”, como se sabe, é um título emitido por uma companhia ou corporação não financeira, que será comprado no mercado por um aplicador direto. Na hora da corrida contra o “commercial paper”, que afetaria as corporações industriais emissoras dos títulos, o Federal Reserve solicita aos seus bancos que refinanciem essas posições, dado que as companhias não podiam ter acesso estatutário à “Discount Window” para refinarçar suas posições. Injetam, assim, fundos adicionais no sistema bancário, via operação de “open market”. O que significa isso? O Banco Central institucionaliza um apoio às corporações emissoras de “commercial papers”, via linha de crédito no sistema bancário; diante disso, Minsky, no livro de 1986, verifica que o “commercial paper” torna-se um passivo secreto dos bancos comerciais, porque estes estão sendo usados, na verdade, para, em última instância, bancar as corporações, que tinham que ser financiadas, num “boom”, via o mencionado título. Acontece que esses passivos adicionais que os bancos detêm, ao cumprirem aquela função, articuladamente com o Federal Reserve, não aparecem nos balanços. Este procedimento, que é parte das inovações

financeiras, muito analisadas ao longo das décadas de 70 e 80, tem origem na mencionada inflexão da economia norte-americana. Desse modo, o Federal Reserve, junto com os grandes bancos americanos, sustenta e impede, de novo, a verificação de grandes traumas financeiros e permite, desse modo, que o sistema continue operando, ainda que, evidentemente, com todas as instabilidades que ali estavam presentes.

As relações entre Estado e mercado acentuam-se na medida em que o déficit público começa a ter um papel extremamente importante no que diz respeito aos aumentos do lucro bruto das corporações americanas, líquido de impostos. Tanto que esse lucro das corporações esteve em torno de US\$ 60 bilhões entre 1968 e 1970, saltando para US\$ 69 bilhões em 1971, e atingindo US\$ 77 bilhões em 1972. Minsky (1986, p. 93) comenta que “paradoxalmente as recessões são boas para os lucros brutos, líquidos de impostos, numa economia com *big government*”.

Impõe-se, entretanto, uma qualificação deste “big government”. O déficit público, ao longo da crise norte-americana, terá um componente financeiro importante e assim não deve ser visto unicamente como um acréscimo autônomo de gasto/renda, tal qual no “modelo keynesiano” simplificado. Ao contrário, aquele déficit, em boa medida, atrela-se à valorização patrimonial, ao aumento da riqueza financeiro-privada, e força ainda mais a securitização privada na macroestrutura financeira. De fato, pelas operações oficiais com títulos da dívida pública, alimentam-se os “portfolios” com ativos financeiros garantidos pelo Banco Central, financeirizando-se em maior grau o mercado geral.

Em síntese, o movimento de *financeirização* da economia norte-americana, desde os anos 60, de um lado, aumenta a vulnerabilidade das corporações quanto à forma de financiamento e, de outro, tanto o modo de gestão do sistema bancário quanto a multiplicidade do sistema financeiro começam a registrar, igualmente, um grau maior de fragilidade. Ao mesmo tempo, dentro deste quadro, o Banco Central torna-se coadjuvante das formas pelas quais as instituições financeiras vão bancando suas posições<sup>(8)</sup>, financiando-as; estas formas são decrescentemente relacionadas com a moeda e as reservas, e crescentemente ligadas a um complexo conjunto de novos ativos financeiros. Verifica-se, assim, o aumento dos volumes de certificados de depósitos, de acordos de recompra, de posições no eurodólar e de captação de empréstimos junto ao Banco Central.

Portanto, tornava-se evidente que esse movimento financeiro, ocorrendo na economia mais importante do mundo capitalista, conduzia a um processo de redução da possibilidade de controle, por parte do Banco Central, da política financeira e monetária. O exercício da política monetária se tornava crescentemente complexo e difícil porque esses novos instrumentos financeiros, pelos quais as organizações faziam suas posições, ganhavam característica de curto prazo, já naquele momento, e iam conduzindo para uma crescente instabilidade. Do ponto de vista dos bancos, isto significou passar a *privilegiar a administração do seu passivo*, via o mercado de fundos federais — “federal

(8) Corresponde à aquisição de recursos (caixa) para financiar ativos que são essenciais aos negócios da empresa. Então, bancar posições — “making position” — envolve operações ativas ou passivas em títulos que podem ser negociados num mercado líquido e com preços razoavelmente constantes sob pressões normais.

funds market”<sup>(9)</sup> —, utilizável, ademais, não apenas para regular a liquidez, como para financiar liquidamente o setor público, sendo a taxa de juros deste mercado a taxa fundamental para a economia americana. Este financiamento se faz, inclusive, via possíveis transferências para o Tesouro de lucros realizados neste mercado pelo Banco Central e por outras agências financeiras governamentais.

Esta prática havia começado já na segunda metade da década de 60. Ao longo da prosperidade do pós-guerra, ao contrário, os bancos basicamente administravam seus ativos, empréstimos e investimentos articuladamente à formação de posições financeiras baseadas nas “Treasury Bills”, as Letras do Tesouro americano<sup>(10)</sup>.

Ou seja, através do Banco Central estabelece-se uma conexão entre o mercado e o Estado, partes constitutivas da macroestrutura financeira, que produz instabilidade crescente. O movimento da economia norte-americana, desde então, conduziu a perturbações endógenas nas funções e operações convencionais do Banco Central, tanto por pressões do déficit público quanto pelos desequilíbrios do balanço de pagamentos. Assim, por exemplo, o manejo da política monetária (e de juros) é condicionado pelas necessidades de financiamento vinculadas àqueles dois problemas e não apenas pelo controle da liquidez e da inflação. Isto é, se a taxa de juros foi (ou será) tão alta, em alguns momentos, não é tanto por causa do controle da inflação, mas, em boa medida, pela necessidade de bancar o déficit público — em parte financeirizado — e atrair capitais externos para “equilibrar” o balanço de pagamentos.

Na dinâmica bancária privada ocorreu um aumento dos empréstimos acima da base de reservas quando, finalmente, entrou em cena, em 1966, o “Credit Crunch”. Nesse ano, o Banco Central procurou controlar a taxa de crescimento da base monetária, ao mesmo tempo em que verificou-se uma fuga daquele título que havia sido um dos principais financiadores da expansão — os certificados de depósitos. Neste movimento aumentam-se as taxas de juros dos “commercial papers” e dos débitos do tesouro, implantando-se, portanto, o que Minsky chama de um “pânico controlado”.

Esse é o primeiro momento, desde o pós-guerra, em que uma economia capitalista desenvolvida aproxima-se de um colapso financeiro da magnitude daquele que se verificou na virada para a década de 30<sup>(11)</sup>.

Acontece que, desta vez, o Banco Central entra substancialmente como prestamista de última instância — “lender of last resort” —, frente à possibilidade de “crash” financeiro iminente. Mas não só o Federal Reserve atua como emprestador de última instância; também diversos bancos importantes que operavam no mercado monetário

(9) “Federal Funds” são depósitos junto aos bancos do sistema Federal Reserve, os quais seguem como o principal “position-making instrument”, e a taxa do mercado federal “funds” é a taxa de empréstimo interbancário baseada nestes depósitos. Corretoras de valores e instituições oficiais — poupança e empréstimo — também participam deste mercado de empréstimos de curto prazo, cuja taxa de juros sinaliza a posição de reservas do sistema bancário e é, portanto, vigiada de perto pelo Federal Reserve Bank de Nova York.

(10) Quando as Letras do Tesouro são usadas para bancar posições, os bancos substituem um ativo — empréstimos a empresas — por outro — títulos do Tesouro — ou vice-versa.

(11) Contudo, considere-se que são situações diferentes. Na década de 30, a situação de reservas internacionais americanas era confortável, excedentária, e o sistema colapsa porque ganha a “visão do Tesouro” contra os interesses da política bancária. Na década de 60, os bancos americanos e as empresas transnacionais, com operações no exterior, pressionam o Tesouro, que começa a perder reservas e segue-se a primeira crise do “padrão dólar”.

cumprem este papel, através da oferta de linhas de crédito para um conjunto de instituições que havia crescido naquele processo financeiro especulativo<sup>(12)</sup>.

Então, na verdade, existe uma captura salvadora por parte dos grandes bancos, com o Banco Central atrás, garantindo-os, de tal modo que já há um embrião do que se pode chamar, contemporaneamente, de uma *macroestrutura financeira*, de dimensão internacional, que tem implicações dinâmicas extremamente importantes para o conjunto das economias capitalistas. Ali já está o embrião daquele tipo de macroestrutura através da atuação que o Federal Reserve e os grandes bancos americanos fazem, no sentido de impedir que se verifique um novo colapso financeiro. Minsky aponta para um aumento acelerado do caráter especulativo do capitalismo nos Estados Unidos, que provocaria a tendência à fragilidade financeira.

Como se pôde observar, Minsky acertou em alguns aspectos da crise, em outros fez previsões muito pessimistas. Também, o processo da instabilidade financeira alcançou proporções que ele mesmo foi incapaz de prever, em 1975, e mesmo entre 1984 e 1985, quando estava escrevendo o livro editado em 1986<sup>(13)</sup> que será comentado adiante.

Neste ponto da argumentação, o que vale enfatizar é que ao longo desse movimento, no país capitalista com maior dimensão e complexidade do processo de acumulação, fatores extremamente instabilizadores, que conduziriam a um colapso financeiro e, provavelmente, a uma grande depressão, não se impuseram graças à intervenção do Banco Central e dos outros grandes bancos.

