

# Financeirização da riqueza e dinâmica econômica\*

Giuliano Contento de Oliveira\*\*

Professor Doutor do IE-Unicamp

## Resumo

*O artigo discute os impactos das novas formas de gestão e realização da riqueza no capitalismo contemporâneo sobre a dinâmica econômica. Sustenta-se que, no atual padrão sistêmico de riqueza, pautado na hegemonia do circuito D-D', a dinâmica econômica é condicionada pela gestão e realização da riqueza dos investidores institucionais, dos bancos e das grandes corporações, atores que ditam o ritmo e as flutuações do ciclo de negócios.*

## Palavras-chave

**Dinâmica econômica; ciclo de negócios; riqueza.**

## *Abstract*

*The paper discusses the impacts of the new ways of administrate the wealth in the contemporary capitalism on the economic dynamic. It is argued that in the current systemic pattern of wealth, supported in the hegemony of the circuit D-D', the economic dynamic is conditioned by the administration of the wealth of the institutional investors, of the banks and of the great corporations, actors that determine the rhythm and the fluctuations of the business cycle.*

## *Key words*

**Economic dinamic; business cycle; wealth.**

---

\* Artigo recebido em nov. 2008 e aceito para publicação em jul. 2009.

\*\* E-mail: giulianoliveira@uol.com.br

O autor agradece os comentários dos pareceristas anônimos da revista e registra que os eventuais erros e omissões contidos no artigo são de sua estrita responsabilidade.

**Classificação JEL: P160, G110, G150, G230.**

## 1 Introdução

O contexto de liberalização e desregulamentação dos mercados que sucedeu o desmonte do sistema de Bretton Woods deu curso a uma série de transformações no sistema monetário e financeiro internacional, o que lançou as bases para a construção de um novo padrão de riqueza, atribuindo novos contornos à dinâmica econômica.

Nesse sentido, o artigo discute os impactos das novas formas de gestão e realização da riqueza no capitalismo contemporâneo sobre a dinâmica econômica. O artigo foi dividido em três seções, além desta **Introdução** e da **Conclusão**. Na primeira, de caráter teórico, realiza-se uma breve revisão de literatura sobre o processo de valorização do capital, buscando atribuir destaque à sua reprodução fictícia a partir das contribuições de Marx (1985). Na segunda seção, discute-se a liberalização dos mercados e as inovações financeiras sob uma perspectiva histórica, de modo a articular tais processos com a estrutura financeirizada da riqueza no capitalismo contemporâneo. Finalmente, na terceira seção, discorre-se sobre os efeitos provocados pelas novas formas de gestão e realização da riqueza sobre a dinâmica sistêmica, atribuindo destaque especial ao papel desempenhado pelos investidores institucionais nesse processo.

## 2 Valorização do capital no capitalismo contemporâneo

A força de trabalho corresponde a um elemento indispensável no processo de reprodução do capital, tal como apresentado por Marx (1985). É mediante a parcela do trabalho alheio não pago, apropriada pelo capitalista sob a forma de mais-valia, que se processa a valorização da riqueza sob a forma monetária, D-M-D'. Decorre, pois, que, numa economia capitalista, a criação de valor adicional sob a forma de mais-valia requer necessariamente a etapa correspondente ao processo produtivo, sem o qual não há extração de trabalho não pago (Marx, 1985).

No circuito D-M....P...M'-D', ocorre uma disputa entre dois atores de uma mesma classe, a saber, capitalistas industriais *versus* capitalistas financeiros, a partir da qual será determinada a taxa de juros, concebida por Marx (1985)

enquanto parcela do lucro obtido pelo capitalista industrial apropriada pelo capitalista monetário. Portanto, o processo de reprodução do capital envolve uma relação interclasse (trabalhador *versus* capitalista) e intraclasse (capitalista industrial *versus* capitalista monetário). Da disputa entre trabalhadores e capitalistas, decorre a repartição da renda nacional entre salário e lucro, enquanto do embate entre as classes capitalista industrial e capitalista monetário, a repartição do excedente entre lucro empresarial e taxa de juros. Dessa maneira, a taxa de juros corresponde à mais-valia que a mera propriedade do capital proporciona, embora seu proprietário não participe diretamente do processo de reprodução do capital. Nas palavras de Marx (1985, p. 283), “O capital portador de juros é o capital enquanto propriedade em confronto com o capital enquanto função”.

Marx (1985, p. 282), no capítulo XXIII do Livro Terceiro de **O Capital**, sustenta não haver possibilidade de o capital proporcionar juros sem funcionar como capital produtivo, sem criar mais-valia. Considerando as transfigurações da riqueza e a crescente elasticidade possibilitada pela macroestrutura financeira no capitalismo contemporâneo, contudo, o entendimento de Marx teria se tornado insuficiente para compreender o padrão sistêmico financeirizado da riqueza no capitalismo contemporâneo?

A teoria de Marx pode suscitar conclusões equivocadas se desacompanhada de duas diferenciações, a saber: fluxo *versus* estoque e capitalista monetário *versus* especulador. Ao nível do fluxo da reprodução do capital, a parcela da remuneração do capitalista monetário se encontra subordinada à ou dependente da renda gerada no processo D-M-D', não podendo superá-la, pois a soma das parcelas da renda apropriada por cada um dos atores envolvidos no processo de reprodução não pode superar D'. Segue que a taxa de juros enquanto remuneração do capitalista monetário não existirá senão enquanto parte do lucro, da diferença entre D e D'.

Contudo, à medida que a mais-valia acumulada no processo de reprodução vai sendo incorporada ao estoque de riqueza, cria-se a possibilidade de autonomização ou independização da geração de D' em relação ao processo de exploração do trabalho alheio. Poder-se-ia dizer que o capitalista monetário (e, em escala cada vez mais crescente, também o capitalista industrial) é capaz de transformar-se em “especulador”, no sentido de poder viabilizar a transformação de D em D' num estrato de riqueza que não guarda necessariamente relação com o processo produtivo. Trata-se de um plano de valorização de riqueza sob a forma monetária ou quase monetária que se processa a partir de mediações puramente fictícias, contábeis, não necessariamente relacionadas com o mundo das mercadorias e do trabalho. Estabelece-se, assim, um circuito abreviado de reprodução do capital, do tipo D-D', mas que é diferente do D-D' do capitalista

monetário que, indiretamente, está relacionado ao circuito ampliado de reprodução do capital, a saber, D-M...P...M'-D'.

O crédito bancário e a criação de uma ampla variedade de produtos e instrumentos financeiros amplificam a possibilidade de valorização fictícia da riqueza, aumentando a possibilidade de distanciamento entre os âmbitos produtivo e monetário financeiro e, ao cabo, implicando uma nova dinâmica do modo de produção capitalista.

Cumprir destacar, nesse sentido, o papel dos bancos enquanto potencializadores da reprodução fictícia do capital. Como mostrou Keynes (1930/1971) em seu *Treatise*, os bancos são instituições peculiares no capitalismo, pois têm a capacidade de criar poder de compra novo (crédito) mediante a emissão de dívidas contra si próprios (depósitos). Isso significa que essas instituições têm a possibilidade de alavancar posições especulativas no mercado de ativos, alimentando o estrato de riqueza puramente fictício, transferindo recursos do circuito industrial para o circuito financeiro. Por outro lado, sob contexto de expectativas pessimistas, os bancos aumentam o grau de preferência pela liquidez e restringem o crédito, movimento que implica rupturas não apenas no âmbito do circuito D-M-D', mas também no circuito D-D'.

Portanto, os bancos são capazes de influenciar o fluxo monetário em direção à circulação industrial ou à circulação financeira, mediante a reorientação do estado de expectativas vigentes a partir de mudanças provocadas nos preços dos ativos e, por conseguinte, na taxa de juros. São capazes, também por este ângulo, de avaliar ou destruir riqueza fictícia, mediante variações patrimoniais provocadas por suas políticas operacionais, estruturadas sob contexto de incerteza não probabilística e condicionadas por fatores de ordens objetivas e subjetivas. Por isso, os bancos continuam sendo atores especialíssimos no capitalismo contemporâneo, a despeito da ascensão das chamadas "finanças diretas" (Keynes, 1930/1971; 1936/1985).

