

Capitalismo liderado pelas finanças, *por Robert Guttman* *

Bruno de Conti**

Nesta louvável edição especial da revista “*Economia e Sociedade*”, consagrada ao tema da financeirização, é oportuno apresentar aos leitores uma das mais importantes contribuições recentes ao debate, dada pelo Professor Robert Guttman. Publicado em 2016 pela Editora Palgrave Macmillan, o livro *Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets* debate o tema das finanças e de sua centralidade para o sistema capitalista e para suas crises. Com outros livros e artigos acadêmicos sobre o tema¹, o autor chega, neste livro, a uma reflexão madura e instigante, que deve ser lida por todos os estudantes, professores e pesquisadores que se debruçam sobre essa temática ou que querem entender o atual modo de funcionamento do sistema capitalista.

O livro se inicia com uma riquíssima discussão sobre o desenrolar de acontecimentos nos mercados financeiros que conduziu à falência do banco Lehman Brothers e à eclosão da crise dos *subprimes*. Com uma narrativa envolvente, Guttman nos transporta, no capítulo 1, para o nebuloso ambiente dos anos de 2007 e 2008, que marcou o início da crise no mercado imobiliário estadunidense. De forma minuciosa, apresenta as notícias e eventos que foram rapidamente revelando a fragilidade do castelo de cartas sobre a qual se erigira a euforia pretérita e que levaram ao estouro da bolha imobiliária.

Esse foco nos detalhes de um mercado específico, de um momento específico e de uma crise específica traz os ganhos de uma compreensão acurada sobre os mecanismos financeiros envolvidos, mas traz também o risco de uma cegueira com relação às dinâmicas que estão por trás. Definitivamente, Guttman não cai nessa armadilha. Sua obstinação por entender (e demonstrar) os detalhes da eclosão da crise são imediatamente seguidos por um movimento de afastamento do foco para um plano de análise temporal e espacialmente mais amplo. No capítulo 2, o autor situa a crise que eclodiu em 2007/8 dentro de um panorama secular. Ao contrário dos autores ortodoxos, que professam a tendência ao equilíbrio, Guttman alinha-se àqueles que entendem as crises como algo inerente ao modo de funcionamento do sistema capitalista. Para entender essas crises, vale-se sobretudo de dois arcabouços teóricos alinhados: em primeiro lugar, dos ensinamentos de Hyman Minsky sobre a instabilidade financeira; em segundo lugar, da chamada Teoria da Regulação.

* Artigo recebido em 10 de abril de 2017 e aprovado em 18 de setembro de 2017. Resenha de: Guttman, Robert. *Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets*. New York: Palgrave Macmillan, 2016.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp/ IE), Campinas, SP, Brasil. E-mail: bmdeconti@gmail.com.

(1) Cf. Guttman (1994, 2003, 2008, 2009) e Guttman e Plihon (2010), entre outros.

Essa segunda vertente emergiu na França no final dos anos 1970 e tem como expoentes Michel Aglietta, Robert Boyer, Dominique Plihon, Benjamin Coriat, Jacques Mazier, dentre outros. Apesar de radicado nos Estados Unidos há bastante tempo, Guttman manteve um frequente e profícuo diálogo com esses economistas franceses, até tornar-se, em 2008, professor na Universidade Paris 13 (mesma instituição de três dos cinco nomes supracitados)². A Teoria da Regulação, que conta hoje com a importante contribuição do próprio Guttman, procura identificar as dimensões institucionais sobre as quais se assenta o *modus operandi* do sistema capitalista; e a forma como a ação e a interação dessas dimensões determinam que o sistema se reproduza e garanta o crescimento até a eclosão de uma nova crise. Como apresenta Guttman (p. 51), as cinco dimensões fundamentais são: i) a forma de competição entre os agentes (que depende do grau de concentração do capital); ii) as relações salariais (que depende, dentre outras coisas, do grau de organização da classe trabalhadora); iii) as características do Estado; iv) o regime monetário; v) o formato da integração internacional (comercial, financeira, política, etc.).