Enquanto isso, Japão e Alemanha, na década de 60, iam consolidando a sua expansão do pós-guerra, questão que será retomada adiante.

Já estão presentes, nessa crise da economia americana, alguns aspectos importantes: primeiro, a *ampliação da natureza financeira e "fictícia"* da riqueza no capitalismo central; segundo, a busca da *rentabilidade acelerada*; e, terceiro, o que se aplica tanto às corporações quanto à construção de posições por parte do sistema financeiro, a trajetória em direção à *preponderância dos ativos líquidos e rentáveis*.

Está presente também, ao mesmo tempo, uma mobilidade extremamente acelerada, além das fronteiras nacionais, do dinheiro operando como capital, pela qual ocorrem operações dos bancos norte-americanos na Europa, fugindo já à regulação interna. Aparece, simultaneamente, a questão que vai estar no centro dessa discussão da regulamentação, que é a relação entre o mercado e o Estado no processo de *financeirização*. O Estado norte-americano vai bancar o seu capitalismo, não só o seu sistema financeiro, como também suas corporações. Mas, ao fazê-lo, põe em risco não só a estabilidade de sua moeda como também a do padrão monetário internacional, e introduz um elemento novo de risco e instabilidade no sistema.

Trata-se de uma dinâmica que evita que se repitam colapsos e desacelerações no investimento, análogos aos verificados em períodos pretéritos do capitalismo, mas que, ao mesmo tempo, expõe um sentido perverso. Isto porque o Banco Central sanciona e

---

(12) Vale dizer que, neste episódio, ao contrário do da década de 30, antes comentado em nota, prevaleceu a "visão bancária" e não a "visão do Tesouro".

(13) Ver MINSKY (1986).

banca as inovações financeiras, que implicam instabilidade, dado que estão caracterizadas, no capitalismo contemporâneo, pela busca da liquidez imediata, especialmente nesse estágio vivido pela economia americana. Ao sancioná-las, abortam-se as crises, mas ao se abortarem as crises tem-se, mais à frente, um aumento do endividamento e/ou da especulação, via novos instrumentos. De novo, regulamenta-se, abortam-se as crises; o mercado responde, cria novamente; logo, a economia fica entre o mercado e o Estado, numa dinâmica extremamente problemática, sem que, no entanto, se tenha uma grande depressão e um colapso financeiro geral, manifestações “clássicas” da crise.

Encontram-se aí, portanto, as raízes da instabilidade que permeia estas últimas décadas e cujas forças dinâmico-estruturais foram brevemente sintetizadas. Tais raízes marcam a crise e a reestruturação deste final de século xx, em que ocorrem elementos como inflação, desemprego, estagnação econômica relativa, nos anos 70; e uma reorganização cheia de incertezas, dos anos 80 até hoje. Estes fatores têm origem nesse movimento pelo qual passou a economia dominante, a norte-americana, na década de 60.

Novamente lendo Minsky: “ao invés de uma crise financeira e de uma grande depressão, separadas por décadas, têm-se ameaças de crises e de depressões profundas, ocorrendo praticamente a cada poucos anos; em vez de uma grande depressão efetiva, temos agora uma inflação crônica”<sup>(14)</sup>.

Essa formulação é importante porque, na verdade, a evolução da década de 80, mesmo nos Estados Unidos, não foi tão negativa quanto Minsky previa<sup>(15)</sup>. Porém, num certo sentido, na segunda metade dos anos 80, tanto nos Estados Unidos como na Alemanha e no Japão, uma instabilidade financeira de outro tipo é potencializada. Já não se trata mais da instabilidade financeira decorrente de corporações que se endividam frente ao sistema bancário ou emitem “commercial papers”, mas é uma instabilidade que decorre de uma articulação na macroestrutura financeira, empreendida crescentemente pelas corporações, tanto financeiras quanto industriais, num sentido que, em seguida, pretende-se desenvolver sinteticamente.

## 2. Concorrência e Organização Empresarial: a Financeirização

Neste item trata-se da dinâmica da concorrência, dos traços gerais das mudanças nas corporações, de comparações entre países e de alguns impactos macroeconômicos e estruturais.

Com relação aos bancos comerciais e às demais corporações financeiras e não financeiras, deve-se observar o seguinte: ocorre nessas várias instituições uma espécie de *generalização e homogeneização* nas formas de operação, reestruturação, tendo em

(14) Ver MINSKY (1986, p. 95).

(15) Nos anos 80, os seguintes fatores compensaram a instabilidade norte-americana: a “diplomacia do dólar” (forte), o keynesianismo bélico da “Reaganomics”, o ajuste macroeconômico às custas dos superávits de Japão e Alemanha. Ver TAVARES (1985 e 1990).

vista aquilo que se poderia chamar de “*concorrência financeira*”<sup>(16)</sup>, a qual está superposta ao acirramento da concorrência industrial e comercial, sem significar desarticulação com o produtivo, como se verá posteriormente.

Evidentemente, é necessário qualificar os modos pelos quais isso acontece. Há diferenciações não só de “*timing*” como de características, de país para país. Por várias razões, até mesmo porque não é possível pensar essas mudanças estruturais somente através do tempo lógico; o tempo lógico tem de ser qualificado pelo tempo histórico, diferenciado entre os países. Assim, à guisa de exemplo, o tempo lógico-histórico dos Estados Unidos é o de uma crise estrutural, desde a década de 60, enquanto os de Japão e da Alemanha são de reestruturação de seus espaços de acumulação e expansão, desde o pós-guerra, ingressando em instabilidade estrutural apenas nos últimos anos.

Especificamente quanto às várias formas de concorrência (industrial, comercial e financeira), abre-se a possibilidade de temporalidades convergentes ou divergentes, condicionadas pelas trajetórias historicamente distintas. É por isso que, enquanto os Estados Unidos avançavam inovações na concorrência financeira, baseados na pretérita dominação industrial e comercial, Japão e Alemanha empenhavam-se nas concorrências industrial e comercial, passando apenas recentemente, para o bem e para o mal, às incursões típicas da *financeirização*, que se têm imposto como modalidade geral da luta intercapitalista. Estes processos nacionais diferenciados implicaram, nos últimos tempos, maior poder para o Japão e a Alemanha, exatamente porque neles vinham convergindo as temporalidades das várias formas de concorrência<sup>(17)</sup>. Enquanto para os Estados Unidos, envoltos em outra temporalidade lógico-histórica, verificava-se perda de competitividade comercial e industrial, especialmente nas tecnologias produtoras de bens de consumo de massa. Os Estados Unidos mantêm seu poder mundial pelas armas e pela força de sua gravitação financeira<sup>(18)</sup>. O poder de “coordenar”, em “*tour de force*”, o “sistema capitalista”, cada vez mais interdependente, pela via da *financeirização*, acontece por causa do temor de um desabamento completo do “padrão dólar”, aquilo que em linguagem simbólica foi denominado o “*hard landing*”.

Tentando captar os traços gerais, deve-se observar que há um contexto de acirramento da concorrência em geral, que se amplia no que diz respeito ao espaço financeiro e ao tempo financeiro, o que vai afetar não só as corporações financeiras como as corporações não financeiras<sup>(19)</sup>.

Há uma perda do monopólio do crédito e do sistema de pagamentos pelo sistema bancário: autoridades monetárias e bancos comerciais. A oferta de crédito e o sistema de

---

(16) Considere-se como indicação desta autonomização financeira relativa a maior velocidade de crescimento das operações financeiras *vis-à-vis* as transações internacionais em bens e serviços (Ver Tabelas 4 e 5).

(17) A organicidade estável, entre bancos e indústrias, do elogiado “modelo japonês” vai sendo problematizada a partir de meados dos anos 80, quando suas corporações internacionalizam-se e carregam, para dentro do próprio Japão, as características da *financeirização*. Com isso, as próprias “defesas nacionais” do sistema de crédito ficam dificultadas.

(18) Os Estados Unidos ainda são, de longe, o maior espaço econômico-financeiro disponível no mundo para a valorização de capitais.

(19) O processo de securitização — emissão de dívida direta por parte das empresas através de diferentes títulos financeiros — faz parte deste movimento mais geral (Ver Tabelas 2, 3 e 11).

pagamentos não estão mais controlados pelos bancos centrais e comerciais nacionais, e há uma forte tendência à *financeirização com moedas privadas*<sup>(20)</sup>. Os bancos comerciais nos Estados Unidos — e, parcialmente, na Inglaterra e no Japão — passam a operar no negócio de “securities” e títulos em geral, tais como bônus e ações, atuando como se fossem bancos de investimento e dando início a uma forte pressão contra os regulamentos impeditivos, para que os bancos comerciais possam abrir-se e atuar nessa dinâmica de concorrência, que se amplia no espaço e no manejo do tempo financeiro<sup>(21)</sup>.

Os bancos de investimento e as “securities houses”, instituições que tratam com ações, títulos, bônus etc., passam a ofertar crédito para as organizações financeiras e não financeiras, ou seja, reforçam a tendência de que os bancos comerciais não mais detenham o monopólio do crédito.

Estas transformações implicam, como nunca na história do capitalismo, uma fenomenal concentração de poder financeiro. Implicam também a queda de barreiras entre mercados, setores, empresas e nações. Sem esta multifuncionalidade qualquer grupo empresarial fragiliza-se na concorrência. Consequentemente, ocorre um avanço expressivo na concentração, centralização e multinacionalização do capital.

