

# A transformação do capital financeiro<sup>1</sup>

---

*Robert Guttman*

## **Introdução**

Este artigo enfoca certos acontecimentos recentes, relacionados à moeda e ao sistema bancário, que dominaram o contexto socioeconômico de nossas vidas sem, no entanto, serem muito bem compreendidos. Tais acontecimentos, quer se manifestem enquanto taxas de juros elevadas, quer como taxas de câmbio imprevisíveis ou condições de mercado voláteis, estão colocando nosso sistema econômico sob grande pressão. A menos que sejam controlados, podem desencadear condições de crise aguda, com os governos tendo dificuldade em combatê-la de modo efetivo.

Uma premissa básica da análise aqui apresentada é a de que as modalidades específicas de regulação monetária são decisivas para moldar o padrão de crescimento das economias capitalistas avançadas. Essa questão foi exposta com clareza nos trabalhos iniciais dos Regulacionistas Franceses (Aglietta, 1976; Lipietz, 1979) sobre a introdução de um novo padrão monetário baseado no papel-moeda gerenciado pelo Estado (*credit-money*), no período entre-guerras, e seu papel crucial no *boom* do pós-guerra. Ao fornecer uma moeda elástica a baixas taxas de juros, as autoridades monetárias dos principais Estados Nacionais facilitaram injeções de gastos financiadas por dívidas, que sustentaram a matriz industrial, os padrões de consumo social e a formação institucional daquilo que os Regulacionistas denominaram *regime fordista de acumulação*.

No entanto, conforme explicaremos na primeira seção, esse padrão monetário favorável ao crescimento veio a desintegrar-se nos anos 70, cedendo lugar a um novo tipo de crise estrutural, tornada conhecida como estagflação. Desde então, temos testemunhado uma transformação na natureza do capital financeiro, cujas principais características representam o tema central de nosso artigo. Na segunda seção, ilustramos como o papel da moeda em nossa economia foi revolucionado por uma proliferação de novas formas de moeda privada, que as autoridades monetárias têm encontrado dificuldade em administrar. Essa desregulação da moeda desencadeou também uma mudança estrutural no sistema de crédito, já que taxas de juros muito mais elevadas passaram a atuar como mecanismos reguladores para atividades de investimento (ver seção 3). Em seguida, a volatilidade dos mercados financeiros impulsionou o crescimento extraordinariamente rápido do que é definido, na quarta seção, como “capital

---

(1) Traduzido do inglês por Maria Clara Paixão de Sousa. Revisão técnica de Fernando Nogueira da Costa.

fictício”, uma forma de capital que obtém renda financeira (por exemplo, juros, ganhos de capital, comissões, taxas) por meio da negociação especulativa de ativos em papel. Quando nos voltamos para os efeitos cumulativos de tais acontecimentos, não podemos evitar a conclusão (na seção 5) de que eles ameaçam a estabilidade de nosso sistema econômico e, portanto, precisam ser redirecionados por políticas coordenadas. Embora minha análise esteja originalmente restrita aos Estados Unidos, acredito que os problemas aqui levantados tenham caráter global e precisem ser enfrentados também por outros países industrializados.

### **1. Moeda-creditícia e estagflação**

Nosso sistema econômico é fundamentalmente centrado na moeda. Nele, todas as atividades que levam ao crescimento requerem agentes dispostos a gastar dinheiro agora para ganhar mais dinheiro mais tarde. Esses investidores podem ser produtores adquirindo recursos (por exemplo, mão-de-obra, fábricas e equipamentos) para produzir mercadorias ou serviços e vendê-los com lucro – um circuito de investimento que pode ser definido como *capital industrial*. Por outro lado, os investidores podem ceder seu excesso de caixa para empréstimo e, nesse processo, adquirir direitos legais sobre uma parcela dos ganhos futuros de outros agentes (isto é, de seus devedores). Esse circuito de investimento, cuja base é crédito e ativos “em papel” redistribuidores de renda, em contraste com produção e ativos “produtivos” criadores de renda, pode ser conceitualizado como do *capital financeiro*. Sejam quais forem suas diferenças em termos de potencial de perturbação, natureza da renda, tempo de rotação e liquidez, os dois tipos de capital envolvem gastar dinheiro agora na expectativa de obter mais dinheiro de volta em alguma data futura – seja na forma de lucro (no caso do capital industrial) ou de juros, dividendos, e ganhos de capital (no caso do capital financeiro).

Essa razão, por si só, bastaria para tornar óbvio o fato de que a moeda tem um papel central nas sociedades capitalistas avançadas, dominando nossa economia enquanto representação única da renda e forma quintessencial de capital. Também devíamos ter clareza de que a moeda não é algo que cai do céu (como o “maná do paraíso”, como o conhecido economista conservador, agraciado com o Prêmio Nobel, Milton Friedman, nos quer fazer acreditar), mas sim uma instituição social complexa sujeita à mudança histórica. E o curso de sua evolução, particularmente naqueles momentos em que sua própria forma e sua regulação institucional mudam, tem também um papel importante em moldar o padrão de crescimento de nossa economia.