No âmbito da valorização fictícia do capital, Hilferding (1985) realizou um diagnóstico muito apropriado, destacando o papel da sociedade por ações e do crédito bancário no processo denominado por alguns autores marxistas contemporâneos de "financeirização da riqueza". Para Hilferding (1985), a criação da sociedade por ações significou uma mudança na função do capitalista industrial, pois a dissociou do empresário industrial, uma vez que o acionista também atua como especulador.

Na condição de capitalista monetário, o acionista busca obter um retorno pelo capital adiantado, a taxa de juros. Nesses termos, de acordo com Hilferding (1985), pode-se supor uma aproximação entre o ganho do acionista e o nível da taxa de juros, fenômeno do qual resulta o chamado "ganho de fundador", representado pela diferença entre o valor capitalizado à taxa de dividendos e à

taxa de juros. Decorre que, sob contexto de sociedade por ações, a função do empresário passa a ser dividida entre capitalista industrial e acionista, com este último compondo uma classe de capitalista monetário e de especuladores.

Os especuladores, por seu turno, visam não apenas a ganhos com a taxa de juros, mas também e principalmente a ganhos decorrentes de oscilações de preços das ações, donde as decisões das empresas passam, pois, a ser orientadas não apenas pelas oportunidades percebidas de lucro que surgem no âmbito da atividade produtiva, mas também, e cada vez mais, no plano das atividades financeiras e especulativas. No mais, além de servirem como objeto da especulação e base para seus ganhos diferenciais, as ações amplificam a influência dos bancos sobre as empresas de capital aberto, potenciando o processo de reorientação das corporações às atividades especulativas e não diretamente relacionadas à atividade do capitalista industrial.

Por isso, no capitalismo contemporâneo, mostra-se ultrapassada a diferenciação entre capitalista industrial, capitalista monetário e, até mesmo, especulador, pois as empresas se orientam para todas as atividades potencialmente geradoras de ganho em termos monetários, estejam elas circunscritas à reprodução fictícia ou não fictícia do capital (Braga, 1993; 1997). Ao inculir as atividades financeiras e especulativas às atividades empresariais, as empresas passam a operar com estruturas patrimoniais que privilegiam não apenas as receitas operacionais, mas também, e cada vez mais, as receitas não operacionais, amplificando a autonomização do processo de valorização do capital sob a forma monetária, independente da órbita da produção.

Não menos importante, essa “orientação amálgama” das empresas no capitalismo contemporâneo induz à realização de uma política operacional baseada em parâmetros quantitativos e qualitativos não completamente dedutíveis e sintonizados com o mundo do trabalho e da reprodução do capital no circuito D-M-D’, que exige o estágio produtivo para lhe atribuir viabilidade. Diante das taxas de retorno exigidas pelos acionistas, as empresas são induzidas a operar mediante uma linha de rendimento máximo a partir da qual se processam distorções sobre o âmbito produtivo (Plihon, 2005).

A liberalização dos movimentos de capitais e o processo de desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais foram os pilares do que pode ser chamado de “regime de acumulação financeirizado comandado pelo capital portador de juros”, em substituição ao regime de acumulação fordista-keynesiano, cujos atores principais são as grandes empresas, os fundos mútuos de investimento, os fundos de pensão e o sistema bancário (Chesnais, 2005). Nesse contexto, o capitalismo organizado passa a ser suplantado pelo capitalismo desregulado e liberalizado, sob a égide da reprodução fictícia do capital.

### 3 Liberalização e inovações financeiras no capitalismo contemporâneo

As transformações monetárias e financeiras ocorridas em âmbito internacional a partir de meados dos anos 70 tiveram como substrato a reafirmação da hegemonia norte-americana no mundo, operada pela “diplomacia do dólar forte”.

A desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais, associada ao choque monetário realizado em fins de 1979 pelo Federal Reserve (Fed), viabilizou a drenagem dos capitais espalhados pelo mundo para os Estados Unidos, notadamente no euromercado e nas praças *off-shore*<sup>1</sup>, restabelecendo a condição do dólar enquanto moeda central. Isso significou, ademais, a submissão da gestão monetária e financeira mundial aos ditames da política econômica americana (Braga; Cintra, 2004, p. 260). Segundo Tavares (1997, p. 34): “[...] ao manter uma política monetária dura e forçar uma sobrevalorização do dólar, o FED retomou na prática o controle dos seus próprios bancos e do resto do sistema bancário privado internacional e articulou em seu proveito os interesses do rebanho disperso”.

De um lado, esse processo viabilizou o financiamento das contas externas americanas mediante o fortalecimento do dólar — ao invés de seu enfraquecimento —, restabelecendo e reforçando a sua condição de moeda central do sistema. De outro, contudo, implicou uma profunda reconfiguração dos sistemas monetário e financeiro em escala mundial, o que acarretou transformações substantivas na dinâmica das economias. O declínio do “consenso keynesiano” implicou, pois, a dissolução do sistema monetário e financeiro de Bretton Woods<sup>2</sup>, com a conseqüente ampliação dos espaços supranacionais das operações monetárias e financeiras, grande parte das quais puramente fictícias (Belluzzo, 1997; Tavares, 1997).

<sup>1</sup> As medidas restritivas implementadas pelo governo americano na segunda metade dos anos 60 para conter o fluxo de capital para o exterior e conter as pressões inflacionárias, como a prática de política monetária contracionista, imposição de limites aos pagamentos de juros nos depósitos a prazo e de tetos aos empréstimos concedidos a não residentes começando pelos Estados Unidos, contribuíram de forma significativa para as transformações do sistema financeiro internacional a partir dos anos 70, uma vez que estimulou a internacionalização dos bancos americanos — processo também impulsionado pela expansão internacional das empresas —, o desenvolvimento do euromercado e o surgimento e a disseminação de diversas inovações financeiras, processos estes interdependentes (Ferreira; Freitas, 1990). Sobre as medidas restritivas implementadas, bem como as origens, os condicionantes e a dinâmica de funcionamento do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, livres de restrições regulatórias e de impostos que geralmente incidem sobre a atividade bancária em seus países de origem, ver Ferreira e Freitas (1990).

<sup>2</sup> Sobre o sistema de Bretton Woods, bem como os efeitos subsequentes da mobilidade de capital sobre o sistema monetário e financeiro internacional, ver Eichengreen (2000).

Sob uma perspectiva histórica, o crescimento das transações puramente monetárias em escala mundial observado a partir da década de 70 ganhou forte impulso com dois processos que se reforçaram mutuamente, a saber: (a) aumento da liquidez internacional sob estímulo da liberalização financeira, notadamente no mercado de eurodólares a partir do final dos anos 60 e início dos anos 70; e (b) substituição das paridades cambiais fixas pelo regime de câmbio flutuante, no bojo do abandono do sistema de Bretton Woods, o que multiplicou as possibilidades de especulação com taxas de câmbio e taxas de juros. Enquanto o primeiro processo implicou um aumento crescente da influência dos grandes credores do Estado na determinação das taxas de juros e das taxas de câmbio, diante da pressão exercida sobre os governos<sup>3</sup>, o segundo ampliou as oportunidades de ganhos de arbitragens com moedas e títulos, amplificando a especulação (Arrighi, 1996; Carneiro, 1999). De acordo com Arrighi (1996, p. 309), esses foram os dois pilares fundamentais da chamada “revolução financeira global”.

A liberalização do movimento de capitais e a instabilidade de taxas de câmbio e de juros impulsionaram as chamadas inovações financeiras. Desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais, expansão dos instrumentos derivativos<sup>4</sup> e da securitização<sup>5</sup> foram algumas das importantes

<sup>3</sup> Sobre os constrangimentos gerados pela mobilidade de capital e liberalização financeira sobre a política econômica, ver Miranda (1997).

<sup>4</sup> Nos anos 80, assistiu-se ao desenvolvimento e à proliferação dos *swaps* de juros e de câmbio, das opções de juros e de câmbio e do *forward rate agreement* (FRA), um tipo de contrato futuro de taxa de juros. Se, por um lado, os instrumentos de *hedging finance* concorreram para diminuir substantivamente o risco de crédito envolvido nas operações de *hedge*, por dispensarem a troca do principal, por outro, a possibilidade de desvinculação do risco de mercado do risco de crédito elevou a instabilidade sistêmica, inclusive porque estes instrumentos apenas transferem os riscos envolvidos nas transações, mas não os suprime (Ferreira; Freitas, 1990).