Nos Estados Unidos, como se sabe, a legislação, depois do “crash” de 29, implantou a compartimentalização do sistema financeiro e do sistema bancário, feito obsoleto num campo de *financeirização* internacionalizada. Uma comparação acerca do grau de concentração bancária é elucidativa: nos Estados Unidos, segundo dados de 1988 da FMCG Capital Strategies (consultores financeiros em Nova York), 35 bancos controlam 50% dos ativos do sistema bancário; no Japão, treze bancos controlam 50% dos ativos bancários; e na Alemanha, oito bancos controlam 50% dos ativos. Ou seja, há um grau de concentração mais elevado nos sistemas bancários do Japão e da Alemanha, que certamente corresponde ao uso de poder concentrado para, em articulação com as empresas industriais, acumular forças na competitividade internacional.

As perdas experimentadas por grupos de origem norte-americana têm ocasionado mudanças no quadro de baixa concentração bancária vigente desde os anos 30. Assim, havia, em meados dos anos 60, 13.400 bancos que eram realmente independentes, enquanto em 1988 este número caía para 9.800. Desta data até hoje tem se acelerado o movimento de fusões, incorporações e a reforma bancária tem posição destacada na agenda de mudanças.

Paralelamente, ocorre uma transformação crucial nos Estados Unidos, no período recente, que é o fato de que as organizações comerciais e manufatureiras começam a ser proprietárias de companhias de seguros, de companhias emissoras de vários tipos de

(20) A capacidade da macroestrutura financeira em criar crédito e operar mecanismos de pagamento à margem, ainda que parcialmente, do controle das autoridades monetárias significa, na prática, o poder de gerar moeda privada. Os títulos financeiros, sob permanente inovação, são reconhecidos como quase-dinheiro, dada sua liquidez, e são, pragmaticamente, nas operações cotidianas do mercado, moeda privada. Daí a inocuidade da indignação de Tobin diante daquilo que de fato já é: “A idéia de que a moeda privada pudesse suplantar a moeda oficial é verdadeiramente ridícula”. Ver TOBIN (s.d.).

(21) No Japão, a desregulamentação é mais lenta, enquanto os conflitos entre os “main banks” e as “security houses” independentes têm sido intensos e ainda não se resolveram.

títulos, de instituições de poupança e de “non-bank banks”. Esse conjunto de companhias financeiras, de propriedade de organizações comerciais e manufatureiras, começa a aumentar a sua oferta de serviços financeiros em geral. Trata-se de empresas automobilísticas, companhias financeiras de consumo, como o American Express e a Sears entre outras, que passam a ofertar diretamente empréstimos comerciais e ao consumidor, o que está relacionado com o fato, já mencionado, de que parte do sistema de pagamentos começa a sair do controle dos bancos comerciais.

Portanto, o próprio exercício da política monetária, se já é problemático numa economia capitalista — onde a determinação do dinheiro é simultaneamente exógena e endógena, dependente da coordenação entre bancos centrais e bancos comerciais —, muito mais o é à medida que o sistema bancário começa a perder o controle sobre a gestão da moeda e do crédito. As organizações comerciais e manufatureiras entraram no sistema de serviços financeiros de uma forma tão expressiva que os chamados “non-bank banks” detêm uma participação no mercado de 45,6%, ao passo que os bancos propriamente ditos detêm uma participação de 54,4%, tanto na oferta de empréstimos comerciais, isto é, empréstimos para empresas, quanto nos empréstimos para o consumidor. Além disso, há uma importante presença dessas empresas no mercado financeiro em geral, que envolve operações de desdobramento de títulos privados e, através de organizações financeiras associadas, a aceitação de títulos públicos.

Na Europa, o “Universal Bank”, análogo ao banco múltiplo, faz operações em todos os mercados (monetários, de crédito e financeiros). Dada a histórica presença do banco universal no investimento e gestão industriais, a preocupação dos reguladores europeus é, ao contrário, o fato de indústrias virem a possuir bancos. Relembremos que na Alemanha a articulação entre banco e indústria tem uma longa tradição histórica que se manteve no pós-guerra, ao contrário do ocorrido nos Estados Unidos, onde essa tradição se perdeu com a aparição de novos oligopólios industriais (eletromecânica), com a segmentação legal do mercado financeiro e a internacionalização dos bancos.

No Japão, vem se montando, desde o pós-guerra, através de “cross-share holdings” (participações acionárias cruzadas) e estratégias de mercado e investimento interdependentes, uma articulação muito forte entre as corporações industriais e os vários braços do sistema financeiro; articulação essa que já ultrapassou amplamente os quadros de legislação e regulação vigentes. A articulação por objetivos comuns era muito mais forte no “keiretsu” e no período de consolidação das metas de competitividade japonesa — dos anos 60 a meados dos 80 —, e vem se flexibilizando por causa da internacionalização global, em que as empresas buscam as oportunidades de capitalização financeira. Recentemente, a *financeirização* vem sendo impulsionada, principalmente, pelas corporações que eram, a princípio, puramente industriais, tais como a Toyota e a Sony<sup>(22)</sup>.

Portanto, o que aparece como denominador comum, na história do século xx — apontado, embrionariamente, pelos grandes autores do começo do século (como Hobson

---

(22) A Toyota, por exemplo, tem participações em sete grandes grupos japoneses.

e Hilferding) —, é um desenvolvimento amplo da fusão das várias formas de riqueza. A capacidade do capitalismo de realizar a concentração e fusão das várias formas de riqueza reproduz-se, agora, à escala internacional, através de corporações financeiras e industriais “globais”.

As corporações capitalistas contemporâneas são, portanto, multifuncionais (finanças, produção e comércio), multissetoriais (vários segmentos industriais), além de multinacionais, e obedecem a uma lógica financeira geral na definição, gestão e realização de riqueza. No entanto, para o dinamismo da reprodução ampliada das economias e para o êxito na competição intercapitalista, o papel da reestruturação industrial e da inovação tecnológica é decisivo mesmo para embasar, fundar e determinar a dominância financeira e a evolução da *financeirização*<sup>(23)</sup>.

Assim, os grupos empresariais líderes, que são, ademais, partes constitutivas e integrantes da macroestrutura financeira, apresentam as seguintes características em sua organização e estratégia de valorização e crescimento:

1) O conglomerado de serviços e cálculos financeiros passa a ser o centro das novas corporações, dessas “novas firmas”.

2) Privilegia-se nessas corporações o acesso a capital, a informação, a “networks” tecnológicos e a mercados globais, via agrupamento de empresas com diferentes funções no interior dos grandes grupos.

3) Tende a ocorrer, como já se mencionou, o que se chama de “cross-share holdings”.

4) Há uma flexibilização do tempo de rentabilização dos investimentos e também das relações débito/crédito, e ainda das relações ativo/passivo.

5) Ocorre uma combinação simultânea de mobilidade, liquidez, rentabilidade e especulação — incluídos aí os ganhos de arbitragem — na circulação de capitais.

### 3. A Macroestrutura Financeira

A macroestrutura financeira é formada pelos grupos empresariais com o perfil acima definido e pelas organizações públicas vinculadas à questão financeiro-monetária, principalmente os bancos centrais. As transações financeiras com papéis, moedas e *commodities* constituem os estoques e fluxos de riqueza a ela correspondentes. Esta macroestrutura existe em nível nacional mas ganha plenitude no nível internacional, especialmente através das dinâmicas financeiras materializadas em centros como Nova York, Tóquio e Londres, e através das interações dos bancos centrais.

Sua constituição deu-se com o desenvolvimento financeiro das últimas décadas, que corresponde, genericamente, ao que chamamos de transformações na definição, na gestão e na realização de riqueza capitalista, em direção à *financeirização*.

(23) O Japão é exemplar quanto a isto, uma vez que o processo de *financeirização* em curso, ainda que instabilizador, sobrepõe-se a uma base técnico-econômica extremamente dinâmica, com o que a superioridade de sua economia e de seus grupos empresariais é sustentada na competição internacional.

Para elucidar este processo da macroestrutura financeira fazemos uma breve comparação dos casos do Japão, da Alemanha, e dos Estados Unidos a partir da década de 80. Ao examinar-se a questão da dívida e do mercado de ações, percebe-se que, entre 1980 e 1988, a proporção média entre o passivo total das corporações e a soma de seu capital acionário e suas reservas era de 2,7 no Japão, 1,5 na Alemanha e 0,3 nos Estados Unidos. Ou seja, houve no movimento de expansão, no Japão e na Alemanha, um grau de endividamento extremamente maior e compreensível, dada a articulação conhecida entre os bancos e empresas nos dois países<sup>(24)</sup>. Na Alemanha, através da participação dos bancos na gestão das próprias empresas. No Japão, através das garantias colaterais proporcionadas por “cross-share holdings”, que são situações em que uma companhia “A” tem 10% das ações da companhia “B”, enquanto “B” tem 10% das ações da companhia “A”, fazendo-se um acordo de posse no longo prazo, sem que, na verdade, as ações sejam trocadas. Somente um quarto das ações cotadas na Bolsa de Tóquio está disponível para compra, ficando indisponível o restante, dado que faz parte desses acordos, através dos quais os grupos industriais japoneses se articulam. Na Alemanha, no começo dos anos 80, havia apenas quatrocentas companhias cotadas em Bolsa, enquanto somente dez eram responsáveis por 50% do giro. As expansões japonesa e alemã do pós-guerra não foram, portanto, calcadas no mercado de ações, e sim no mercado cativo de crédito dos grandes grupos.