Como a moeda possui uma dualidade de qualidades inerentemente contraditória, a maneira precisa como se encaixa em nossa economia nunca é assunto simples. Por um lado, a moeda é obviamente um bem público, cuja circulação sem atropelos e valor estável fornece benefícios sociais consideráveis, dos quais ninguém deveria estar excluído. Por outro lado, sempre comportou aspectos de uma mercadoria privada. Por exemplo, a maioria dos símbolos representativos de moeda hoje (por exemplo, depósitos à vista) é emitida por bancos comerciais em atos de empréstimo, estando, portanto, sujeita à sua busca de lucro. Os banqueiros encontram-se diante de uma escolha entre a rentabilidade e a segurança, a que tendem a reagir de forma decididamente pró-cíclica. Otimismo excessivo durante períodos de expansão, tipicamente leva ao superaquecimento, que por sua vez é seguido inevitavelmente de cortes de crédito, em uma atmosfera de pânico, e de um extenso período de cautela.

A natureza contraditória da moeda torna necessária sua administração cuidadosa, um aspecto defendido de forma muito convincente por Polanyi (1944). Durante o padrão-ouro, cujas diferentes variantes dominaram nosso sistema econômico durante séculos, a relação de conversibilidade entre várias representações usadas como moeda (por exemplo, moedas cunhadas, notas, depósitos à vista) e as reservas mundiais de ouro impôs a disciplina monetária automática sobre os agentes econômicos – até sobre nações inteiras. Em certos momentos, essa força disciplinadora fez-se sentir de maneira violenta por meio de imensas crises bancárias e ajustes deflacionários, mas de todo modo manteve a economia mundial relativamente equilibrada ao longo do século XIX. Quando o longo reinado da moeda-mercadoria finalmente terminou, com o colapso do padrão-ouro em 1931, nossos líderes políticos – a começar por Roosevelt e suas reformas monetárias e bancárias do *New Deal* – introduziram um padrão monetário muito mais flexível, baseado na moeda-creditícia, que logo se tornou um dos pilares do emergente regime fordista de acumulação.<sup>2</sup>

O objetivo principal de tais reformas era libertar a moeda da “limitação metálica” do ouro. Agora, a emissão de representações monetárias – seja *moeda* emitida pelo governo (moedas, notas) seja *moeda bancária privada* sob forma de depósitos submetidos à ordem de transferência emitida por cheques – estava condicionada à expansão de crédito, no sistema bancário. Os bancos comerciais, em uma prática conhecida como manutenção de reserva bancária fracionária, atraíam depósitos, colocavam de lado uma fração desses para cobrir retiradas (*reservas comprometidas*), e colocavam à disposição de empréstimos o restante desses fundos (*reservas excedentes*). Tais atos de empréstimos criavam moeda nova, ao fornecer aos prestamistas depósitos transferíveis, para gastar. Além disso, o banco central fornecia moedas-metálicas e papel-moeda aos bancos

---

(2) A legislação da reforma monetária de Roosevelt incluía os seguintes decretos: *Emergency Banking Act* de 1933; *Glass-Steagal Banking Act* de 1933; *Securities Act* de 1933; *Gold Reserve Act* de 1934; *Securities Exchange Act* de 1934 e *Banking Act* de 1935.

comerciais em troca de suas reservas, para dar conta da demanda pública por dinheiro. Esse condicionamento da criação de moeda à expansão do crédito significou a transformação da própria moeda em uma forma de capital financeiro – mais especificamente capital de empréstimo portador de juros – pelos bancos comerciais. Essa transformação da moeda, de uma base mercantil em uma relação de crédito, assegurou- nos uma oferta monetária *elástica* que pudesse reagir às necessidades de liquidez e de financiamento em vigor em qualquer dado momento da economia.

A estrutura reguladora de Roosevelt, relacionada à moeda e ao sistema bancário, que analisei mais detalhadamente como o “regime de moeda-creditícia do pós-guerra” (Guttman, 1994), englobava um equilíbrio cuidadosamente arquitetado entre os aspectos de bem público e de mercadoria privada da moeda. A regulação automática da moeda por uma mercadoria específica, imposta pelo mercado, deu lugar à regulação discricionária, comandada pelo Estado. Os Bancos Centrais, tais como o *Federal Reserve (Fed)* nos Estados Unidos, podiam influir sobre a oferta monetária diretamente, ao alterar o volume de moeda em circulação ou, indiretamente, regulando as atividades geradoras de moeda dos bancos comerciais. O novo padrão monetário, embora tenha elevado a moeda bancária privada a uma posição central, também ofereceu um contraponto à natureza inerentemente instável da geração de moeda impulsionada pelo lucro, por parte dos bancos comerciais, ao instituir um conjunto complexo de regulamentações que os separava de todos os outros intermediadores financeiros e, em contraste com outros países industrializados (por exemplo, França, Alemanha, Japão), os manteve de modo geral de fora dos mercados de títulos nacionais. Instrumentos de *política monetária*, tais como operações de mercado aberto (isto é, negociações com títulos de dívida pública) e a regulação de preços dos depósitos bancários e empréstimos na forma de limites de taxa máxima permitiram que o *Fed* mantivesse as taxas de juros de modo geral baixas, ao mesmo tempo em que asseguravam aos bancos uma margem de lucro (*spread*) entre depósitos e empréstimos. Quando os bancos se encontravam diante da insolvência, o governo ativava vários mecanismos *de prestamista em última instância* (por exemplo, seguros de depósito, fundos de emergência para empréstimos de liquidez do *Fed*) e, desta forma, prevenia que a incidência de instabilidade financeira se disseminasse a ponto de perturbar gravemente a atividade econômica.