<sup>5</sup> A securitização das dívidas consiste num processo em que o mutuário capta recursos a partir da emissão de um título de emissão própria diretamente junto a um credor, sem a intermediação convencional do sistema bancário. De acordo com Ferreira e Freitas (1990), dois fatores desempenharam papel decisivo para a disseminação deste instrumento, a saber: (a) prática de taxas de juros reais positivas, que reduziu o prêmio de risco dos títulos de dívida direta; e (b) desconfiança dos agentes superavitários quanto à qualidade dos ativos dos bancos após 1982, frente ao impacto patrimonial ocasionado pelo choque de juros no final dos anos 70 e início dos 80 e, ao cabo, pela crise da dívida externa dos países subdesenvolvidos. Nesse contexto, os empréstimos sindicados caem substantivamente e, já em 1985, a emissão de *securities* respondia por mais de 90% do fluxo de endividamento global. No mais, o desenvolvimento de mercados secundários, oferecendo liquidez aos títulos de dívida, foi determinante para o processo de securitização. De acordo com Braga e Cintra (2004, p.270), “A securitização é, portanto, o resultado de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuravam evitar os passivos bancários e, de outro lado, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização”.

inovações que deram curso à chamada “globalização financeira”. De acordo com Belluzzo (1997, p. 152), a partir de meados de 1970:

[...] a inovação financeira assumiu uma velocidade espantosa, acompanhando a crescente liberalização dos movimentos de capitais entre as principais praças de negócios. A aceleração das inovações foi, sem dúvida, causada pelo aumento da volatilidade dos preços dos ativos financeiros denominados em moedas distintas. Dito de outra forma: as flutuações mais frequentes e mais amplas das taxas de juros e de câmbio, no âmbito de um processo de desregulamentação e de abertura dos mercados, estimularam a criação de novos instrumentos destinados a repartir os riscos de preços, de liquidez e de pagamento.

Se, por um lado, conquanto este processo tenha implicado, nos termos utilizados por Braga (2000, p. 280), a “institucionalização do rentismo”, o que amplificou o processo de autonomização da valorização do capital sob a forma monetária de suas bases produtivas e, com efeito, a instabilidade sistêmica, por outro, permitiu que a sustentação da hegemonia mundial americana se desse inusitada e paradoxalmente pela condição de maior “devedor líquido mundial”, a partir da drenagem dos capitais espalhados pelo mundo para o financiamento de seu déficit externo desde o início dos anos 80 (Tavares; Melin, 1997).

Ao conformarem uma macroestrutura financeira capaz de potencializar a função financeira e o grau de endividamento dos atores econômicos, as inovações financeiras modificaram substantivamente a dinâmica de operação das economias em escala mundial a partir de meados da década de 70. As posturas financeiras dos agentes, nos termos propostos por Minsky (1986), passaram a ficar sujeitas a mudanças bruscas e quase instantâneas, diante de oscilações inesperadas dos preços dos ativos financeiros. Isso porque, embora os instrumentos *hedging finance* sejam capazes de evitar as distorções provocadas por variações de juros e câmbio sobre as estruturas patrimoniais dos agentes individuais, eles se mostram incapazes de suprimir a instabilidade financeira sistêmica, pois transferem riscos, mas não os eliminam. Para que esses mercados cumprissem a função *hedge*, conforme destacado por Farhi (1999, p. 112), os riscos deveriam ser diluídos em um grande número de pequenos especuladores ou, alternativamente, concentrados em agentes com posições patrimoniais sólidas, condições normalmente ausentes.

Decorre, então, que, a despeito de os instrumentos de *hedge* serem capazes de anular os riscos de mercado ao nível agregado, já que ganhos e perdas se neutralizam mediante mecanismo de arbitragem, num mercado de soma zero, eles são incapazes de eliminar os riscos de crédito envolvidos nos contratos derivativos, uma vez que estes ocorrem por conta do credor. De acordo com Ferreira e Freitas (1990, p. 12):



A disseminação das inovações e o processo de desregulamentação, se por um lado dão ao mercado maior flexibilidade para enfrentar crises de liquidez localizadas por meio de alterações da taxa de juros, aumentam o risco de uma crise sistêmica, uma vez que elevam as razões de alavancagem financeira, tornando-as mais encadeadas. Neste sentido, o papel dos bancos centrais de emprestadores de última instância assume grande importância.

Não menos importante, por diluírem e desvincularem os riscos envolvidos nas relações de débito e crédito, as inovações financeiras potencializaram a capacidade de endividamento dos agentes<sup>6</sup>, aumentando o risco sistêmico e dificultando a função dos bancos centrais (Ferreira; Freitas, 1990; Plihon, 1995).

A pulverização dos riscos, ademais, faz com que as perdas atinjam um maior número de participantes, o que também aumenta a possibilidade de interrupção da cadeia de recebimentos e pagamentos ao nível global, haja vista a dimensão dos valores negociados periodicamente nos mercados internacionais. Entre dezembro de 1998 e junho de 2008, o valor nocional dos contratos de juros realizados nos mercados derivativos mundiais aumentou de US\$ 50,01 trilhões para US\$ 458,30 trilhões. Considerando todos os contratos realizados nos mercados de derivativos, o valor nocional passou de US\$ 80,31 trilhões para US\$ 683,73 trilhões no intervalo considerado (Tabela 1).

Ademais, embora esta maior capacidade de endividamento possa potencialmente atribuir maior agilidade ao ciclo de negócios, proporcionando *funding* aos empresários e reduzindo o grau de risco gerado pelas oscilações das variáveis financeiras sobre o processo decisório, ela acaba dando suporte às operações de cunho eminentemente especulativo que, nos termos utilizados por Farhi (1999, p. 94), reforçam as possibilidades de ocorrência de crises de crédito e de confiança, desencadeando “efeitos manada”.

Sob contexto de instabilidade dos preços dos ativos, das taxas de juros e de câmbio, passam a prevalecer nos mercados de derivativos operações de cunho eminentemente especulativo, com os participantes motivados pelos eventuais ganhos de capital a partir da estruturação de posições sem cobertura por uma posição contrária em outra temporalidade, vale dizer, descobertas. De acordo com Farhi (1999, p. 103; p. 111):

---

<sup>6</sup> Notadamente mediante emissão de *securities*, e cada vez menos via intermediação bancária, conforme observado por Plihon (1999).

As operações de *hedge* baseadas em expectativas de mudanças, seja nos níveis absolutos de preços, seja na sua relação temporal, são muito mais comuns e generalizadas nos mercados financeiros do que as operações “puras” de aversão ao risco que, por seu automatismo, não implicam a formação de nenhum tipo de expectativas de preços.

Embora a especulação existisse muito antes de sua criação, os mercados derivativos financeiros tornam este tipo de comportamento mais flexível e “eficiente” devido a seu alto grau de alavancagem que permite operar volumes mais elevados e, por conseguinte, ter um peso ainda maior nos mercados.

Tabela 1

Valor nominal dos derivativos no mercado global — dez./98-jun./08

	(US\$ trilhões)					
DERIVATIVOS	DEZ/98	DEZ/99	DEZ/00	DEZ/01	DEZ/02	DEZ/03
Contratos de câmbio .....	18,01	14,34	15,67	16,75	18,45	24,48
Contratos de juros .....	50,01	60,09	64,67	77,57	101,66	141,99
Contratos <i>equity-linked</i> .....	1,49	1,81	1,89	1,88	2,31	3,79
Contratos de <i>commodities</i> .....	0,41	0,55	0,66	0,60	0,92	1,41
<i>Swaps</i> de crédito em <i>default</i> ...	-	-	-	-	-	-
Outros .....	10,39	11,41	12,31	14,38	18,33	25,51
<b>TOTAL</b> .....	<b>80,31</b>	<b>88,20</b>	<b>95,20</b>	<b>111,18</b>	<b>141,67</b>	<b>197,17</b>
DERIVATIVOS	DEZ/04	DEZ/05	DEZ/06	DEZ/07	JUN/08	
Contratos de câmbio .....	29,29	31,36	40,27	56,24	62,98	
Contratos de juros .....	190,50	211,97	291,58	393,14	458,30	
Contratos <i>equity-linked</i> .....	4,38	5,79	7,49	8,47	10,18	
Contratos de <i>commodities</i> .....	1,44	5,43	7,12	8,46	13,23	
<i>Swaps</i> de crédito em <i>default</i> ...	6,40	13,91	28,65	57,89	57,32	
Outros .....	25,88	29,20	39,74	71,15	81,71	
<b>TOTAL</b> .....	<b>257,89</b>	<b>297,67</b>	<b>414,85</b>	<b>595,34</b>	<b>683,73</b>	

FONTE: BIS Quarterly review. Basiléia: BIS, 2008. Disponível em: <www.bis.org>. Acesso em: 01 nov. 2008.