Mas no período recente emerge o mercado de ações, explicitamente no caso da Alemanha e cada vez mais no caso japonês. Há ainda, contudo, uma baixa participação do investimento institucional na Bolsa em ambos os países. Como investimento institucional entenda-se investimento de fundos de pensão, das companhias de seguro e assim por diante. Os dividendos das companhias japonesas e alemãs foram fundamentalmente usados para o aumento de capital das empresas e não para uma espécie de imediata “monetização da riqueza, no circuito financeiro”, como vinha acontecendo no mercado americano. Isto tem sido objeto de revisão por parte das próprias corporações norte-americanas, uma vez que o mercado de ações transformou-se num veículo daquela “monetização de riqueza” — além de proporcionar alto risco de “take-over” por operação de “riders” — e, com isso, vinha enfraquecendo as corporações. Há, hoje, um processo de modificação da atuação do mercado americano que reflete uma regeneração ante as já conhecidas consequências perversas da *financeirização*. Por esta “autocrítica”, os fundos de pensões, as companhias de seguro etc. estão atuando em conjunto com as gerências de fundos de investimentos, que aplicam nas corporações e participam do “board” destas corporações.

Quanto às alterações ocorridas desde meados dos anos 80, o fato é que aqueles fatores de estabilidade, mencionados no caso das economias japonesa e alemã e que deram a elas a “performance” conhecida, começam a se modificar e gerar instabilidades preocupantes.

---

(24) Este endividamento tem-se reduzido por força da instabilidade que passou a atingir as empresas e os bancos e da internacionalização das filiais que passam a tomar recursos no Eurobonds à medida que as taxas nacionais ficam mais desfavoráveis. Este aspecto tem sido examinado por Ernani Torres Filho, da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Houve, evidentemente, em função do próprio potencial tecnológico-industrial das economias japonesa e alemã e do movimento de valorização do dólar, uma forte expansão dos superávits comerciais desses países. Isso proporcionou um aumento importante da sua liquidez nos últimos anos, o que conduziu as empresas, principalmente as japonesas, a uma liquidação das suas dívidas. Há informações da OCDE de que as cem maiores empresas japonesas, ou cerca de um terço delas, têm saldo de caixa maior do que o saldo devedor, ou seja, um poder financeiro importante, com o que estão criando, dentro de si mesmas, uma espécie de bancos internos. Isso ocorre em empresas como Toyota e Nissan (automobilísticas), Matsushita e Toshiba (eletrônicos de consumo). Essa tendência à criação de um “banco” dentro da própria corporação industrial conduziu a que quarenta companhias já tenham subsidiárias financeiras na Europa e nos Estados Unidos, inclusive para cuidar da sua exposição em câmbio e em taxas de juros. Essas unidades financeiras internas das companhias financiam a expansão de seus vários segmentos empresariais a custos menores do que os próprios bancos são capazes de financiar. Então há, na economia japonesa dos últimos anos, elementos de instabilidade financeira que estão em crescente desenvolvimento, os quais devem (re)qualificar a estabilidade anterior do “modelo japonês”.

Na medida em que, no capitalismo contemporâneo, as economias alcançam volume, escala de acumulação e complexidade do processo de valorização e de acumulação típicos de capitalismo centrais, elas constituem, inevitavelmente, uma *financeirização* da riqueza que origina uma instabilidade financeira geral, ainda que com diferenciações de país a país, dados os seus quadros institucionais.

Esta instabilidade é de outro tipo, não é do tipo que Minsky acusava. As corporações reduzem a taxa de endividamento com bancos e aumentam o autofinanciamento com lucros financeiros, além de dinamizarem, como um fim em si mesmo, as aplicações financeiras (“paper transactions”). A instabilidade financeira, no nível micro, depende de situações patrimoniais especulativas, resultantes de operações em mercados entrelaçados como os de Tóquio, Nova York, Londres. Como exemplo: os bancos japoneses vieram a ser afetados, desde outubro de 1990, por operações especulativas no mercado de ações e de terra, enquanto, num primeiro momento, as empresas industriais, com crescente autonomização financeira, melhoraram sua situação financeira. Contudo, nos próximos anos espera-se que a onda de incerteza na bolsa de valores acabe por afetá-las, inclusive através do mercado de “warrants”<sup>(25)</sup>.

(25) Os bancos detêm ações das empresas como colaterais, garantias das operações de crédito. Com a desvalorização da Bolsa de Tóquio tendo afetado a rentabilidade dos bancos, ocorre que eles acabam fragilizando as empresas cujas ações detêm como colaterais. Considere-se, ainda, que os bancos não têm tanta liberdade para mudar seus ativos (patrimônio) no “portfolio”, uma vez que isso provocaria significativa desvalorização contaminadora do sistema. “Warrant” é um instrumento negociável que dá ao possuidor o direito de comprar (do) ou vender (para) o emissor de “warrant” um título de renda fixa ou ações, sob determinadas condições e prazo. Quanto à conversão em ações, uma das condições é o “exercise price” o qual, caindo abaixo de um limite, dá ao possuidor do “warrant” o direito de recusar a dita conversão. Com a queda da bolsa em 1990, aquele limite foi atingido para mais da metade do estoque de US\$ 120,2 bilhões que as empresas haviam emitido em “warrants”. Estas empresas terão, mantida esta situação, que tomar dinheiro emprestado à taxa de juros, hoje mais elevada, a fim de resgatar os “warrants”. O custo básico de empréstimos saltou de 4-6% (1987-9) para 8% em 1991, já sendo em termos reais 4-5%, o que supera a taxa norte-americana de 2-3%. Os vencimentos dos “warrants” concentram-se em 1992-3, tendo o índice da bolsa (Nikkei) que elevar-se entre 20% e 50% para convencer os possuidores de “warrants” a convertê-los em ações. Ver THE ECONOMIST (1991).

No nível macro, em diferentes países e em escala internacional, a instabilidade manifesta-se pela oposição entre riqueza produtiva e riqueza financeira, pela componente financeira do déficit público, por desequilíbrios nas reservas internacionais, por especulações cambiais, por intermitências entre recessão e crescimento e, finalmente, por consideráveis dificuldades de coordenação de políticas econômicas.

A propósito, vale lembrar passagens de James Tobin no artigo antes citado: “As altas bonificações registradas nos valores de resgate não são desprovidas de consequência inquietante: elas confirmam, realmente, o fracasso do mercado, cujos preços correntes não traduzem mais os valores fundamentais a longo prazo [privilegia-se a aptidão na procura de lucro a curto prazo e de ‘operações com capital febril’, sendo incerto o produto social resultante] da proliferação dos instrumentos financeiros, dos mercados, e das oportunidades de arbitragem e transações fictícias — ‘paper transactions’”<sup>(26)</sup>.

No começo dos anos 90, na economia japonesa, o total de ativos financeiros mais propriedades imobiliárias era equivalente a US\$ 35 trilhões, e o Produto Nacional Bruto era igual a US\$ 3 trilhões. Ou seja, havia um total de ativos 9,5 vezes maior do que o produto nacional bruto. Estimava-se que os preços das propriedades imobiliárias no Japão, em 1990, estariam sobrevalorizados em 40% (dados provenientes de vários edições de *The Economist*).

Daquele total de ativos, cerca de 14 trilhões de dólares correspondiam a ativos imobiliários, enquanto títulos e ações correspondiam a 21 trilhões de dólares. No começo de 1990, a Bolsa de Tóquio, depois de um processo de intensa capitalização, passou à frente, inclusive da Inglaterra, no que diz respeito à capitalização como porcentagem do produto. A economia japonesa apresentava uma relação entre a capitalização — o preço das ações vezes o número de ações no mercado — e o produto equivalente a 1; o que culminou na desvalorização que se verificou na Bolsa de Tóquio<sup>(27)</sup>.

Diz Hiroshi Takeushi, do Long Term Credit Bank do Japão, a propósito desse quadro: “isto é altamente instável, pode vir a desabar, em face até mesmo do menor solavanco ou surpresa”. Sijuro Ogata, do Banco do Japão, diz que “o desenvolvimento da tecnologia das inovações nas técnicas financeiras, tais como os ‘swaps’, quebrou as fronteiras entre as nações, que não podem mais proteger os jogadores internos dos competidores de fora”.

Ou seja, a questão que se refere ao nacional *versus* o internacional não deve ser percebida apenas como a presença física das empresas financeiras dentro do país, mas também através de uma tendência de interação crescente entre os níveis nacional e internacional, proporcionada pelas operações na macroestrutura financeira.

O fato é que alguns elementos comuns parecem traçar o perfil empresarial desse capitalismo contemporâneo, no qual impõe-se essa dominância financeira, esse perfil empresarial da *financeirização* que tende a reduzir a diferença, quanto à gestão da riqueza, entre capital bancário e capital industrial, entre o produtivo e o financeiro, embora se

---

(26) Ver TOBIN (s.d.).

(27) Faça-se a ressalva de que estes índices não são absolutamente comparáveis devido às diferenças de cálculo patrimonial nas empresas japonesas e nas de outros países.

mantenha a importância diferenciada dessas esferas quanto ao papel no desenvolvimento das forças produtivas. Tanto do lado dos bancos quanto das grandes empresas financeiras e das grandes corporações, isto é, em todas as organizações líderes e na maioria dos capitalismo centrais, há um movimento no sentido de que sua estrutura organizacional e de cálculo financeiro se dirija a uma articulação paradoxal: uma capitalização financeira, levada, ficticiamente, inclusive a certos limites extremos, *pari passu* à capacidade de inovação tecnológico-produtiva e de financiar desequilíbrios de balanço de pagamentos.