A administração pela qual as autoridades monetárias estatais acomodavam a moeda-creditícia significou, para nós, um sistema bancário capaz de financiar de modo contínuo o gasto excedente dos tomadores de crédito e de garantir os empréstimos com injeções automáticas de liquidez. Essa monetização de novas dívidas forneceu apoio institucional aos pilares do inédito *boom* do pós-guerra (nas décadas de 50 e 60) – déficits orçamentários crônicos devidos ao “Estado de Bem Estar Social”, à difusão das tecnologias de produção Fordistas e aos padrões

sociais de consumo de massa centrados enormemente em bens de consumo duráveis, tais como carros e casa própria. Através de vários mecanismos reguladores, inclusive controles de crédito seletivos e subsídios estatais para circuitos de crédito de finalidade social (por exemplo, hipotecas, empréstimos dirigidos a estudantes), o empréstimo bancário foi direcionado produtivamente, para prover fundos para a expansão da capacidade produtiva industrial ou para impulsionar a capacidade de consumo.

Mas esse conjunto propício de equilíbrios administrados pelo Estado começou a erodir no final dos anos 60, quando a lucratividade das indústrias americanas entrou, repentinamente, em rápido declínio e a diminuição do crescimento da produtividade desencadeou a estagnação prolongada dos salários nos Estados Unidos. Embora a *crise estrutural* que se seguiu tivesse raízes na deterioração das condições de acumulação da indústria (ver Bowles; Gordon & Weisskopf, 1983; Basie; Mazier & Vidal, 1993), seu aprofundamento gradual se desenrolou em meio a momentos recorrentes de intensa instabilidade financeira.<sup>3</sup> Havia, essencialmente, dois canais de desestabilização cumulativa.

- Lucros e salários estagnados levaram tanto produtores quanto consumidores a procurar compensar a perda de renda através de empréstimos. Os próprios bancos norte-americanos haviam erigido os alicerces para essa aceleração de financiamento de dívidas quando introduziram, no início dos anos 60, vários instrumentos de mercado monetário a curto prazo (por exemplo, papéis comerciais, acordos de recompra, certificados de depósitos negociáveis, Eurodólares), com o objetivo de expandir sua capacidade de empréstimo para além de sua base de depósitos, regulada pelo governo.<sup>4</sup> Mas o fato de produtores e consumidores passarem a contar cada vez mais com o refinanciamento de dívidas, em uma época de queda na renda, fatalmente levaria à debilitação dos balancetes dos bancos e a problemas com o serviço das dívidas.

- Nos anos 70, enfrentamos uma aceleração gradual da inflação e um aumento lento do desemprego. A principal razão para essa forma de estagflação, com crise mais gradual e moderada, pode bem ter sido o crescimento da atuação do governo na economia, particularmente seus déficits orçamentários e seu papel de prestamista em última instância (ver Minsky, 1982). Ambos estão, naturalmente, ligados diretamente à moeda-creditícia. De maneira mais geral, como observou De Brunhoff (1976), a criação contínua de moeda por atos de empréstimo bancário *socializou* as perdas e os riscos privados, ao transferi-los a todos os usuários da moeda nacional. Esse “amortecedor” monetário suavizou os ajustes deflacionários

---

(3) Crises estruturais, ao contrário de recessões surgidas no curso normal dos ciclos de negócios, envolvem o desarranjo de equilíbrios socioeconômicos essenciais, a erosão de instituições, a reorganização das relações sociais e, finalmente, a transformação do aparato produtivo. As teorias heterodoxas de crise estrutural incluem as teorias de onda longa de Kondratieff (1926) ou Schumpeter (1954) e, mais recentemente, os trabalhos da teoria da regulação francesa (Aglietta, 1976; Boyer, 1986; Boyer & Mistral, 1979; Lipietz, 1979; 1980).

(4) Em 1965, esses assim chamados *passivos emprestados* dos bancos americanos somavam 2% do total de passivos e capital bancários. Em 1978, essa proporção tinha aumentado para 21%.

das dívidas – que de outro modo teriam sido brutais, com a imensa destruição de capital tão característica de depressões anteriores –, mas à custa de uma desvalorização monetária mais gradual (ver Guttmann, 1984). Embora tenha prevenido a depressão, esse processo inflacionário criou tensões nas relações entre o capital financeiro e o industrial, que iriam destruir o regime de moeda-creditícia do pós-guerra.