As oscilações de juros e câmbio após o desmonte do sistema de Bretton Woods, sob o contexto da desregulamentação dos mercados financeiros internacionais<sup>7</sup>, notável desenvolvimento tecnológico e fragilização de grandes bancos no início dos anos 80 — diante dos impactos da crise da dívida externa dos países subdesenvolvidos sobre os ativos dos bancos credores —, reduziram substantivamente o *funding* do sistema bancário e deslocaram parcela significativa dos fluxos internacionais de capitais para os gestores de poupança coletiva, destacadamente fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguro. A existência de tetos para as taxas de juros sobre os depósitos, removidos apenas em 1980 nos Estados Unidos, incentivaram fortemente a chamada “desintermediação financeira”, deslocando parcela crescente dos recursos para o mercado monetário<sup>8</sup>. Com efeito, os créditos sindicados foram reduzidos drasticamente, sendo substituídos pelos instrumentos de dívida transacionáveis no mercado financeiro internacional (Ferreira; Freitas, 1990; Braga; Cintra, 2004).

A Tabela 2 mostra a evolução das emissões de títulos de dívida (*debt securities*) no mundo, no interregno 1990/2008. As emissões totais aumentam de US\$ 18,03 trilhões em 1990 para US\$ 85,68 trilhões em junho de 2008, com as emissões internacionais respondendo por US\$ 25,28 trilhões e as domésticas, por US\$ 60,41 trilhões. No âmbito das emissões internacionais, observa-se que os países da periferia participam marginalmente desse processo, reflexo da hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional<sup>9</sup>. No âmbito das emissões internacionais, as instituições financeiras são os principais agentes de captação de recursos via emissão de *securities*, com crescimento substancial no período, passando de 39% do total em 1990 para 79,1% em 2008, em detrimento das captações das empresas e dos governos, reflexo da delegação do processo de captação de recursos no mercado internacional desses atores para os bancos, transformados em verdadeiros “supermercados financeiros”, incluindo a função de *broker*.

<sup>7</sup> Dentre as medidas de desregulamentação implementadas no período, notadamente nos Estados Unidos, Ferreira e Freitas (1990, p. 9) atribuem destaque às seguintes: (a) abolição de tetos para taxas de captação e aplicação; (b) revogação de barreiras entre instituições bancárias e não bancárias; e (c) liberalização das operações com não residentes e dos controles de fluxos de capital. Por outro lado, salientam os autores, a imposição de coeficientes de capital próprio mais elevados concorreu na direção de disseminar as chamadas *off the balance-sheet*, incentivando inovações financeiras como securitização de dívidas, *swaps*, opções, entre outras.

<sup>8</sup> Importante destacar, contudo, que os bancos não tiveram o seu papel reduzido quanto à dinâmica sistêmica, como será discutido adiante.

<sup>9</sup> Sobre a inserção dos países da periferia no processo de globalização financeira, ver Carneiro (1999) e Salama (1998).

Tabela 2

Emissões de *securities* no mundo — dez./90-jun./08

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/90		DEZ/95		DEZ/00	
	Valor (US\$ bilhões)	Percentual do total	Valor (US\$ bilhões)	Percentual do total	Valor (US\$ bilhões)	Percentual do total
<b>Total emissões internacionais</b> .....	1 644,7	100,0	2 846,8	100,0	6 490,1	100,0
Países desenvolvidos .....	1 347,7	81,9	2 205,2	77,5	5 444,1	83,9
Centros <i>off-shore</i> ...	6,5	0,4	17,1	0,6	77,5	1,2
Países da periferia	100,1	6,1	323,6	11,4	588,2	9,1
Organizações internacionais .....	189,9	11,5	300,9	10,6	380,3	5,9
<b>Instituições financeiras</b> .....	641,6	39,0	1 358,9	47,7	4 411,5	68,0
Países desenvolvidos .....	625,7	38,0	1 282,5	45,1	4 238,3	65,3
Centros <i>off-shore</i> ...	1,1	0,1	12,0	0,4	55,9	0,9
Países da periferia	14,8	0,9	64,4	2,3	117,3	1,8
<b>Empresas</b> .....	-	-	547,8	19,2	922,5	14,2
Países desenvolvidos .....	-	-	491,1	17,3	805,7	12,4
Centros <i>off-shore</i> ...	-	-	4,5	0,2	10,9	0,2
Países da periferia	-	-	52,3	1,8	105,9	1,6
<b>Governos</b> .....	-	-	639,2	22,5	775,8	12,0
Países desenvolvidos .....	-	-	431,6	15,2	400,2	6,2
Centros <i>off-shore</i> ...	-	-	0,6	0,0	10,6	0,2
Países da periferia	-	-	207,0	7,3	364,9	5,6
<b>Total de emissões domésticas</b> .....	16 384,0	-	24 825,1	-	29 692,2	-
<b>Total Geral</b> .....	18 028,6	-	27 671,9	-	36 182,3	-

(continua)

Tabela 2

Emissões de *securities* no mundo — dez./90-jun./08

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/05		JUN/08	
	Valor (US\$ bilhões)	Percentual do total	Valor (US\$ bilhões)	Percentual do total
<b>Total emissões internacionais</b> .....	14 600,1	100,0	25 278,2	100,0
Países desenvolvidos .....	13 039,1	89,3	23 068,1	91,3
Centros <i>off-shore</i> ...	177,1	1,2	245,4	1,0
Países da periferia	840,1	5,8	1 257,2	5,0
Organizações internacionais .....	543,8	3,7	707,6	2,8
<b>Instituições financeiras</b> .....	11 099,8	76,0	19 985,8	79,1
Países desenvolvidos .....	10 709,4	73,4	19 256,3	76,2
Centros <i>off-shore</i> ...	119,4	0,8	176,6	0,7
Países da periferia	271,0	1,9	552,9	2,2
<b>Empresas</b> .....	1 536,9	10,5	2 516,9	10,0
Países desenvolvidos .....	1 373,2	9,4	2 278,3	9,0
Centros <i>off-shore</i> ...	26,8	0,2	33,5	0,1
Países da periferia	136,9	0,9	205,2	0,8
<b>Governos</b> .....	1 419,6	9,7	2 068,0	8,2
Países desenvolvidos .....	956,5	6,6	1 533,5	6,1
Centros <i>off-shore</i> ...	30,8	0,2	35,3	0,1
Países da periferia	432,2	3,0	499,2	2,0
<b>Total de emissões domésticas</b> .....	45 534,3	-	(1) 60 406,9	-
<b>Total Geral</b> .....	60 134,4	-	85 685,1	-

FONTE: BIS Quarterly review: Basileia: BIS, 2008. Disponível em: <www.bis.org>. Acesso em: 01 nov. 2008.

NOTA: As somas dos percentuais de instituições financeiras, empresas e governos não totalizam 100%, porque o total das empresas internacionais inclui as emissões das organizações internacionais.

(1) Refere-se à posição de março.

Nesse ambiente, as decisões de portfólio dos investidores institucionais passam a exercer forte influência sobre o ciclo de negócios, vez que determinam o destino das poupanças das famílias e das empresas, no mais das vezes mediante a assunção de uma orientação eminentemente especulativa, pois guiadas pela lógica de estoque, de variações patrimoniais ocasionadas por oscilações de preços de curto prazo que permitem a apropriação de ganhos de capital. Nessa dinâmica, ao invés de exercer uma função autocorretiva, a especulação passa a desencadear processos autorreferenciais, não sintonizados com os “fundamentos”, estruturando um terreno fértil para a valorização fictícia do capital, nos termos de Marx (1985) e Hilferding (1985), bem como para crises desencadeadas por movimentos bruscos e/ou inesperados nos mercados de ativos.