Portanto, são o próprio âmago das corporações capitalistas e suas estratégias na macroestrutura financeira que nos remetem a identificar uma nova dinâmica, a analisar a enorme *flexibilização* do tempo de rentabilização dos investimentos, das relações débito/crédito e ainda das relações ativo/passivo. Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas *formas de cristalização da riqueza capitalista*<sup>(28)</sup> na busca de maior e mais rápida rentabilidade, dada pela possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma estrutura temporal de valorização sempre atualizada com os sucessivos impulsos de revisões das decisões passadas. Esta capacidade de rapidamente rever a estrutura temporal de valorização dos ativos, aparentemente a um custo cada vez menor, aliada à extensão do mercado financeiro à escala global, possibilita o máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização<sup>(29)</sup>.

Verifica-se assim que há uma introjeção, por parte dessas organizações, do paradoxo mais geral da *financeirização*, ao mesmo tempo em que suas práticas engendram, no plano macroeconômico e macrofinanceiro, aquela dinâmica paradoxal que é a marca da crise contemporânea e das reestruturações em processo nos capitalismo centrais, sintetizada na conclusão deste trabalho.

### Conclusão: o Paradoxo da Financeirização

As novas estruturas — nos planos micro e macro — e os novos movimentos gerais que estão emergindo — com maior ou menor velocidade, nos diferentes capitalismo, e com algumas diferenciações, dados os quadros político-institucionais — configuram o que pode ser chamado de paradoxo da *financeirização*.

Há uma economia capitalista internacionalizada<sup>(30)</sup>, na qual as três grandes economias detêm poderes determinantes do processo econômico global. É cada vez maior o desequilíbrio entre a velocidade de expansão dos mercados financeiros e a dos mercados de bens e serviços<sup>(31)</sup>.

O Fundo Monetário Internacional, nos seus relatórios de 1988, 1989 e 1990, enfatiza a sua preocupação com a volatilidade das taxas de juros e das taxas de câmbio

(28) Ver nas Tabelas 2 e 3 a expansão de ativos financeiros representativos da riqueza mobiliária ampliada pela capitalização financeira no mercado de bônus e mercado de ações.

(29) Agradeço a José Geraldo Portugal Júnior a contribuição para melhor explicitação desta parte do argumento.

(30) Observar nas Tabelas 7, 8, 9 e 10 o crescimento dos bônus externos, dos títulos governamentais no estrangeiro, e dos investidores institucionais em títulos estrangeiros e as posições, no exterior, de bancos japoneses e alemães.

(31) Ver as Tabelas 4 e 5.

decorrente do fato de que os mercados financeiros seguem expandindo-se a uma velocidade superior à dos demais mercados. Há circulações cambiais importantes que derivam tanto da instabilidade americana quanto da abertura de várias áreas monetárias, ainda sob o peso da instabilidade do dólar.

No processo de *financeirização* da riqueza capitalista há um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio; é a isto que temos assistido nas últimas décadas. Há um sistema monetário internacional em mutação, gerador de incerteza estrutural e, portanto, de instabilidade. O padrão dólar está problematizado, mas não existe um novo padrão que o substitua — o iene não cumpre este papel; vale dizer, não se resolveu a fundação de uma nova moeda internacional, fica-se com um sistema de moedas misto. Logo, a paridade incerta das moedas e a volatilidade das taxas de juros impedem a estabilidade monetária. A defesa da riqueza, do patrimônio, faz-se nas operações da macroestrutura financeira, a qual também vai alterando as formas de crédito, inclusive reduzindo a separação nítida entre os mercados de crédito e de capitais<sup>(32)</sup>. Todos os líderes capitalistas — corporações e países — atuam naquela macroestrutura, ainda que haja diferenças morfológicas entre eles, no plano organizacional. Naquela macroestrutura efetua-se uma coordenação monetária, forçada e efêmera, sob a égide do sistema hegemônico, ainda o norte-americano. Forçada e efêmera porque a possibilidade de um quadro mais “equilibrado” interpaíses, quanto às reservas internacionais, é dominada pelo Japão, sem cuja participação não há acordo entre os bancos centrais; enquanto o poder fundante e a moeda pública e hegemônica são dos Estados Unidos, a potência dominante em crise<sup>(33)</sup>.

A realização de capitalização financeira e riqueza fictícia tão intensas, bem como a possibilidade de monetizar (ainda que parcialmente) essa riqueza, propiciadas pelas interações existentes na macroestrutura financeira — não apenas entre os mercados privados, como destes com os bancos centrais —, poderia levar a crer, aos desavisados, que haveria, no mínimo, um quadro de estagnação do investimento inovador.

E, no entanto, o que se percebe é que na crise contemporânea e na reestruturação coetânea conseguiu-se superar duas conjunturas internacionais críticas, em meados dos 70 e no começo dos 80. Este processo não provocou um “crash” financeiro nem uma grande depressão; pelo contrário, tornou possível um período de oito anos de crescimento (1983-90) acompanhado de uma espécie de rentismo institucionalizado. Entretanto, após esse período, surgem instabilidades a que estamos assistindo, especialmente nos Estados Unidos e no Japão, como se a crise estivesse de volta, no começo dos anos 90. Esta permanente tensão entre expansão e crise é expressão da instabilidade estrutural.

Reiteram-se, nos movimentos das economias, as tensões inflacionárias, as instabilidades cambiais, os desempregos importantes — em algumas áreas do capitalismo europeu —, os limites das finanças públicas, bem como a recente emergência de

---

(32) O sistema dominante, o capitalismo norte-americano, tem sido baseado no mercado de capitais — capital “market based” —, como, aliás, tendem a ser os sistemas dominantes. Já os sistemas nacionais são baseados no crédito — “credit based” — e tendem a ser assediados, por agentes internos e externos, em face da *financeirização* internacionalizada em curso.

(33) Observe-se que o dólar segue sendo a principal moeda de referência para emissão de títulos (ver Tabela 6).

especulações financeiras até mesmo no “organizado” capitalismo japonês; tudo compondo uma dinâmica paradoxal.

O rentismo institucionalizado faz lembrar, por ironia, da eutanásia do rentista com que Keynes sonhava, e que não tem se verificado. Pelo contrário, ocorre a institucionalização do rentismo na prática dos grupos empresariais na macroestrutura financeira analisada; o que, ao mesmo tempo, combina-se com o investimento inovador. É outra forma de manifestação do paradoxo da *financeirização*, porque é uma forma contemporânea pela qual os diversos capitalismos desenvolvidos estão conseguindo, simultaneamente, desenvolver o sistema produtivo e amplificar a capitalização financeira, ainda que plenos de instabilidade.

Cabe pensar, também, que este paradoxo da *financeirização* pode iluminar o fato de que, num determinado sentido, ainda não estamos em face de uma “Terceira Revolução Industrial”, pela qual o progresso técnico estaria engendrando uma expansão capitalista de longo prazo. Há evidências de que a velocidade de inovações tecnológico-produtivas é gigantesca. Contudo, é bom considerar que ela não tem passado pela infra-estrutura nem por investimentos pesados do tipo da “Segunda Revolução Industrial” (eletricidade, transportes, química, siderurgia). Tem-se caracterizado, isto sim, como um ciclo tecnológico, com desdobramentos curtos e rápidos, sobre segmentos importantes do complexo eletroeletrônico e do complexo metal-mecânico. Fica posta a hipótese, conseqüentemente, de que esta *financeirização*, se não impede o progresso técnico, limita sua propagação plenamente revolucionadora das bases técnicas da reprodução ampliada; coisa compreensível, dado o que se analisou acerca de seus impactos nos setores público e privado.

O movimento contemporâneo dessas economias não corresponde à regulação harmônica do capital financeiro, esperada por Hilferding, entre outros. Também não corresponde plenamente à teoria cíclica de Schumpeter, associada ao automatismo do progresso técnico no “capitalismo trustificado”<sup>(34)</sup>, pela qual haveria, hoje, uma onda longa de crescimento calcada na “terceira revolução tecnológica”. E ainda tampouco equivale à eutanásia do rentista esperada por Keynes, uma vez que o Estado não tem sido capaz de promover um aumento da massa de capitais produtivos no sentido de fazer com que a eficiência marginal do capital caia até próximo de zero, e assim conduza à eutanásia<sup>(35)</sup>.

(34) Faz-se referência, aqui, à análise de Schumpeter de que o automatismo do progresso técnico, próprio da fase “trustificada” do capitalismo, atenuaria a instabilidade cíclica que antes existia no capitalismo concorrencial. Obviamente não se está questionando sua genial visão geral acerca da evolução capitalista, incluindo a idéia de destruição criadora que estimula importantes análises atuais sobre inovações técnicas. Quer-se chamar a atenção, isto sim, para o fato de que a dinâmica econômica global e o movimento da riqueza, no capitalismo contemporâneo, não podem ser compreendidos nem mesmo pela teoria cíclica schumpeteriana.

(35) Para Keynes, a razão de um ativo como o equipamento de capital ter rendimento líquido é a escassez. E o capital é escasso porque existe a competição da taxa de juros sobre o dinheiro. Se a ação estatal provocasse abundância de “capital goods”, sua eficiência marginal cairia a zero e ocorreria um gradual desaparecimento de uma taxa de retorno sobre a riqueza acumulada. O proprietário do capital ganha juros apenas enquanto o capital é escasso. Keynes é incisivo: “Eu vejo, portanto, o aspecto rentista do capitalismo como uma fase de transição que desaparecerá quando tiver feito seu trabalho. E com o desaparecimento de seu aspecto rentista, o capitalismo, muito mais ainda, experimentará uma mudança de dimensões oceânicas. Será, ademais, uma grande vantagem da ordem de eventos que estou advogando que a eutanásia do rentista, do investidor sem funções, não será nada repentina, meramente uma continuação gradual mas prolongada do que temos assistido recentemente na Grã-Bretanha, e não será necessária nenhuma revolução”. Ver KEYNES (1964, p. 376).