Da interação entre essas cinco “formas institucionais” configura-se o “modo de regulação”, a saber, o conjunto de procedimentos e normas que estrutura as relações sociais e organiza a atividade econômica em um dado contexto espaço-temporal. A partir disso, são identificadas as distintas fases históricas do capitalismo. Como aventado acima, toda fase é marcada por crises, parte indissociável do funcionamento do sistema capitalista. No entanto, essas crises podem ser breves e rapidamente revertidas, configurando apenas uma etapa dos *business cycles*; ou podem ser estruturais e disruptivas. Olhando para trás, Guttman identifica essas crises estruturais em 1873-79, 1929-39, 1973-82. Todas elas foram detonadas por crises financeiras significativas, que tiraram a economia dos trilhos e destruíram o arcabouço institucional vigente. O autor sugere que a atual crise global tem essas características. Mais do que isso, sugere que ela ainda não terminou e tem o potencial de promover transformações importantes no “modo de regulação”³ que caracteriza o capitalismo contemporâneo.

Mas qual é esse “modo de regulação” atual? Para Guttman, trata-se do *Finance-Led Capitalism*, objeto central do livro e que passa a ser apresentado de forma mais sistematizada a partir de seu capítulo 3. Esse regime se consolidou a partir de meados da década de 1980, superando a estagflação que caracterizara os anos precedentes. De acordo com o autor, “*finance has been transformed over the past quarter of a century to the point where it dominates growth patterns and distribution channels*” (p. 65). Isso exige, portanto, que se repense o papel atual das finanças, entendendo-as como uma “força vital nas economias capitalistas contemporâneas”.

(2) Robert Guttman é também professor na Hofstra University (Estados Unidos). Sua atuação profissional conjunta na França e Estados Unidos reflete-se na diversidade de seus interlocutores e na riqueza de seus estudos.

(3) Guttman destaca a necessidade de não confundirmos o termo francês *régulation* com as meras regras ou a regulamentação vigente. Essas regras – e todo tipo de intervenção estatal – combinam-se às outras forças anunciadas acima para “guiar o processo de acumulação de capital e a sua dinâmica de crescimento” (p. 51).

Com esse intuito, Guttman dá início a um percurso didático que primeiramente apresenta o que são as finanças e a sua centralidade para uma economia monetária da produção. Em seguida, trata das inovações financeiras e das transformações históricas iniciadas nos anos 1960 que posteriormente conduziriam à plena configuração desse modo de regulação *finance-led*, a saber, o surgimento ou consolidação do euromercado, dos *money markets* e dos derivativos financeiros.

Mas esse “capitalismo liderado pelas finanças” não é sinônimo de financeirização. De fato, é algo que inclui o processo de financeirização – largamente discutido nos artigos desta Revista –, mas o transcende. De acordo com Guttman, as três inovações financeiras apresentadas acima permitiram a conformação dos três pilares do *Finance-Led Capitalism*: i) securitização; ii) bancos universais; iii) financeirização. A financeirização é entendida pelo autor como a tendência à expansão das finanças – em tamanho, mas também em seus impactos potenciais –, associada a uma busca mais enfática pela acumulação de ativos financeiros pelo conjunto dos agentes econômicos privados (desde grandes empresas multinacionais até famílias de classe média), que tem como contrapartida uma maior exposição a passivos financeiros. Em poucas palavras, “as motivações financeiras se tornam dominantes para a maioria dos agentes econômicos” (p. 91). Trata-se, assim, de um fenômeno importantíssimo para a compreensão do capitalismo contemporâneo, mas que deve ser analisado em sua associação com os outros dois pilares. Nas palavras do próprio autor (p. 92):

Securitization, universal banking, and financialization have fused into a unique accumulation regime centered on finance, something best described as finance-led capitalism. This new regime thrived during its long-wave upswing phase from 1982 to 2007, pushing the underlying economic growth path higher with barely any pause.

O livro prossegue, no capítulo 4, revisitando o próprio conceito de financeirização. De acordo com o autor, mesmo economistas heterodoxos caem por vezes na limitação de tratar da tendência à financeirização com um foco excessivamente restrito a algumas de suas manifestações específicas. Recuperando as ideias de Minsky (1986), Epstein (2005) e outros autores, Guttman procura, então, discutir o fenômeno da financeirização de forma a contemplar suas múltiplas manifestações. Para tanto, sugere a necessidade de um olhar mais adequado para o próprio conceito de finanças, enfatizando que são elas que estabelecem a conexão entre o nível microeconômico (os agentes) e o nível macroeconômico (o sistema), localizando-se, portanto, no que o autor chama de *mesoeconomics* (p. 96).