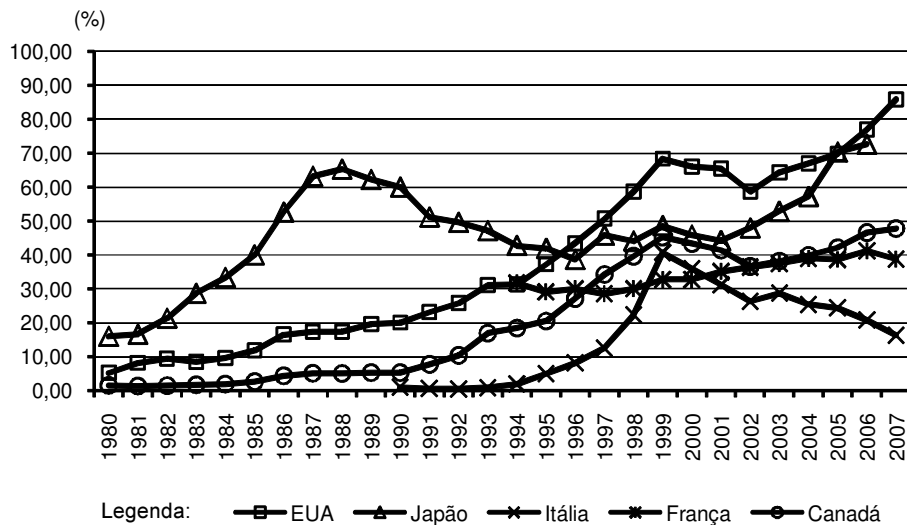
## **4 Financeirização da riqueza e dinâmica econômica**

De acordo com Farnetti (1998, p. 183), os investidores institucionais se tornaram “[...] as instituições privadas mais decisivas no quadro das finanças mundializadas”. Os Gráficos 1 e 2 apresentam a evolução da participação dos ativos financeiros detidos pelos fundos de investimentos, bem como pelas seguradoras e pelos fundos de pensão, em relação ao PIB no período 1980-07, respectivamente. São considerados os países integrantes do G-7 para os quais os dados se mostravam disponíveis na base da OECD. Observa-se, em todos os casos, um crescimento substancial no intervalo em todos os países contemplados, ainda que sob diferentes intensidades. No caso dos Estados Unidos, em particular, o total de ativos financeiros sob propriedade dos fundos de investimentos passou de 5,28% do PIB em 1980 para 85,92% do PIB em 2008, o equivalente a US\$ 11,81 trilhões. Os fundos de pensão e as seguradoras, por sua vez, registraram um aumento de 51,71% para 122,92% do PIB. Juntas, essas três categorias de investidores institucionais detinham ativos financeiros equivalentes a US\$ 28,7 trilhões em 2007, o equivalente a nada menos que 208,84% do PIB.

Em razão do volume expressivo de recursos mobilizados pelos investidores institucionais, pequenas mudanças na composição de seus portfólios podem ser suficientes para instabilizar preços e quantidades-chave das economias, como juros, câmbio, produto e nível de emprego. Segue, desse modo, que as decisões de gestão desses ativos passam a ser determinantes no comportamento dos agregados macroeconômicos, constituindo importante vetor de instabilidade do sistema, de sua dinâmica (Krugman, 2001; Braga; Cintra, 2004).

Gráfico 1

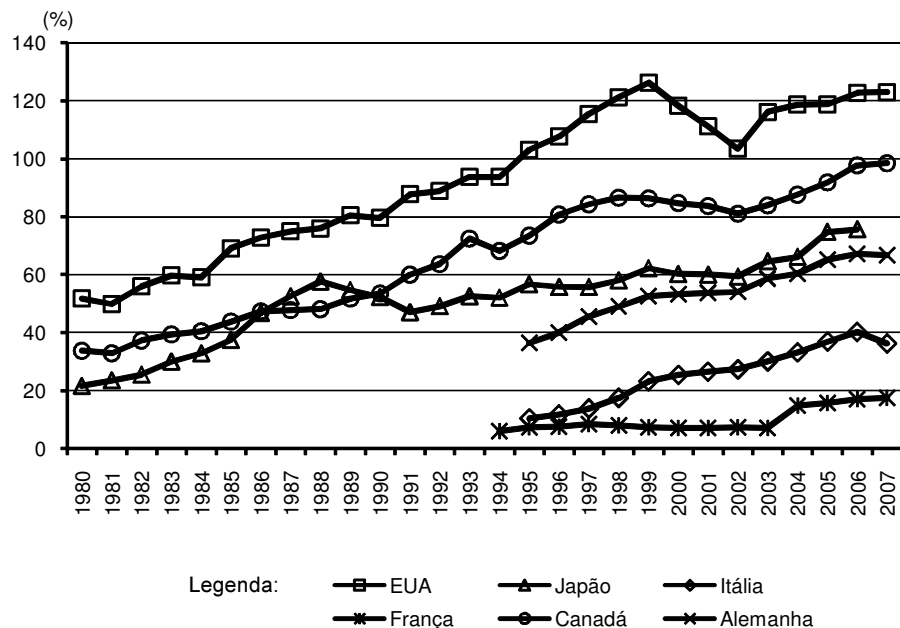
Participação dos fundos de investimento no PIB de países selecionados — 1980-07



FONTE: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT — OECD. **Statistics portal**. Disponível em: <[www.oecd.org.br](http://www.oecd.org.br)>. Acesso em: 01 nov. 2008.

Gráfico 2

Participação das seguradoras e dos fundos de pensão no PIB de países selecionados — 1980-07



Legenda: —■— EUA      —▲— Japão      —◆— Itália  
 —\*— França      —●— Canadá      —×— Alemanha

FONTE: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT — OECD. **Statistics portal**. Disponível em: <www.oecd.org>. Acesso em: 01 nov. 2008.

Parcela preponderante da riqueza administrada pelos investidores institucionais encontra-se alocada na circulação financeira (mercados de ações e títulos de dívida). Como as decisões de gasto e de endividamento das famílias e das empresas passam a ser responsivas, em escala cada vez mais ampliada, às oscilações correntes e esperadas do estoque de riqueza<sup>10</sup> (Coutinho; Belluzzo,

<sup>10</sup> Isso ocorre porque, sob o padrão sistêmico de riqueza financeirizado, as famílias buscam conservar uma relação entre riqueza e renda, conforme sugerido por Aglietta (2004). Logo, um aumento dos preços dos ativos, ao implicar a elevação da riqueza, permite a realização de gastos suplementares, dinamizando o ciclo de negócios. Em caso de queda dos preços dos ativos, contudo, os agentes buscam recompor a relação indicada, aumentando a poupança, contraindo a demanda agregada. Tais processos provocam, evidentemente, reações na mesma direção por parte do sistema bancário, o que concorre no sentido de aprofundar os ciclos expansivos e depressivos comandados pelas flutuações dos preços dos ativos, conforme destacado por Coutinho e Belluzzo (1998).



1998), decorre que o ciclo de negócios passa a ser fortemente influenciado pelos “efeitos riqueza/pobreza” provocados pelos mercados de ativos financeiros, cujo desempenho depende crescentemente das decisões de portfólio das companhias de seguro, dos fundos de pensão e das companhias de investimento.

As decisões de portfólio dos investidores institucionais passam, pois, a desempenhar o papel de formadores de preços no mercado de ativos, ditando o compasso das expectativas dos demais agentes do sistema. A lógica de alocação de portfólio desses agentes não guarda necessariamente sintonia com a lógica do processo de reprodução do capital no circuito D-M-D'. Paradoxalmente, contudo, as decisões de portfólio orientadas sob uma lógica e uma temporalidade de valorização subjugadas ao circuito fictício, D-D', influenciam as decisões de gasto e as expectativas dos agentes, implicando mudanças significativas na dinâmica sistêmica.

Destarte, as decisões de gastos dos agentes são cada vez menos influenciadas pelas variáveis de fluxo, como salário e lucro, mais passíveis de serem alteradas pela política econômica. Os expressivos volumes de recursos operados pelos investidores institucionais e as mediações que essa massa de riqueza estabelece com as decisões de consumo e investimento passam a ser capazes de dificultar os efeitos atenuantes almejados pelas intervenções do Estado no domínio econômico, incluindo a atuação do Banco Central enquanto *lender of last resort*.