Durante a segunda metade da década de 60 e ao longo de boa parte dos anos 70, ofertas abundantes de crédito a taxas de juros relativamente baixas auxiliaram na manutenção dos níveis de consumo, permitindo, portanto, que as empresas equacionassem mais facilmente os custos unitários crescentes e os aumentos do preço da produção, em defesa das margens de lucro. Os produtores cujas posições de mercado fossem fortes o bastante podiam realizar aumentos acima da média nos preços de seus produtos, obtendo, nesse processo, rendimentos extraordinários. Sem contar os efeitos redistributivos, a inflação levou também a um *processo de acumulação nominal* baseado em lucros contábeis (de papel), obtidos ao se medirem custos com moeda mais cara que a moeda dos rendimentos subseqüentes – isto é, com moeda anterior à dos rendimentos.<sup>5</sup> Essa inflação – baseada no relaxamento da restrição monetária (De Brunhoff, 1979) – sustentou o capital industrial por um bom tempo, ainda que diretamente à custa do capital financeiro. Os mercados de ações e os de título, por exemplo, estiveram em grandes apuros nos anos 70. Afinal, a inflação envolvia dois movimentos de preço opostos: a elevação dos preços da produção na indústria e – como a inflação provocava o aumento nas taxas de juros nominais – a queda dos preços de títulos financeiros.<sup>6</sup> Além disso, a inflação prejudicava as atividades de empréstimo, uma vez que os devedores podiam pagar suas dívidas com dólar desvalorizado e os credores não conseguiam compensar essas perdas com adequadas marchas das taxas de juros, devido às políticas de “dinheiro fácil” dos bancos centrais. As perdas potenciais dos credores eram exacerbadas pela expansão da estagnação, pois as taxas de serviço de dívida dos devedores – cada vez mais endividados – começaram a aumentar de modo significativamente mais rápido que seus rendimentos em baixa. Essas tensões desenvolveram-se em meio à

---

(5) Em 1979, esses lucros contábeis induzidos pela inflação representavam mais da metade (isto é, 52%) do total dos lucros (antes de deduzidos os impostos) do setor industrial americano. Ao mesmo tempo em que escondiam o declínio subjacente nas taxas de lucro, esses ganhos fictícios, em última análise, prejudicavam os produtores ao elevarem artificialmente sua compensação administrativa, seu saldo de dividendos e seu pagamento de impostos.

(6) As taxas de juros e os preços de títulos são inversamente proporcionais por diversos motivos. Quando as taxas de juros sobem, fluxos de caixa futuros são mais fortemente descontados, sendo, dessa forma seu valor presente, que determina o valor de mercado desses ativos, reduzido. Além disso, as taxas de juros elevam os custos de empréstimo, para quem compra ativos com crédito “marginal”, diminuindo assim a demanda por ações, debêntures e outros instrumentos financeiros. Os custos de serviço de dívida elevados estão também deprimindo as previsões de lucro de empresas, ocasionando o declínio da cotação na bolsa de valores de sociedades abertas. Por fim, as ações são prejudicadas de maneira desproporcional por taxas de juros em elevação que tornam os debêntures comparativamente mais atraentes.

intensificação de restrições ao crédito intercaladas por picos cíclicos (1966, 1969, 1974, 1979/80), que foram desencadeadas por cortes súbitos nos empréstimos bancários sempre que as taxas máximas sobre depósitos bancários e empréstimos não fossem ajustadas condizentemente com a aceleração da inflação.<sup>7</sup>

O enfraquecimento do capital financeiro entre 1966 e 1982, induzido pela inflação, minou a estrutura reguladora da moeda e do sistema bancário, que fora estabelecida no governo Roosevelt. Primeiro, veio o colapso do Sistema Bretton Woods, a extensão internacional do regime de moeda-credíticia do pós-guerra, quando seu desequilíbrio estrutural latente – causado por um dólar efetivamente inconversível e supervalorizado – desencadeou intensas ondas de ataque especulativo à moeda americana, após 1968. Estas forçaram o governo Nixon a suspender a garantia de conversibilidade automática dólar-ouro, em agosto de 1971, e a abandonar as taxas de câmbio fixas, em março de 1973. Então, o *Federal Reserve*, sob o ataque de uma rápida depreciação do dólar, decidiu, em outubro de 1979, encerrar sua ênfase de longa data em taxas de juros baixas, em favor da diminuição do crescimento da oferta monetária.<sup>8</sup> Sua mudança de uma política keynesiana de juros baixos para um foco monetarista em agregados monetários foi reforçada pela eliminação das taxas de teto para depósitos e empréstimos bancários, seis meses depois. Essa medida, que veio completar a desregulação das taxas de juros, foi provocada pela emergência de fundos no mercado monetário cujos rendimentos não-regulados e depósitos altamente líquidos tinham exacerbado em muito a desintermediação de fundos nos depósitos bancários regulados e de baixo rendimento.