Esse impedimento que afeta o Estado é forjado tanto pela natureza dos seus déficits quanto pela desregulação dos sistemas bancários nacionais, os quais, ademais, têm suas operações altamente condicionadas pela internacionalização financeira. Com isto, o financiamento e o gasto públicos, bem como os sistemas nacionais de crédito, não têm podido realizar a utopia de Keynes e têm imposto restrições, insista-se, ao aprofundamento das transformações tecnológicas na perspectiva da reprodução ampliada<sup>(36)</sup>.

A dinâmica capitalista em questão é de natureza nova, quer dizer, as formas de movimento dessa crise e de sua reestruturação são novas, de modo que a maioria dos textos teóricos existentes sobre dinâmica econômica do capitalismo não são pertinentes. Não o são as dinâmicas formais que derivam do pensamento da síntese neoclássica, nem algumas dinâmicas neokaleckianas, nem outras neo-schumpeterianas, todas calcadas nas repetições das fases do ciclo — curtos, médios, longos.

Na verdade, observa-se uma instabilidade estrutural marcada por essa lógica da *financeirização*, que é paradoxal nos vários sentidos mencionados.

É importante, retomando o eixo lógico anterior, que se ressalte a existência de uma *macroestrutura financeira*, na qual há uma articulação entre mercado e Estado, entre corporações, com o perfil descrito, e bancos centrais; é importante que se identifique a ocorrência de uma simultaneidade nos processos de realização da renda e de capitalização financeira e fictícia<sup>(37)</sup>.

Isto, evidentemente, dá a essa reestruturação características distintas daquelas típicas dos modelos de ciclo ou de uma onda longa de crescimento. Ao contrário, trata-se de uma reestruturação que, nos distintos capitalismo, com seus matizes político-institucionais, suscita recorrentemente a impressão de que, de novo, se está na crise<sup>(38)</sup>.

É a instabilidade estrutural com dominância financeira, como já foi dito, que é a marca desse capitalismo contemporâneo. Nesta concepção teórica, o movimento é formado por flutuações conjunturais de perfis mutáveis e por uma tensão estrutural entre expansão e crise, decorrentes da forma de interação entre acumulação de capital em geral e demanda efetiva, própria da *financeirização* e da gestão da riqueza na macroestrutura financeira. Isto é, a dinâmica não mais deriva prioritariamente do cálculo capitalista sobre o ajuste do investimento ao estoque de capital produtivo tal como nos modelos de ciclo. Não é pertinente, portanto, pensar o movimento através das fases repetitivas do ciclo — auge, recessão, depressão, recuperação, auge.

Não ocorrem nem os colapsos que se imaginavam, por um lado, nem as regulações harmoniosas que se desenhavam, idealmente, por outro; embora tenha havido regulações contraditórias e conflitivas no nível macroeconômico e no nível da própria estrutura.

---

(36) Considere-se os problemas de infra-estrutura urbana acusados mesmo em países como os Estados Unidos e Japão.

(37) Na medida em que esta capitalização financeiro-fictícia tornou-se modalidade permanente de realizar riqueza, identificá-la como fictícia é até discutível. Porém, como isto não deixa de colocar contradições entre riqueza e reprodução, que fique registrada como tal.

(38) Este início da década de 90 é ilustrativo, na medida em que parece ser o momento em que as três grandes potências capitalistas estão a convergir, ao mesmo tempo, para uma conjuntura explicitadora da instabilidade estrutural: recessão americana, fragilização de bancos e empresas japonesas, conturbações monetárias na Alemanha — ainda que, neste caso, haja uma forte determinação geopolítica.

Finalmente, compreenda-se que em face da *financeirização* e da correspondente macroestrutura internacionalizada, que perpassa os países, o capitalismo central não é mais o “capitalismo industrial” em que, na ausência de crise, o empresário inovador capta crédito, avança gastos produtivos, compra força de trabalho, vende a produção, realiza lucros e tudo recomeça com vistas à produção, resultando na realização ampliada de renda e na reprodução global do sistema. Ao contrário, no capitalismo atual, em particular desde o fim dos anos 60, guardadas as diferentes temporalidades nacionais, os grupos empresariais — verdadeiras corporações capitalistas — atuam, simultaneamente, pela riqueza financeirizada e pela produção, engendrando, intermitentemente, as instabilidades oriundas da contradição entre realização de renda (produto) e de capitalização financeira. E, ademais, deixando o sistema, neste processo, como que permanentemente em crise, ou melhor, à beira da crise<sup>(39)</sup>.

A riqueza, naquele capitalismo pretérito, como que aparece em estágio menos complexo da sua contradição com a reprodução global, ainda que o caráter destrutivo de suas crises tenha sido grandioso, tanto para o capital como, especialmente, para o trabalho. A esse capitalismo correspondia uma articulação menos complexa entre moeda, crédito (investimento) e patrimônio.

O processo industrial-reprodutivo obviamente permanece e é crucial para a reprodução ampliada, porém o novo no capitalismo atual é que o “capitalismo industrial” está *subsumido* no movimento mais geral de gestão e realização da riqueza (*lato sensu*) sob dominância financeira; movimento em que o capital e a tecnologia não só tornam o “velho trabalho”, e o próprio trabalhador, redundantes, como abarrotam o mundo não apenas de mercadorias, como antes, mas, preponderantemente, de ativos financeiros, materialização abstrata e plena do Patrimônio; movimento em que o espaço e a temporalidade dominantes, intrinsecamente, para fins da riqueza, são engendrados pela dimensão financeiro-monetária internacionalizada. Constitui-se assim uma específica interação dinâmica entre moeda, crédito e patrimônio, distinta daquela do capitalismo pretérito.

As fábricas, o trabalho, o capital produtivo são, é claro, o substrato e também o oposto da riqueza financeiro-monetária, sendo esta, verdadeiramente, um dos objetos do desejo, tão caro à sociabilidade capitalista. A riqueza privilegiada, na sociabilidade contemporânea, está nas ações (“shares”), nos ativos financeiros securitizados, nas moedas, no dinheiro, enfim, como riqueza plena, líquida e geral; dinheiro e títulos como riqueza financeirizada, afinal, e contraditoriamente autonomizados em face das demais mercadorias.

Dir-se-á que sempre foi essa a natureza da busca de riqueza capitalista. Mais uma vez, contudo, a inovação está em que o que era limitado, parcial, nacional, momento transitório, tornou-se amplo, reestruturante dos planos micro e macro, dominante, institucionalizado, internacionalizado e marca da sociabilidade, ainda que o acesso a este tipo de gestão e realização de riqueza seja altamente diferenciado, entre nações,

(39) Este é o caminho, na perspectiva deste trabalho, para reconsiderar aquilo que, polêmicamente, tem sido chamado de “Risco Sistêmico”, associado, na literatura, às transformações financeiras recentes.

classes sociais e capitais, por causa das desigualdades e heterogeneidades de todo tipo, presentes no processo capitalista mundial.

Este processo — a *financeirização* da riqueza — é, em suma, um verdadeiro paroxismo nos capitalismo centrais, nos quais a gestão especulativa da riqueza é levada a extremos e, ainda assim, paradoxalmente articulada com a reprodução ampliada, redefinindo a dinâmica das crises e das reestruturações, como se demonstrou. E, enquanto paradoxo, põe em xeque sistemas e pressupostos, de diferentes escolas, na interpretação do capitalismo, que até hoje são apresentados como atuais, consistentes e incontestáveis.

A capitalização financeira e fictícia, componente estratégico deste processo, impõe aos processos sociais e à vida dos tempos atuais tanto seu ritmo frenético, inovador, quanto suas consequências nefastas. Somos tentados por uma alegoria a concluir com o “Cidadão Kane”, de Orson Welles, que, irônico, dizia do drama imposto, mesmo aos dominantes, pela realização do desejo imperante nas sociedades do século xx: “Se eu não tivesse sido rico teria sido um grande homem”.

*José Carlos de Souza Braga é professor doutor do Instituto de Economia da Unicamp e diretor superintendente do Instituto de Economia do Setor Público (IESP).*

## Referências Bibliográficas

- BARNET, Richard J. & MÜLLER, Ronald. *Poder global — A força incontrolável das multinacionais*. Rio de Janeiro: Distribuidora Record, 1974.
- BRAGA, J. C. de S. *Temporalidade da riqueza — Instabilidade estrutural e financeirização do capitalismo*. Tese de doutoramento. Campinas: IE/Unicamp, 1985.
- COUTINHO, L. Desenvolvimento tecnológico da indústria e a constituição de um sistema nacional de inovação no Brasil (projeto de pesquisa). Campinas: IE/Unicamp, 1991, mimeo.
- THE ECONOMIST. Fast crash or slow? *The Economist*, Londres, v. 315, nº 7654, p. 78, maio 1990.
- \_\_\_\_\_. A survey of international finance. *The Economist*, Londres, v. 319, nº 7704, pp. 5-52, abril 1991.
- KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest, and money*. Nova York: Darbinger, 1964.
- MINSKY, H.P. *John Maynard Keynes*. Columbia: Columbia University Press, 1975.
- \_\_\_\_\_. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- SWOBODA, A.K. & PORTES, R. *Threats to international financial stability*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- TAVARES, Maria da Conceição. “A retomada da hegemonia americana”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 5, nº 2, 1985, pp. 5-15.
- \_\_\_\_\_. *Reestructuración industrial y políticas de ajuste macroeconómico en los centros (La modernización conservadora)*. Campinas: IE/Unicamp, 1990, mimeo.
- TOBIN, J. *Grandezas e limitações da mão invisível*. [s.d.] [s.l.].