Faz-se oportuno destacar, adicionalmente, que os bancos cumprem papel importante nessa nova forma de gestão e realização da riqueza, pois, a despeito da ascensão e da hegemonia das finanças diretas, essas instituições continuam sendo capazes de criar poder de compra adicional, mediante a concessão de empréstimos. Além de mudarem o processo de geração de *funding* do sistema bancário, as transformações e as inovações financeiras ocorridas a partir dos anos 70 concorreram na direção de amplificar o papel do sistema bancário no comportamento do ciclo de negócios. Do lado do passivo, os bancos participaram ativamente não apenas na estruturação de operações de captação de recursos das empresas e governos, desempenhando a função de *broker*, mas também na emissão própria de *securities*, em substituição aos depósitos convencionais para a geração de *funding*. Já, no que compete ao lado esquerdo do balanço, como parte substantiva das aplicações dos bancos correspondente à aquisição de títulos de empresas e governos, o comportamento dessas instituições passou a ser influenciado pelas oscilações dos preços dos ativos financeiros transacionados diariamente nos mercados secundários, que afetam não apenas o valor das *securities* sob sua posse, mas também dos colaterais dados pelos mutuários no ato da contratação dos empréstimos, muitas vezes destinados à própria circulação financeira.

Estrutura-se, assim, uma cadeia de recebimentos e pagamentos de ordem estritamente contábil e sob uma estrutura altamente pulverizada. Os bancos captam recursos mediante a emissão de *securities*, parte dos quais são emprestados aos agentes que, em troca, oferecem colaterais sob a forma de ativos financeiros<sup>11</sup>. Os tomadores adquirem mais ativos financeiros, na esperança de que a obtenção de ganhos seja suficiente para remunerar o banco e para se autorremunerarem. No caso de queda dos preços dos ativos, os colaterais não são apenas desvalorizados, mas os tomadores de empréstimos passam a não dispor de recursos para honrar os compromissos assumidos junto ao sistema bancário, o que enseja a redução dos empréstimos, problematizando ainda mais as relações de débito e crédito do sistema e as condições de financiamento das próprias instituições financeiras, instaurando-se uma dinâmica financeiramente destrutiva. Por outro lado, no bojo de um ciclo de alta dos preços dos ativos, criam-se processos de valorização autorreferenciais, sem embasamento nos “fundamentos”, que condicionam as decisões de gastos dos agentes.

Neste sentido, tem-se que os bancos permanecem sendo capazes de instabilizar o ciclo de negócios da economia, ante a capacidade de essas instituições criarem poder de compra adicional, alimentando ciclos de preços autorreferenciais que atribuem novos contornos à dinâmica econômica sistêmica. A expansão do crédito pode provocar um aumento nos preços dos títulos, ante a inelasticidade de oferta desses ativos no curto prazo. Decorre, pois, que as decisões de portfólio dos bancos acabam exercendo forte influência sobre os preços dos ativos e, ao cabo, sobre as decisões de gasto dos agentes (Carneiro, 1999). Logo, conquanto a substantiva redução da participação dos ativos das instituições de depósito nos ativos totais do sistema financeiro<sup>12</sup>, as “finanças diretas” não reduziram o papel dos bancos na dinâmica econômica, inclusive porque essas instituições passaram a operar a partir de uma estrutura altamente diversificada (supermercados financeiros), o que lhes permitiu participar dinamicamente no padrão sistêmico de riqueza em vigor. A consideração de Guttman (1998, p. 81) elucida esse processo.

---

<sup>11</sup> Há que se destacar, outrossim, que os bancos são responsáveis pela mediação, via crédito, entre o efeito riqueza ensejado pela valorização dos preços dos ativos e os maiores gastos dos agentes. Isso porque, de acordo com Coutinho e Belluzzo (1998, p. 139), “[...] o ‘efeito-riqueza’ não se realiza mediante uma venda dos ativos para a conversão do resultado monetário em consumo, senão mediante uma ampliação da demanda de crédito por parte dos consumidores “enriquecidos”.

<sup>12</sup> De acordo com os dados apresentados por Braga e Cintra (2004, p. 270), a participação do ativo das instituições de depósitos no total de ativos do sistema financeiro americano cai de 62,3% em 1950 para 23,2% no primeiro trimestre de 2004. Os ativos dos investidores institucionais, por seu turno, representavam 49,5% dos ativos totais no último período considerado.

O crescente envolvimento dos bancos comerciais nos mercados de títulos foi um dos fatores cruciais da predominância do capital fictício. [...] Ao proporcionarem recursos para os diversos operadores do mercado e ao adquirirem, diretamente, maior quantidade de títulos, os bancos tornaram mais líquidos, e portanto mais seguros, vários mercados financeiros. Ao oferecerem recursos, eles também facilitam a compra de títulos financeiros mediante endividamento. Essa alavancagem multiplica os ganhos potenciais, provenientes dos negócios com títulos, ao reduzir o montante de capital gasto em recursos próprios. Por fim, os bancos comerciais aceitaram o uso de títulos como garantia dos empréstimos para financiamento da compra de novos títulos [...].

As oscilações patrimoniais ocasionadas pelas mudanças dos preços dos ativos afetam não apenas as decisões de portfólio do sistema bancário, mas também dos investidores institucionais. Estes, por seu turno, embora não sejam capazes de criar poder de compra adicional, influenciam de forma cada vez mais determinante o direcionamento do fluxo monetário, entre a circulação industrial e financeira, bem como as decisões de gastos dos agentes, dado o volume de recursos mobilizados. No âmbito da dinâmica produtiva, a assincronia existente entre a temporalidade de valorização do capital a partir do circuito D-M-D' e do circuito D-D' é crescentemente resolvida pelas empresas mediante a configuração de uma estrutura patrimonial que combina ativos reais e financeiros, bem como a partir da estruturação e de uma gestão da produção sob uma linha de rendimento máximo, de sorte a potenciar os ganhos dos acionistas, grande parte dos quais investidores institucionais e bancos<sup>13</sup>.

Esse processo enseja a internacionalização das empresas, a segmentação da produção e a sub-remuneração do fator trabalho, de sorte a viabilizar a obtenção das vantagens comparativas de cada localidade e, ao cabo, o máximo ganho possível. As contrapartidas mais imediatas desse processo são a especialização regressiva da produção e o sucateamento e a precarização das relações de trabalho, com a conseqüente redução da participação dos salários na renda

---

<sup>13</sup> Os investidores institucionais buscam impor modelos de gestão às empresas que maximizam os valores das ações mediante ganhos operacionais ou não operacionais, à luz dos princípios do *corporate governance*. Os administradores passam a trabalhar com normas de rentabilidade elevadas e, por isso, sendo condicionados por prêmios e comissões a potenciar o valor acionário da empresa. Esse movimento implica a financeirização da gestão das empresas, que passam a ser condicionadas a operar no mercado de ativos financeiros mediante uma orientação eminentemente especulativa. Farnetti (1998, p. 206) chega a afirmar que "[...] o *corporate governance* aparece como a sistematização gestora de uma prática onde o capital-dinheiro concentrado conseguiu subordinar a seu proveito facções cada vez mais importantes do aparelho produtivo (indústria ou serviços), e isto tanto em escala nacional como internacional". Sobre a influência dos investidores institucionais na gestão das empresas, ver Farnetti (1998) Plihon (1999; 2005), Chesnais (2005) e Sauviat (2005).

nacional<sup>14</sup>, condições que também contribuem para a instabilidade econômica e financeira, com impactos não desprezíveis sobre a dinâmica sistêmica (Salama, 1998; Plihon, 1999; Chesnais, 1998 e 2002; Sauviat, 2005).

Portanto, sob a macroestrutura financeira criada pelas inovações introduzidas nas últimas décadas, num contexto de crescente liberalização e desregulamentação dos mercados, a permanente interação do dinheiro e dos ativos entre as esferas financeira e produtiva tem como atores não apenas os bancos e os investidores institucionais, mas também as próprias “empresas produtivas”. Para maximizar a riqueza de seus acionistas, grande parte dos quais investidores institucionais e bancos, essas organizações são condicionadas a operar na circulação financeira, a partir de uma estrutura patrimonial que busca conjugar ganhos operacionais e não operacionais, sob uma orientação eminentemente especulativa. Segundo Braga e Cintra (2004, p. 267):

[...] a empresa passou a ser gerenciada segundo critérios predominantemente financeiros para alcançar os objetivos de rentabilidade financeira de curto prazo dos organismos de gestão coletiva de poupança, como também para operacionalizar estratégias de gestão da riqueza líquida concebidas por seu corpo diretivo. Dentro desse sistema, que se desenvolveu a partir dos EUA, mas que se expandiu globalmente, consolidou-se o poder dos administradores dos diversos fundos de investimento, considerados os representantes dos acionistas (famílias, corporações, governos, etc.).