Esses movimentos em direção à regulação das taxas de câmbio e taxas de juros pelo mercado expulsaram a inflação da economia, no início dos anos 80. Destituído de seus lucros contábeis gerados pela inflação, o capital industrial precisou acelerar seu processo de reestruturação desde então. Ao mesmo tempo, a desregulação desses dois preços estratégicos da moeda gerou maior instabilidade financeira, com sérias repercussões no padrão de crescimento dos Estados Unidos e de outros países industrializados. Em 1970, quando os bancos centrais foram obrigados, pelo aprofundamento da crise estagflacionária, a abandonar a regulação estatal (isto é, não pelo mercado) dos preços da moeda, eles perderam suas melhores ferramentas para administrar os aspectos contraditórios de bem público e mercadoria privada da moeda, de forma a promover o crescimento.

---

(7) Uma excelente discussão acerca dessas restrições ao crédito recorrentes na economia americana, entre 1966 e 1982, pode ser encontrada em Wolfson (1993).

(8) Pretensamente, o *Federal Reserve* teria abandonado sua política keynesiana de juros baixos para salvar o *status* de moeda mundial do dólar, que vinha sendo ameaçado devido à sua desvalorização, com uma série de iniciativas (tais como o plano da OPEP de receber seus pagamentos em uma cesta de moedas, uma proposta do FMI de estabelecer uma Conta substitutiva para retirar de circulação dólares excedentes em troca de Direitos Especiais de Saque e a criação do Sistema Monetário Europeu). Naquele momento, o *Fed* deu-se conta também de que suas tentativas de manter as taxas de juros artificialmente baixas incentivavam o crescimento excessivo de agregados monetários e de crédito, os quais, por sua vez, alimentavam a inflação doméstica.

Temos assistido, desde então, a mudanças dramáticas na interação entre a moeda, o crédito e a atividade econômica, em prejuízo dos níveis de emprego e do crescimento. Todas as principais forças por trás desse processo – desregulação da moeda, taxas de juros altas como novo mecanismo regulador e securitização do crédito – merecem exame mais cuidadoso.

## **2. Desregulação da moeda-creditícia**

Nos dias de hoje, enfrentamos uma notável proliferação de novas formas de moeda bancária privada, que tem impedido os bancos centrais de assegurar o equilíbrio apropriado entre os aspectos contraditórios da moeda – de bem público e de mercadoria privada. Tal tendência teve início já nos anos 60, quando os bancos, como mencionado na seção anterior (ver nota 4), começaram a usar passivos emprestados para fundar a criação de moeda e a extensão de crédito que excedessem sua base de depósitos regulada pelo governo. Desde então, temos assistido a outros acontecimentos importantes a esse respeito.

- Durante os anos 60, um número crescente de bancos em operação fora dos Estados Unidos começou a oferecer depósitos e empréstimos denominados em dólar, o que facilitou a absorção e a reciclagem da emergente abundância global do dólar. Essa inovação, o assim chamado *mercado de Eurodólar*, introduziu uma forma de moeda bancária verdadeiramente apátrida e privada, cuja emissão e circulação em meio a uma rede bancária globalmente integrada escapou ao espaço controlado pelos bancos centrais. Na ausência de custos de regulação, os depósitos e empréstimos em Eurodólar representavam uma opção mais atrativa que seus correlatos domésticos. Diversificando-se em outras moedas no final dos anos 60, o Euromercado tornou-se um condutor perfeito da especulação financeira, o que viria a ajudar na derrocada de Bretton Woods. Além disso, outras restrições reguladoras – tais como controles de capital ou os tetos de taxas máximas para depósitos em bancos domésticos, estipulados pelo *Fed* – podiam agora ser evitadas por meio da reorientação de transações bancárias através do Euromercado, que não era regulado.

- A remoção, no início dos anos 60, do controle de preços e limitações de produtos que pesavam sobre os bancos americanos deu origem a toda uma nova geração de depósitos monetários portadores de juros e de depósitos de “quase-moeda”. Na medida em que essas novas formas de moeda bancária privada (por exemplo, contas remuneradas) combinam motivos transacionais e de investimento, elas possuem elasticidades de juros altamente variáveis, que causam impacto imprevisível em seu multiplicador e também na sua velocidade. Tal instabilidade dificultou o estabelecimento, pelo banco central, de metas adequadas para os agregados monetários (ver Guttman, 1989).

• Além disso, o controle monopolista do banco central sobre o sistema de pagamentos – que quando assegurado, era essencial para a administração da moeda –, tem sido desafiado, nos últimos anos, pela rápida difusão dos sistemas de pagamentos operados de forma privada. Beneficiados por uma revolução tecnológica na informática e nas telecomunicações, consórcios de bancos introduziram câmaras de compensação automatizadas e transferência eletrônica de fundos para oferecer a seus clientes uma crescente variedade de serviços de administração de caixa. O mais importante desses é a gigantesca Câmara de Compensação do Sistema de Pagamentos Interbancário (*Clearinghouse Interbank Payments System* – CHIPS) para o Euromercado e outras transações internacionais.