One of the justifications for such a mesoeconomic vision of finance as a self-expanding and cyclical system is precisely to grasp its penetration of economic activities, social relations, and individual motives, hence to provide us with a more complete analysis of financialization.

Para a compreensão dessa mesoeconomia, o autor propõe a necessidade de investigação de três aspectos da financeirização, quais sejam, a centralização das finanças, a concentração das finanças e a dinâmica financeira do crescimento. Associadamente, é

necessário entender a tendência à constituição de bolhas de ativos, já que no “super-ciclo” de 1982 a 2007 a economia estadunidense vivenciou três bolhas consecutivas: no mercado acionário (1984-87); nas ações de empresas *dot-com* (1997-2000) e no mercado imobiliário (2002-07).

Mas a compreensão do modo de funcionamento do capitalismo contemporâneo, das dinâmicas financeiras implicadas e da crise exige ainda o estudo dos *shadow banking system* (SBS), apresentado no capítulo 5 do livro. Apesar de não achar o termo adequado por remeter a atividades inequivocamente “sombrias” ou “criminosas”, Guttman o utiliza, aceitando que já se trata de um conceito disseminado. Entretanto, apresenta-o como “*the network finance part of modern banking*”, para evitar o grave erro de considerarmos as atividades do SBS como separadas das atividades bancárias tradicionais. Segundo o autor, as atividades do SBS ocorrem fora da esfera de regulação dos bancos comerciais, mas são por eles impulsionadas. De fato, o *shadow banking system* acentua um aspecto das finanças que Guttman denomina de “finanças em rede”⁴. O autor mostra, então, como essa parte “invisível” das finanças se integra com as suas partes “visíveis” (finanças indiretas e finanças de mercado⁵) erigindo uma estrutura dinâmica, mas potencialmente frágil. De forma interessante, Guttman destaca o papel do SBS como uma “máquina de criação monetária”. Nas palavras do autor (p. 148):

The bank loans created by money creation as interest-bearing capital now get securitized by an army of shadow banks in such a way that short-term asset-backed securities in the money markets fund long-term asset-backed securities in the capital markets and both types of loan securitizations get further monetized by repos set up as intermediation chains. That monetization occurs when the banks use the securitized instruments as collateral for access to cash provided by the money markets. The components of this loan <-> securitization <-> monetization tripod are further boosted by a variety of financial derivatives enabling additional investors to provide risk protection services or speculative gains.

O problema maior é que essas as atividades do SBS não dispõem de garantias públicas, mas apenas privadas. Como essas garantias privadas eram frágeis e disfuncionais, não foram capazes de evitar a crise.

Por fim, Guttman amplia novamente o plano de análise para pensar as finanças contemplando as distintas moedas do mundo. No capítulo 6, trata, portanto, do Sistema Monetário Internacional (SMI) e de seu caráter hierárquico. Como o dólar é a moeda global, os Estados Unidos não têm (ou praticamente não têm) restrições externas, o que potencializa seu papel como “compradores de última instância” da economia internacional. Os demais países do globo também têm sua dinâmica financeira associada à moeda que emitem e à posição que essa moeda ocupa no SMI. Apesar de muitas semelhanças com os estudos sobre hierarquia monetária realizados no Instituto de Economia da Unicamp (e.g. Carneiro, 1999;

(4) “*Network finance*” no original.

(5) O termo “finanças indiretas” refere-se essencialmente à captação de recursos por meio de empréstimos bancários, enquanto “finanças de mercado” diz respeito à captação de recursos no mercado de capitais.

Prates, 2002; De Conti, 2011), Guttman não concentra suas preocupações nas diferenças entre as moedas centrais e periféricas (ou conversíveis e inconversíveis), mas apresenta subgrupos no interior das moedas periféricas, valendo destacar as “*resource currencies*”, moedas emitidas por países exportadores de recursos naturais (categoria que inclui o real brasileiro).