O Gráfico 3 mostra a evolução da participação dos ativos reais e financeiros no ativo total das corporações americanas no interregno 1975-05. Como se pode observar, a participação dos ativos financeiros cresce substantivamente entre o início e o fim do período considerado, passando de 28% para 49% do total dos ativos das empresas, enquanto a dos ativos tangíveis cai de 72% para 50%. Esse movimento revela o padrão sistêmico de riqueza financeirizado, sob dominância da reprodução fictícia do capital. Trata-se de um processo a partir do qual, diz Braga (1993, p.26), “[...] todas as corporações [...] têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza”<sup>15</sup>. Não menos importante, a existência de instrumentos financeiros capazes de atribuir uma temporalidade de valorização distinta da observada no circuito D-M-D’ num “espaço financeiro global” permite a revisão temporal das decisões empresariais, implicando maior agilidade

<sup>14</sup> De acordo com Plihon (1999, p. 53), “Em tempos de desaquecimento conjuntural, a massa salarial constitui a principal variável de ajuste à disposição dos dirigentes para assegurar a estabilidade dos resultados da empresa.”

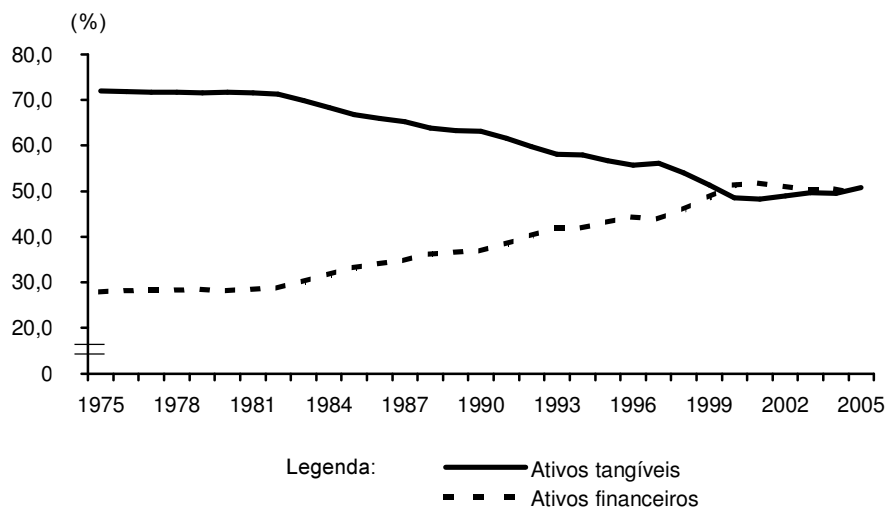
<sup>15</sup> Ou como afirma Serfati (1998, p. 142), os grupos industriais “[...] se transformam cada vez mais claramente em grupos financeiros”.

operacional e uma redução substantiva do tempo de valorização dos capitais. De acordo com Braga (2000, p. 283):

Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas formas de cristalização da riqueza, na busca de maior e mais rápida rentabilidade, dada pela possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma "outra" estrutura temporal de valorização, sempre atualizada, com os sucessivos impulsos de revisões das decisões passadas. O máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização é possibilitado pela capacidade de rever a estrutura temporal, de valorização dos ativos e de ônus dos passivos, a um 'custo de transação' cadente, no mercado financeiro global.

Gráfico 3

Evolução da participação dos ativos tangíveis e financeiros no ativo total das corporações dos Estados Unidos — 1975-05



FONTE: FEDERAL RESERV SYSTEM. **Flow of funds accounts of the United States:** historical data. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/release/z1/current/data.htm>>. Acesso em: 28 dez. 2006.

Constitui-se, assim, um padrão sistêmico de riqueza substanciado na hegemonia do circuito D-D' ante o circuito D-M-D', com implicações significativas sobre a dinâmica econômica, uma vez que as oscilações do estoque de riqueza passam a ter importância crescente nas decisões de consumo (famílias) e investimento (empresas), por afetarem diretamente as relações riqueza/poupança e patrimônio/endividamento<sup>16</sup> respectivamente. Tal condição acaba atribuindo um papel secundário aos efeitos desencadeados pelas variáveis de fluxo, mais passíveis de serem influenciadas pelo manejo dos instrumentos de política econômica. Trata-se de um padrão sistêmico de riqueza sob supremacia da lógica de valorização fictícia do capital que permite uma crescente elasticidade entre os circuitos financeiro e industrial, processo que concorre na direção de independizar a valorização do capital sob a forma monetária de suas bases produtivas, num ambiente onde o jogo e a especulação se generalizam (Braga, 2000).

Isso porque, conforme já salientado, a valorização do capital a partir do circuito D-D' significa um dispêndio não efetivo, uma vez que não representa o emprego de fatores de produção para satisfazê-lo. Com efeito, a dinâmica de uma economia financeirizada passa a ser obstada pela superabundância de demanda não efetiva, em detrimento da demanda efetiva, no sentido originalmente concebido por Keynes (1936/1985). Nesta perspectiva, Belluzzo (2000, p. 27) fez a seguinte afirmação:

O capital-propriedade, o capital a juros, ao mesmo tempo em que impulsiona o avanço da acumulação capitalista, mediante a expansão do crédito, cria um estoque de direitos sobre a riqueza cuja avaliação em mercados especializados passa a se contrapor ao processo de criação e de realização do valor na esfera produtiva.

A dinâmica econômica se mostra, pois, cada vez mais subjugada aos efeitos das variações patrimoniais provocadas por mudanças dos preços dos ativos financeiros sobre as decisões de gasto e as expectativas dos agentes, configurando um ambiente de instabilidade estrutural sob dominância financeira. Nesse contexto, as decisões dos capitalistas industriais se mostram insuficientes para determinar e explicar as flutuações econômicas, tal como nos modelos de ciclo. No padrão sistêmico de riqueza financeirizado, a dinâmica sistêmica toma novos contornos, passando a ser condicionada pelos processos de gestão e realização da riqueza sob posse dos investidores institucionais, dos bancos e

---

<sup>16</sup> A queda dos preços dos ativos provoca uma redução da riqueza das famílias, que buscam aumentar a poupança de sorte a preservar a relação riqueza/poupança. Do lado das empresas, ocorre uma redução do patrimônio, o que impõe uma redução do grau de endividamento e, ao cabo, dos gastos. Ambos os movimentos exercem efeitos contracionistas sobre a demanda agregada, cuja intensidade dependerá dos impactos da reversão do ciclo de negócios sobre os bancos (Aglietta, 2004; Carneiro, 1999).

das grandes corporações, atores que passam a ditar o ritmo e as flutuações dos negócios ao longo do tempo histórico (Braga, 1993).

Conforme discutido na primeira seção deste artigo, no regime financeirizado de acumulação capitalista, não se mostra mais possível demarcar uma diferença precisa entre capitalista industrial e capitalista financeiro, posto que a alocação da riqueza em ativos financeiros não se realiza apenas pelos bancos e investidores institucionais, mas também pelas empresas, notadamente as grandes corporações. Estas últimas assumem, a um só tempo, as figuras do capitalista industrial e do financeiro, entrelaçamento do qual resulta sua capacidade de fazer frente às oportunidades de ganhos nos mais diferentes espectros de valorização da riqueza. A elevada participação das receitas não operacionais nas receitas totais das grandes corporações industriais revela que o rentismo não constitui uma prática exclusiva das instituições financeiras, mas o contrário, representando um elemento fundamental para a viabilização de um padrão de atuação empresarial articulado com o regime financeirizado de acumulação capitalista. Trata-se, pois, de agentes não menos importantes do que os bancos e investidores institucionais no que tange à estruturação de um padrão sistêmico financeirizado de gestão e valorização da riqueza, considerando um sistema em que os circuitos financeiro e industrial se confundem num todo único e complexo capaz de conformar uma estrutura que permite a valorização do capital a partir de uma temporalidade altamente dinâmica e funcional — sob a ótica da acumulação (Braga, 1997, p. 220, p. 221 e p. 236).