A proliferação de representações de moeda e sistemas de pagamentos relativamente livres de regulação reforçou a dimensão de mercadoria privada da moeda. Hoje, além de a criação de moeda depender muito mais dos objetivos de lucratividade dos bancos e de seus clientes que do controle dos bancos centrais, a própria moeda tornou-se alvo do desenvolvimento de produto e do progresso tecnológico. Aqui, o surgimento do *dinheiro eletrônico* é particularmente importante. Suas manifestações atuais, tais como caixas eletrônicos, cartões inteligentes (*smart cards*), software para transações bancárias pessoais, ou até o sistema de “cheque eletrônico” atualmente em desenvolvimento para E-mail, ainda estão todos de uma forma ou de outra conectados ao mecanismo de compensação de cheques operado pelo banco central. Ainda não representam uma ameaça à capacidade de gerenciamento monetário dos Estados Nacionais. Mas essa situação está prestes a mudar, com o aparecimento iminente dos primeiros mecanismos para saldar dívidas e transferir fundos através da Internet (Business Week, 1995).

A introdução do *cybercash*, com certeza um novo estágio na evolução do dinheiro eletrônico, tornou-se possível em boa parte graças aos recentes avanços no software criptográfico, que garante o sigilo e a segurança de transferências monetárias pelos caminhos da Internet.<sup>9</sup> Na ausência de controle público efetivo sobre essa tecnologia, transações em *cybercash* codificadas levantarão problemas delicados para os esforços do governo em combater a evasão de impostos, o crime organizado e a fraude. O sistema de pagamentos tornar-se-á mais privatizado do que é hoje, limitando a capacidade dos bancos centrais de administrar a criação e a circulação de moeda. Esse problema será particularmente grave se (ou, mais provavelmente, quando) as transações em *cybercash* puderem ser conduzidas sem envolver transferências de fundos entre bancos, que são controladas pelo banco central. Nesse momento, a transformação da moeda em lançamentos de

---

(9) Revelações recentes, tais como o esforço bem sucedido de um jovem russo para entrar no sistema de computadores do *Citybank* com o propósito de desviar fundos desse banco para uma conta *off-shore* e a violação de segurança em transações com cartões de crédito na Internet devida a falhas de software da *Netspace*, demonstram que a criptografia ainda enfrenta seus problemas.

computador, substituindo sua forma anterior de símbolos em papel regulados, terá dado finalmente um salto qualitativo.

A expectativa do *cybercash* levanta a intrigante questão de como tal regime de dinheiro eletrônico global será regulado. Um alto grau de privatização e a regulação de mercado tornariam nossas economias menos estáveis. Já vimos o quanto mesmo a regulação limitada da moeda e do sistema bancário agravou a instabilidade. O fim dos controles de preço obrigou os bancos americanos a concorrer de modo muito mais ativo por fundos, e a elevar as taxas sobre depósitos. Como suas outras fontes de fundos se tornaram mais caras, os bancos tentaram, então, manter suas margens de lucro através do investimento desses fundos em ativos mais rentáveis, mas conseqüentemente mais arriscados. O resultado, como demonstram as grandes perdas de “dívidas podres” nos empréstimos para proprietários de bens imóveis – fazendeiros, países em desenvolvimento, recompras alavancadas (*leveraged buyouts*), “bônus para pôr no lixo” (*junk bonds*) e corretores de *securities* de governo –, foi que muitos bancos se encontravam em sérios apuros durante os anos 80. A intensificação do *risco sistêmico* concernente ao setor bancário (ver Aglieta, 1991) estendeu, necessariamente, o papel de prestamista de última instância por parte do governo dos Estados Unidos, para lidar com o número crescente e o tamanho cada vez maior dos bancos falimentares.<sup>10</sup>

Assim, na medida em que a desregulação da moeda-creditícia agrava a instabilidade no sistema bancário, os governos são obrigados a assegurar a qualidade de bem público da moeda, através do auxílio a bancos em crise. Infelizmente, tais extensões de prestamista de última instância tendem a reforçar a instabilidade. Uma vez que os banqueiros tenham entendido que podem contar com auxílio automático por parte do governo em caso de falência, podem sentir-se tentados a seguir estratégias ainda mais arriscadas. Se estas funcionarem, eles obtêm retornos mais altos; se não, as perdas podem ser transferidas para outros. Por si só, esse problema de risco moral (*moral hazard*) demonstra os potenciais custos sociais envolvidos em desregular bancos e então ter de socorrê-los quando eles ultrapassam seus limites. Faz mais sentido manter o sistema bancário estável, já de saída, com regulação apropriada. Mais cedo ou mais tarde, os governos terão de apresentar, portanto, uma nova estrutura reguladora que dê conta dos desafios colocados pelo dinheiro eletrônico e pelo sistema bancário transnacional.

---

(10) Nos Estados Unidos, essas extensões tomaram a forma de aumento na cobertura dos seguros de depósitos, nas garantias de socorro automáticas e inteiramente cobertas para bancos maiores (a assim chamada doutrina do “grande demais para falir”, adotada em 1984), do uso dos empréstimos de redesconto do *Federal Reserve* como um instrumento de refinanciamento contínuo para bancos com problemas de fluxo de caixa, e do relaxamento das regras de contabilidade e de fusão bancária, para facilitar a aquisição de instituições falidas, por bancos saudáveis. Pudemos observar extensões do governo enquanto prestamista em última instância similares em outros países, em reação a crises bancárias – sendo os casos mais recentes o Japão, a França e o México.