## Anexo Estatístico

**TABELA 1**  
**RECEITA NÃO-OPERACIONAL DE GRANDES CORPORações DO JAPÃO**  
**COMO PORCENTAGEM DOS LUCROS OPERACIONAIS (ANO FISCAL)**

1960	22,9	1975	62,5
61	27,9	76	51,4
62	34,2	77	61,8
63	30,3	78	55,6
64	32,1	79	34,9
1965	37,5	1980	43,0
66	32,4	81	41,5
67	29,1	82	44,7
68	29,9	83	45,6
69	29,3	84	41,1
1970	33,0	1985	50,4
71	44,3	86	60,4
72	43,2	87	50,5
73	35,5	88	42,0
74	42,9		

Nota: Corporações são aquelas indústrias com capital integralizado acima de um bilhão de ienes. A receita não operacional abrange rendimentos de juros e dividendos, taxa de desconto de faturas e ganhos do capital realizado com "securities".

Fonte: Hojinkigo Tokei Nenpo, citado por Juro TERANISHI. *Finance and economic development in postwar Japan*. Tóquio: The Institute of Economic Research/Hitotsubachi University, janeiro 1991.

**TABELA 2**  
**TRANSAÇÕES EM "PORTFOLIO" — EUA**  
**(US\$ BILHÕES)**

	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Total das Transações</b>							
Internacionais	66,3	251,2	1.497,3	3.060,2	3.911,4	4.177,3	5.473,3
<i>Bônus</i>	37,0	158,1	1.292,6	2.682,6	3.239,6	3.661,2	4.826,6
<i>Ações</i>	29,3	90,1	204,7	377,6	671,8	517,1	646,7
Transações americanas com valores mobiliários estrangeiros							
<i>Bônus</i>							
<i>Compras</i>	8,7	18,1	85,2	170,7	207,0	226,0	240,0
<i>Vendas</i>	2,4	17,1	81,2	167,0	199,1	218,5	234,1
<i>Ações</i>							
<i>Compras</i>	1,7	10,1	24,8	51,0	94,4	77,3	121,4
<i>Vendas</i>	1,6	7,9	20,9	49,0	95,5	75,4	108,9
Transações externas com valores mobiliários americanos							
<i>Bônus</i>							
<i>Compras</i>	14,3	66,6	585,2	1.207,5	1.443,3	1.646,8	2.220,7
<i>Vendas</i>	11,5	56,3	541,0	1.137,4	1.390,2	1.569,9	2.131,8
<i>Ações</i>							
<i>Compras</i>	15,4	40,3	82,0	148,1	249,1	181,2	213,0
<i>Vendas</i>	10,7	34,9	77,1	129,4	232,8	183,2	203,4

Notas: (i) Os dados cobrem transações entre um residente e um não-residente; foram excluídas transações de valores mobiliários americanos realizadas entre dois residentes no exterior e transações de valores mobiliários estrangeiros realizadas entre dois residentes nos EUA. (ii) No item transações americanas, as compras se referem àquelas feitas por residentes nos EUA (que no Boletim do Tesouro aparecem como "vendas externas").

Fontes: *US Treasury Bulletin* e *US Securities and Exchange Commission* (1987). Citado por Philip TURNER. *Capital flows in the 1980s: a survey of major trends*. Basileia: BIS, abril 1991 (BIS Economic Papers n° 30).

**TABELA 3**  
**INDICADORES DE INVESTIMENTOS DE "PORTFOLIO" EM PAÍSES EM**  
**DESENVOLVIMENTO E EM PAÍSES DESENVOLVIDOS**  
**(US\$ BILHÕES)**

**A. Emissões de bonds internacionais<sup>1</sup>**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Países desenvolvidos <sup>2</sup>	96,8	147,2	212,3	166,6	213,4	240,4	207,1
Países em desenvolvimento	3,8	6,9	4,3	3,1	4,2	2,6	3,6
dos quais:							
Sete economias asiáticas							
dinâmicas <sup>3</sup>	2,7	4,9	1,8	0,8	1,1	1,5	2,4
Europa Oriental	—	0,4	0,3	0,5	1,4	2,2	1,6
Instituições Internacionais							
de Fomento <sup>4</sup>	7,9	10,7	9,2	10,3	8,0	10,3	14,6

Fontes: BIS, *International banking and financial market development*, várias edições; e OECD, *Financial Statistics Monthly*, várias edições.

**B. Capitalização no mercado de ações**

	1980	1984	1988	1989	1990 <sup>e</sup>
Países desenvolvidos <sup>5</sup>	2.592,1	3.293,9	9.402,8	11.005,4	8.985
Países em desenvolvimento	146,0	129,6	466,9	724,6	544
dos quais:					
Sete economias asiáticas					
dinâmicas	87,0	73,2	345,1	559,2	410
América Latina <sup>6</sup>	39,9	37,0	57,8	83,0	74

e = dados estimados.

Fonte: International Finance Corporation, *Emergency Stock Markets Factbook*, atualizada em 1990. Citado por TURNER, op. cit.

**C. Estoques globais de bônus e títulos patrimoniais ("equities")**

	1983	1985	1988	1989
Carteiras Globais				
Títulos Patrimoniais	3.284	4.667	9.297	10.926
Bônus	4.318	6.049	10.067	10.622
Estoques de não-residentes				
Títulos Patrimoniais	233	341	619	728
Bônus	345	589	1.148	1.357
Estoques de não-residentes				
como porcentagem das				
carteiras globais				
Títulos Patrimoniais	7,1	7,3	6,7	6,7
Bônus	8,0	9,7	11,4	12,8

(1) Bônus internacionais e emissões externas tradicionais de bônus.

(2) Instituições do Mercado Comum Europeu e países membros da OECD.

(3) Hong Kong, Singapura, Coréia do Sul, Taiwan, Indonésia, Malásia e Tailândia.

(4) AfDB, ASDB, IBRD, IDB e IFC.

(5) Todos os países membros da OECD, Israel e África do Sul.

(6) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Uruguai e Venezuela.

Fonte: J.P. Morgan, *World Financial Markets* (1989, n° 5, atualizado). Citado por TURNER, op. cit.

**TABELA 4**  
**ATIVIDADE ECONÔMICA, COMÉRCIO INTERNACIONAL E**  
**FINANCIAMENTO INTERNACIONAL**

Item	Taxa de Crescimento Anual Composta			
	1964-72	1972-80	1980-85	1964-85
Produto Interno Bruto <sup>a</sup>	9,6	15,0	4,7	10,4
Comércio Internacional em Bens e Serviços <sup>b</sup>	12,0	21,2	0,4	12,4
Financiamento Internacional <sup>c</sup>	33,6	26,7	12,9	25,8

(a) Dados mundiais excluindo bloco soviético.

(b) Dados mundiais excluindo bloco soviético.

(c) Dados do Bank for International Settlements (BIS). Correspondem a créditos bancários internacionais líquidos. Abrange os países desenvolvidos do Grupo dos Dez (no BIS), outros europeus e filiais de bancos norte-americanos em centros como Bahamas, Panamá, Singapura etc.

Fonte: FMI. *Estatísticas Financeiras Internacionais* (Suplemento de 1984 e Anuário de 1986).

**TABELA 5**  
**NOVOS MEIOS DE FINANCIAMENTO NO MERCADO INTERNACIONAL**  
**(US\$ BILHÕES)**

Instrumentos	1981	1982	1983	1984	1985
A. Emissão de Títulos Internacionais <sup>a</sup>	44,0	71,7	72,1	108,1	163,6
B. Emissão de Notas de empréstimos <sup>b</sup>	1,0	2,3	3,3	18,9	49,5
C. Bancos: empréstimos sindicalizados <sup>c</sup>	131,5	100,5	51,8	36,6	21,2
D. Total dos novos instrumentos (A+B+C)	176,5	174,5	127,2	163,6	234,3
E. Participação dos instrumentos de Securitização (A+B/D)	25,5%	42,4%	59,3%	77,6%	91,0%

(a) São International Bond Issues: inclui Floating Rate Notes — título de taxas de juros flutuantes, repassadas em média, a cada 6 meses; exclui títulos que incluem ações como garantia.

(b) Inclui os instrumentos que têm subscrição ou não, tais como NIFS, RUFs, e Eurocommercial papers.

(c) Não inclui empréstimos existentes em que somente os spreads são mudados: inclui pacotes promovidos pelo FMI, entidades governamentais e bancos comerciais, em cooperação, com "dinheiro novo".

Fonte: BIS, *Relatório*, 1986.

**TABELA 6**  
**MERCADOS GLOBAIS DE BÔNUS**  
**(PARCELAS EM PORCENTAGEM NO FINAL DO PERÍODO)**

	1980	1985	1988	1989
Total nominal emitido: (como % do PNB)	46	66	74	75
Moeda em que os valores estão expressos:				
Dólar americano	44	52	46	48
Yen japonês	17	18	22	19
Marco alemão	10	7	8	8
Outras	29	23	24	25
Mercados:				
Internacional	4	7	10	10
Interno	96	93	90	90

Fontes: ROSÁRIO BENAVIDES. *How big is the world bond market?* Nova York: Salomon Brothers, 1990; e RICHARD BENZIE. *The development of the international bond market*, não publicado. Citado por TURNER, op. cit.