Em meio às transformações em curso na economia internacional, o autor sugere que o SMI também está em mutação, sobretudo pela incrível trajetória de aumento da importância do yuan chinês. Usando dados de fontes distintas, Guttman sugere que o yuan assume uma forma não convencional de internacionalização, mas que terá condições de rivalizar com o dólar estadunidense em breve. Indica a tendência à conformação de um mundo tri-monetário, com o dólar dividindo sua hegemonia com o euro e o yuan. Segundo o autor, esse SMI tripolar não necessariamente significará uma maior estabilidade, requerendo uma coordenação entre os países emissores com vistas a esse objetivo. Alternativamente, Guttman recupera as ideias pioneiramente propostas por Keynes de uso de uma moeda supranacional para as transações globais. O autor sugere que os Direitos Especiais de Saque (DES) poderiam assumir essa função, mas não por uma mera imposição e sim como uma alternativa para as compensações multilaterais – ou seja, os agentes privados poderiam optar entre usar os DES ou as divisas tradicionais como meio de pagamento internacional. Segundo o autor (p. 225), “*creating a new, more responsible financial system parallel to the existing one may be easier than destroying and transforming the latter*”.

Depois de apresentar de forma clara e detalhada todos problemas econômicos causados pelo *Finance-Led Capitalism*, Guttman termina o livro de forma propositiva. Tendo mostrado que as finanças podem ter um caráter instabilizador e concentrador de renda, o autor insiste que elas podem ter também um caráter socialmente útil. Guttman sugere, inclusive, que as finanças podem ser usadas como um importante vetor nas ações voltadas à sustentabilidade ambiental – por exemplo, por meio de políticas públicas que forneçam crédito subsidiado para energias limpas, em detrimento das matrizes poluentes. Como visto acima, o autor sugere que os momentos de crise estrutural geram mudanças no modo de regulação e que, portanto, o momento atual seria propício para o direcionamento das finanças para os fins supracitados. Em linha com a escola regulacionista, defende que isso não deve ser feito apenas em âmbito nacional, mas sim por meio de uma governança global.

Aí encontra-se provavelmente a parte mais polêmica do livro, já que é difícil vislumbrar a possibilidade de uma plena adequação das finanças aos propósitos supracitados. Em se tratando de finanças capitalistas, elas nunca deixarão de ter o objetivo essencial do próprio capital, qual seja, a sua valorização. Se esse objetivo puder ser articulado com propósitos sociais e ecológicos, esse direcionamento pode circunstancialmente ocorrer, mas, no momento em que aquele objetivo estiver sendo prejudicado pelas demandas sociais e ambientais, ele tenderá a se sobrepor. Isso não significa, é claro, que se deva abdicar de todo esforço para regular e direcionar as finanças. Ao contrário, deve-se sim fazê-lo, a despeito da consciência com relação às dificuldades e aos limites implicados.

A riqueza dos debates apresentados pelo livro permite, portanto, que se avalie a crise atual à luz do passado e com olhos no futuro. O grau de complexidade e de centralidade do tema das finanças exige pesquisas constantes e aqueles engajados nessa tarefa aprenderão muito com a leitura desse livro. Os capítulos que o compõem foram redigidos de forma a possibilitar sua leitura isolada pelos interessados por algum tema específico. Àqueles que tiverem oportunidade, porém, sugiro vivamente a leitura integral do livro, que permite captar aquilo que os estudos de Guttmann apresentam de mais rico: sua visão holística sobre o capitalismo e sobre o funcionamento contemporâneo das finanças internacionais.

Referências bibliográficas

CARNEIRO, R. M. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

DE CONTI, B. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK: E. Elgar, 2005.

GUTTMANN, R. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

GUTTMANN, R. *Cybercash: the coming reign of electronic money*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2003.

GUTTMANN, R. A primer on finance-led capitalism and its crisis. *Revue de la Régulation*, n. 3/4, Dec. 2008. Disponível em: <http://journals.openedition.org/regulation/5843>.

GUTTMANN, R. Asset bubbles, debt deflation, and global imbalances. *International Journal of Political Economy*, v. 38, n. 2, p. 46-69, 2009.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. Consumer debt and financial fragility. *International Review of Applied Economics*, v. 24, n. 3, p. 369-383, 2010.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.