### 3. Taxas de juros enquanto mecanismo regulador

A crescente regulação de mercado de moeda-creditícia impôs pesados custos sociais sobre a economia, que vão além do aumento de risco sistêmico mencionado acima. Sem contar as taxas de serviço dramaticamente elevadas, cobradas pelos bancos até mesmo por transações de rotina, a moeda bancária privada em si tornou-se muito mais cara com o aumento substancial das taxas de depósitos e de empréstimos, desde sua desregulação, em 1980. Ao se voltarem, de maneira agressiva, para empréstimos de taxas variáveis, os bancos dos Estados Unidos foram capazes de transferir boa parte de seu risco de preço para seus devedores. Em razão da dependência de produtores e consumidores em relação ao crédito, essa transferência de riscos aumenta a probabilidade de recessões por motivos financeiros do tipo que já experimentamos, no início dos anos 60. Ainda mais custosa, no entanto, foi a mudança pós-desregulação na direção de taxas de juros “reais” (isto é, ajustadas à inflação) mais altas (ver Tabela 1). Não há dúvida de que esse fenômeno global tenha sido alimentado pela contração do conjunto de poupanças e pela extraordinária demanda de crédito. Mas sua causa primordial foi a desregulação das taxas de juros em 1979/80, que alterou o equilíbrio de poderes nas relações de crédito em favor dos credores. Prevenidos pela inflação dos anos 70 e pelas perdas com dívidas podres nos anos 80, os bancos – bem como os portadores de títulos – passaram a cobrar prêmios de risco e de inflação muito mais elevados, por seus fundos.

Tabela 1  
O salto pós-desregulação das taxas de juros “reais” nos EUA.  
(%)

	Notas do Tesouro (3 meses)	Bônus corporados (AAA)	Financiamento de casa própria/Hipotecas
1979	+1,4	-1,6	-0,5
1980	2,0	-1,5	-0,8
1981	4,0	+5,0	+4,4
1982	4,5	9,7	8,9
1983	4,5	10,4	9,4
1984	5,2	10,6	8,1
1985	3,8	10,4	8,0

Nota: Os rendimentos do Tesouro foram deflacionados pelo deflator do PIB; os rendimentos dos/das bônus/obrigações corporados/as foram deflacionados pelo índice de preços do produtor (ano a ano); os rendimentos das hipotecas foram deflacionados pelo índice de preços ao consumidor (ano a ano).

Fonte: Council of Economic Advisors. The economic report of the President. U.S. Government Printing Office. Washington, D.C.

O conceito de taxas de juros “reais” – isto é, a diferença entre taxas de juros nominais (por exemplo, rendimentos de títulos de dívida direta) e taxas de inflação (por exemplo, índice de preço dos produtores) – tem atraído bastante a

atenção dos economistas (ver Davidson, 1986; Carlson, 1993; Darin & Hetzel, 1995). A taxa de juros “real” nos dá idéia do tipo de retorno que os portadores de moeda podem esperar, além da mera compensação pela desvalorização do dinheiro. Entretanto, é também uma medição ambígua. Os economistas calculam-na subtraindo das taxas de juros nominais as taxas de inflação em vigor. O que conta aqui, no entanto, são a inflação futura e outros tipos de fatores de risco antecipados pelos prestamistas, pelos quais gostariam de ser compensados, quando abandonam o controle sobre seu dinheiro. Mesmo sendo as expectativas seguramente influenciadas pelas condições de inflação correntes, elas são tomadas também por outros fatores. A taxa de inflação corrente é, portanto, uma *proxy* inadequada. Faz mais sentido analisar o significado das taxas de juros “reais” como sendo, na realidade, uma expressão das relações sociais entre credores e devedores, refletindo as antecipações de um futuro incerto, formadas coletivamente por um grupo (isto é, os credores), e seu poder de impor suas estimativas sobre um outro grupo (isto é, os devedores).<sup>11</sup> Os níveis elevados das taxas de juros “reais”, desde 1981, podem ser vistos, então, como o resultado da desregulação, que permitiu aos credores a cobrança de prêmios de risco e de inflação significativamente mais elevados que os do período em que sua capacidade de determinar preços ainda era controlada por restrições do governo.

Essa mudança no poder do mercado redistribuiu as frações de renda funcional, diminuindo as participações dos lucros e dos salários para aumentar as dos juros, ao mesmo tempo em que aumentava a distância em termos de rendas pessoais e distribuição de riquezas entre os que possuíam ativos financeiros e os que não os possuíam.<sup>12</sup> Tal polarização tende a repercutir negativamente no crescimento econômico e na estabilidade política, particularmente quando a redistribuição prejudica os detentores de recursos produtivos (isto é, mão-de-obra, fábricas e equipamentos) e beneficia prestamistas de dinheiro que, na melhor das hipóteses, estão ligados apenas indiretamente à criação de valor, no processo produtivo. Podemos ter boas razões para condenar essa reedição dos “rentistas” como uma tendência parasitária do capitalismo que, em contraste com a previsão de Keynes (1936), não pode ser reprimida por muito tempo. Acredito, no entanto, que tal argumento coloca demasiada ênfase na subentendida improdutividade das rendas de juros. Consumidores, produtores e governos dependem mais que nunca de recursos de terceiros para gastos excedentes, sendo o financiamento de dívidas

---

(11) Tanto Marx (1894) quanto Keynes (1936), na minha opinião, os dois teóricos da moeda mais importantes, afirmaram que as taxas de juros – e, conseqüentemente, também a divisão dos ganhos de renda entre juros e lucro – dependem das relações de poder entre os dois lados do sistema de crédito.