**TABELA 7**  
**EMISSIONES DE BÔNUS EXTERNOS, POR TIPO**  
**(US\$ BILHÕES)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Total de emissões de bônus externo	167,8	227,1	180,8	227,1	255,7	228,8
Taxa fixa	94,8	141,5	121,3	160,2	154,6	160,2
Taxa flutuante	58,7	51,2	13,0	22,3	17,8	36,8
Conversível	7,0	7,8	18,2	11,3	14,1	9,5
Certificações patrimoniais	4,3	19,1	24,8	29,7	66,2	21,1
Memorando:						
Certificados ("Equity warrants") patrimoniais em US\$	n.d.	n.d.	20,3	27,0	61,5	17,4
Ações ordinárias emitidas em mercados internacionais	2,7	11,6	20,3	9,1	16,7	14,9

Fontes: OECD, *Financial Market Trends*; Michael HOWELL e Angela COZZINI. "Are international equities ex-growth?" In: SALOMON BROTHERS. *International equity flows*. Londres: Salomon Brothers, agosto 1989; idem. "New investors, new risks and new products". In: SALOMON BROTHERS. *International equity flows*. Londres: Salomon Brothers, agosto 1990. Citado por TURNER, op. cit.

**TABELA 8**  
**PENETRAÇÃO ESTRANGEIRA NOS MERCADOS DE BÔNUS DE**  
**GOVERNOS NACIONAIS<sup>1</sup>**

	1983	1985	1988	1989
Austrália <sup>2</sup>	20	33	55	54
Bélgica	4	10	13	14
Canadá	16	21	31	37
França	4	2	6	15
Alemanha <sup>2</sup>	9	17	31	34
Itália	3	4	4	6
Japão	6	6	4	4
(Holanda)	33	28	35	37
Espanha <sup>3</sup>	0	0	2	5
Reino Unido	9	11	15	15
Estados Unidos	13	14	17	19
Média	10	13	13	15

(1) Estoques detidos por não residentes como porcentagem dos bônus domésticos e de Euro-bonds do governo central — a menos que haja indicação em contrário.

(2) Governo central e local.

(3) Excluindo Euro-bonds.

Fonte: J.P. Morgan, *World Financial Markets* (1989, nº 5, atualizado). Citado por TURNER, op. cit.

**TABELA 9**  
**ESTOQUES DE VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS DETIDOS POR**  
**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, COMO PORCENTAGEM DOS SEUS ESTOQUES**  
**TOTAIS DE VALORES MOBILIÁRIOS**

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
EUA							
Fundos de pensão privados <sup>2</sup>	1,0	3,0	4,0	4,0	4,0	4,1	
Japão							
Companhias de Seguros de vida	9,0	26,4	28,9	31,4	31,1	33,9	32,2
Outras companhias (que não de seguro de vida)	7,4	19,4	21,5	21,5	22,3	26,1	28,2
Contas fideicomissárias/bancos	2,2	14,0	17,1	16,7	15,3	17,0	18,6
Seguro de vida postal	0,0	6,7	9,2	11,2	11,3	11,2	11,2
<i>Memorando:</i>							
<i>Ativo total das companhias seguradoras<sup>3</sup> (em bilhões de 1000 Yens)</i>	48,2	94,1	111,7	132,4	157,7	172,9	192,2
Canadá							
Companhias de Seguros de vida	2,1	2,2	2,8	3,4	3,5	3,6	3,6
Fundos de pensão	6,1	6,6	7,0	6,6	6,7		
Alemanha							
Companhias de Investimento	10,8	40,4	34,9	39,3	57,8	59,9	58,9
Itália							
Companhias de Seguros	11,7	10,1	8,1	8,4	10,4		
Reino Unido <sup>4</sup>							
Companhias de Seguros	6,9	17,3	19,7	15,7	17,7	22,3	
Fundos de pensão	10,3	17,8	20,1	16,3	17,8	22,2	
<i>Memorando:</i>							
<i>Ativo líquido total das cias. de seguros e fundos de pensão (em bilhões de £)</i>	109,5	287,8	350,7	371,7	408,4	465,1	
Bélgica							
Companhias de seguros e fundos de pensão	1,7	3,3	3,8	3,3	2,8		
Países Baixos							
Companhias de Seguros	5,2 <sup>5</sup>	10,3	11,0	11,0	11,4	10,1	9,8
Fundos de pensão privados	10,6 <sup>5</sup>	13,8	17,6	18,0	20,2	21,3	20,8
Fundos públicos de pensão	1,7 <sup>5</sup>	2,8	3,0	3,3	3,5	4,2	4,6
Suécia							
Companhias de Seguros	1,5	1,6	4,0	10,1			

(1) Posição no meio do ano, exceto Suécia (final de setembro).

(2) Esquemas fundados em isenções de impostos (excluindo IRAS).

(3) Soma do seguro de vida, do seguro de outro tipo (que não de vida) e do seguro de vida postal.

(4) Os fundos de pensão excluem o setor governamental central mas incluem o restante do setor público. Investimento fideicomissário alocado como segue: 50% externo e 50% doméstico no final de 1989 (segundo resultados obtidos em pesquisa parcial), e outros anos calculados como proporção das mudanças na parcela medida de ativos estrangeiros.

(5) 1983.

Fontes: Bank of Italy; Bank of Japan (*Economic Statistics Annual e Economic Statistics Monthly*); Sveriges Riksbank (*Quarterly Review*); De Nederlandsche Bank (*Annual Report e Quarterly Bulletins*); Deutsche Bundesbank (*Statistical Supplement to the Monthly Report, series 2*); Intersec Research Corporation; National Bank of Belgium; Statistics Canada; UK Central Statistical Office (*Annual Abstract of Statistics e Financial Statistics*). Citado por TURNER, op. cit.

**TABELA 10**  
**ATIVOS DOMÉSTICOS E EXTERNOS DOS BANCOS**  
**(AO FINAL DO ANO)**

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
<b>Japão</b>							
Estoques de valores mobiliários estrangeiros em poder dos bancos como porcentagem de seu estoque total de valores mobiliários (contas bancárias)	2,7	12,7	14,2	14,0	12,6	13,5	14,7
<b>Alemanha</b>							
Empréstimos estrangeiros dos bancos como % do empréstimo total a:							
Bancos	13,0	17,0	20,9	20,5	21,9	25,4	26,1
Instituições não bancárias	5,2	5,2	5,0	5,0	5,1	5,3	5,7
Estoques de valores mobiliários estrangeiros em poder dos bancos como % do seu estoque total de valores mobiliários <sup>2</sup>	4,7	3,4	4,3	3,9	4,5	5,4	6,4

(1) Posição no meio do ano.

(2) Incluindo valores mobiliários bancários.

Fontes: Bank of Japan, *Economic Statistics Monthly*; Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*.

**TABELA 11**  
**MUDANÇAS NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS EM MOEDA ESTRANGEIRA A**  
**RESIDENTES NÃO BANCÁRIOS**  
**(US\$ BILHÕES)**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>2</sup>
Japão <sup>3</sup>	9,7	4,6	47,6	56,7	31,6	11,4	10,6
Países Europeus <sup>4</sup>	7,6	1,5	4,7	19,3	23,4	26,6	13,4
dos quais:							
UK	3,0	5,4	1,0	3,4	7,2	16,9	-16,9
Itália	3,8	—	4,6	2,9	6,9	5,6	5,8
6,8							
Suécia	1,0	1,6	0,6	4,4	6,1	16,1	18,7

(1) Ativos menos encargos: valores positivos indicam aumento nos empréstimos a instituições não bancárias. Dados ajustados de acordo com mudanças nas taxas cambiais. Não há dados disponíveis sobre os bancos americanos.

(2) Os primeiros três trimestre em taxa real.

(3) Ativos somente, pois os encargos não são publicados: em geral, os movimentos ano a ano em posições líquidas são dominados por mudanças nos ativos.

(4) Áustria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suíça e Reino Unido. Os números reais mostram grande oscilação entre 87 e 88, refletindo uma subida dos empréstimos franceses a residentes de US\$ 6,6 bilhões (líquidos) no quarto trimestre de 1987, seguida por repagamentos líquidos de US\$ 8,4 bilhões no primeiro trimestre de 1988: os números acima excluem essas transações.

Fontes: BIS, *International banking and financial market developments* e dados históricos.

## Resumo

Trata-se de compreender os problemas da dinâmica econômica contemporânea, nos países centrais, em que as circulações financeira e industrial combinam-se de maneira articulada e ao mesmo tempo paradoxal. Há especulação financeira, monetária e cambial como nunca, na história do capitalismo, ao mesmo tempo em que a reprodução ampliada prossegue, inclusive com inovação tecnológica. A financeirização da riqueza, obtida no âmbito de uma macroestrutura financeira internacionalizada — formada por corporações privadas e bancos centrais —, se expressa na valorização dos diversos ativos financeiros numa velocidade superior à expansão mundial da produção e do comércio de bens e serviços. A problemática desta dinâmica é a de uma instabilidade estrutural — marcada por flutuações de perfis mutáveis e por uma tensão entre expansão e estagnação relativa no longo prazo — distinta, portanto, de momentos pretéritos do capitalismo em que ocorriam grandes depressões e *crashes* financeiros generalizados.

## Abstract

This paper deals with understanding the problems of contemporary economic dynamics in central economies, where financial and industrial circulation join together in an articulated and, at the same time, paradoxical way. More than ever, in the history of capitalism, there is financial, monetary and exchange speculation, and at the same time extended reproduction of capital with technological innovation. The financialization of wealth, obtained within the scope of an internationalized financial macrostructure — created by private corporations and central banks — is expressed through the valorization of varied financial assets at a higher velocity than the world expansion of production and trade of goods and services. The problem in this dynamism is structural instability — marked by changeable profile fluctuations and by a tension between expansion and relative stagnation in the long term — different, therefore, from past moments of capitalism in which great depressions and generalized financial crashes took place.