O ponto a ser destacado, portanto, diz respeito ao fato de que, nesse sistema, as oscilações do valor monetário da riqueza, muitas das quais geradas por profecias autorreferenciais, determinam alterações expressivas no ritmo de acumulação no âmbito do circuito industrial e, ao cabo, na geração de emprego e renda. Isso porque o aumento da participação das “formas financeiras de posse de riqueza”, para utilizar a expressão de Belluzzo (2000, p. 105), tornou as decisões de gasto, investimento e poupança dos atores econômicos crescentemente subordinadas às expectativas de modulações dos preços dos ativos financeiros. O comportamento das variáveis macroeconômicas se tornou, assim, cada vez mais subjugado ao circuito financeiro, donde as finanças ditam o compasso do ritmo de acumulação capitalista, como assinala Minsky (1986). Ao versar sobre o “padrão sistêmico de riqueza financeirizado”, sintetiza Braga (1997, p. 196, p. 237 e p. 239):

Trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores — o capital bancário, os rentistas

tradicionais — mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, modificado a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado.

.....  
O fato [...] de que o dinheiro, tendencialmente, faça cada vez mais o caminho das finanças e não o caminho da produção, é resultado do movimento geral do capital, enquanto realização de seu conceito e das decisões competitivas e concretas dos “agentes”. No padrão sistêmico de riqueza que estamos analisando, a financeirização exacerba este movimento e lhe dá relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e Mercado.

Segundo Chesnais (2002, p. 3), desde a emergência em sua plenitude dos elementos que configuram um regime de acumulação sob dominância financeira, apenas os Estados Unidos passaram por uma fase de crescimento econômico plenamente identificável. Trata-se, por isso, de um padrão de riqueza limitado no que diz respeito ao plano social, pois se, por um lado, propicia a estruturação de um espectro de conservação e valorização endógena da riqueza, por outro, se mostra incapaz, por isso mesmo, de produzir desenvolvimento e, ao cabo, inclusão, destacadamente para os países que fazem parte da periferia do sistema capitalista (Braga, 1997). A mais recente crise americana demonstra, uma vez mais, os limites colocados por um padrão de riqueza ancorado nas finanças especulativas e nos processos de liberalização e desregulação dos mercados.

## 5 Conclusão

O artigo discutiu a relação entre as formas de gestão e realização da riqueza prevalecentes no capitalismo contemporâneo e a dinâmica econômica. Constatou-se que o processo de desregulamentação financeira, associado à crescente mobilidade internacional do capital, lançou as bases para a introdução de uma série de inovações financeiras que, sob a operação dos investidores institucionais, dos bancos e dos grandes grupos empresariais, exerceu importantes efeitos sobre a dinâmica sistêmica.

No contexto de “finanças diretas”, os gestores de poupança coletiva, os chamados investidores institucionais, passam a ser os responsáveis pela regência da “ciranda financeira global”, dado o volume de recursos mobilizados. No intento de obter o máximo rendimento aos cotistas, contudo, esses atores acabam executando uma gestão de ativos que torna sistêmica a lógica de valorização fictícia do capital, condição que atribui maior instabilidade ao ciclo de negócios. Isso porque, além de concentrarem a quase totalidade dos recursos em ativos



financeiros, os investidores institucionais passam a ter crescente influência sobre as decisões das empresas, que ficam condicionadas a operar a partir de padrões de rentabilidade não totalmente condizentes com a dinâmica e a temporalidade de valorização prevalentes no circuito D-M-D'.

Estrutura-se, assim, um padrão sistêmico de riqueza financeirizado, onde as decisões de gastos dos agentes são crescentemente responsivas ao comportamento dos preços dos ativos financeiros que, por seu turno, não guarda necessariamente relação com os “fundamentos reais da economia” e pode oscilar a partir de condicionantes autorreferenciais. Significa dizer, pois, que as decisões de consumo e de investimento passam a guardar relações de dependência cada vez mais intensas com as alterações patrimoniais provocadas pelas oscilações dos preços dos ativos, ou seja, com as variáveis de estoque. Com efeito, as variáveis de fluxo do sistema passam a exercer impactos cada vez mais subordinados sobre o ritmo de acumulação capitalista no circuito industrial, pois têm seus comportamentos fortemente influenciados pelas variáveis de estoque.

Esse padrão de riqueza acaba determinando um contexto de instabilidade estrutural sob dominância financeira. As crises econômicas ocorridas a partir da década de 90, bem como a instabilidade sistêmica presente no capitalismo contemporâneo, evidenciam que, ao contrário da tese defendida por Hayek (1977), a liberalização e a desregulação das finanças e dos mercados constituem ingredientes elementares do “caminho para a servidão”, sob hegemonia do capital fictício portador de juros, a partir da qual se processa a “tirania dos mercados”.

## Referências

- AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004.
- ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**. São Paulo: Unesp, 1996. p. 87-162.
- BELLUZZO, L. G. M. O dinheiro e as transfigurações da riqueza: uma economia política da globalização. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p. 151-193.
- BELLUZZO, L. G. M. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2000. p. 87-117.
- BELLUZZO, L. G. M. Prefácio. In: BRAGA, J. C. S. **Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo**. Campinas: IE; Unicamp, 2000. p. 11-28.

BIS Quarterly review. Basileia: BIS, 2008. Disponível em: <www.bis.org>. Acesso em: 01 nov. 2008.

BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, p. 25-57, ago. 1993.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p. 195-242.

BRAGA, José Carlos de Souza. **Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo**. Campinas: IE; Unicamp, 2000. p. 269-335.

BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). **Poder americano**. São Paulo: Vozes, 2004.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 57-92, dez. 1999.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, conseqüências**. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35-67.

CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, conseqüências**. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 17-33.

CHESNAIS, F. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 249-93.

CHESNAIS, F. A teoria do regime de acumulação financeirizado. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1, p. 1-44, jan./jun. 2002.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz G. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, p. 137-150, dez. 1998.

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114, dez. 1999.

FARNETTI, R. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, F. (org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 183-210.

FEDERAL RESERV SYSTEM. **Flow of funds accounts of the United States: historical data**. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm>>. Acesso em: 28 dez. 2006.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria C. P. de. Mercado internacional de crédito e inovações financeiras nos anos 70 e 80. In: FAGNANI, Eduardo (Ed.). **Estudos de economia do setor público**. São Paulo: IESP; FUNDAP, 1990.

GUTTMANN, R. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 61-96.

HAYEK, F. A. **O caminho da servidão**. São Paulo: Globo, 1977.

HILFERDING, R. **El capital financiero**. Madri: Tecnos, 1985. p. 48-91. (Clásicos del pensamiento).

KEYNES, J. M. (1936). **A teoria geral do emprego**, do juro e da moeda. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os economistas).

KEYNES, J. M (1930). A treatise on money: the applied theory of money. In: ROYAL ECONOMIC SOCIETY. **The collected writings of John Maynard Keynes**. New York: Cambridge Univ., 1971. v. 6, p. 43-69 e p. 217-230.

KRUGMAN, P. **Crisis monetárias**. São Paulo: Makron, 2001.

KRUGMAN, P. (1930). A treatise on money: the pure theory of money. In: ROYAL ECONOMIC SOCIETY. **The collected writings of John Maynard Keynes**. New York: Cambridge University Press, 1971. v. 5., p. 3-43 e p. 217-230.

MARX, K. **O capital**. São Paulo: Nova Cultural, 1985. p. 87-121. (Os economistas).

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale Univ., 1986. p. 223-253.

MIRANDA, José Carlos. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: FLORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p. 243-275.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT — OECD. **Statistics portal**. Disponível em: <www.oecd.org>. Acesso em: 01 nov. 2008.

PLIHON, Dominique. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 5, p. 61-78, dez. 1995.

PLIHON, Dominique. A economia dos fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, p. 41-56, dez. 1999.

PLIHON, Dominique. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências**. São Paulo: Bitempo, 2005. p. 133-151.

SALAMA, P. A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas. CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 211-247.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos; principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências**. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 109-132.

SERFATI, C. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. CHESNAIS, F. (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 141-181.

TAVARES, M. C. A retomada da economia norte-americana. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p. 27-53.

TAVARES, M. C.; MELIN, Luiz E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p. 55-86.