(12) A proporção da renda nacional dos Estados Unidos referente a juros subiu gradualmente de 7,4% em 1979 para 10,4% em 1990, à custa de quedas proporcionais na proporção referente a salários (de 61,5% para 61%) e à renda de proprietários (não incluindo proprietários rurais) somada a lucros corporativos (de 17,9% para 15,7%). Os dois anos de referência representam picos de ciclos de negócios. Sobre a dramática polarização da renda pessoal e distribuição de renda nos Estados Unidos na última década e o papel dos ativos financeiros nesse processo, ver Wolff (1995).

ainda essencial para o aumento da criação e da realização do valor (excedente). Portanto, prefiro avaliar as elevadas taxas de juros desde 1980, seguindo a tradição da Teoria da Regulação (ver nota 3), como uma *nova forma de regulação* para um regime de acumulação em transição, comparável às brutais guerras de preços e ondas de fusões na transição do regime de acumulação concorrencial para o monopolista, por volta da virada do século.

- Em primeiro lugar, certas taxas de juros (por exemplo, a taxa básica, os rendimentos de títulos de dívida direta) têm um papel crucial na determinação de taxas mínimas de retorno exigidas para que projetos de investimento corporativos possam ser considerados lucrativos. Taxas de juros altas tendem, portanto, a deprimir o investimento industrial.<sup>13</sup>

- Além disso, taxas de juros tão elevadas têm um impacto exponencial sobre o desconto dos dólares futuros e, portanto, favorecem projetos de investimento de curto prazo. Essa propensão certamente acelerou o uso da informática na indústria. Mas ela é desfavorável a investimentos com períodos de remuneração intrinsecamente longos – tais como pesquisa e desenvolvimento, fábricas novas que incorporem tecnologia de produção avançada, formação de recursos humanos, e exploração de curvas de aprendizado – que podem ser mais importantes para o sucesso da reorganização industrial.

- Como altas taxas de juros elevam os custos de serviço de dívidas, os devedores serão pressionados a poupar custos em outras instâncias. A pressão advinda da rigidez de custos fixos explica, em boa parte, a reengenharia (*downsizing*) e a compressão dos salários e dos benefícios empregatícios, em muitas indústrias norte-americanas, ao longo da década passada.

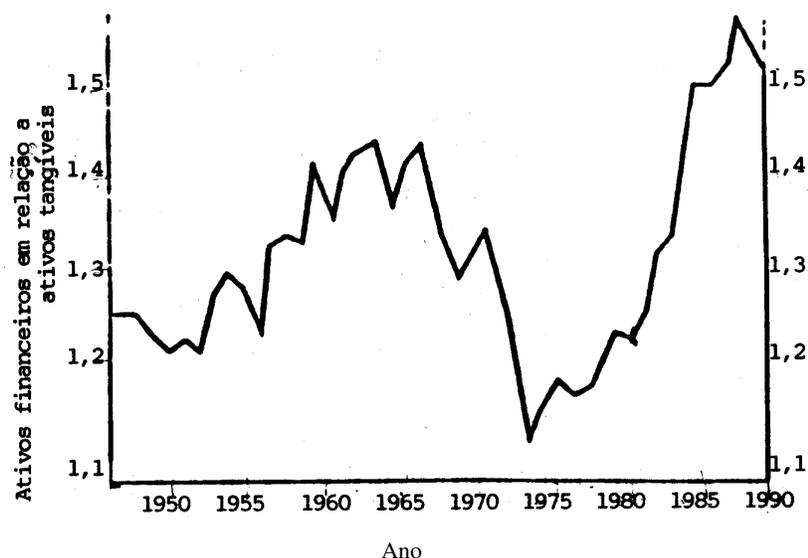
- O dinheiro caro encoraja seu cuidadoso entesouramento, devido aos custos de oportunidade envolvidos. Com esse objetivo, as corporações norte-americanas encurtaram radicalmente o tempo de rotação de seus estoques e expandiram dramaticamente suas capacidades de administração de caixa. Os gerentes financeiros de empresas industriais tendem agora a reservar um grande volume de dinheiro excedente em caixa na forma de instrumentos líquidos (por exemplo, Eurodólares, fundos de investimentos), para render juros, em vez de reinvestir esses fundos na modernização e expansão da capacidade produtiva.

- Em geral, as taxas de juros elevadas têm motivado as corporações a expandir rapidamente seus ativos financeiros, como fonte alternativa de renda durante período de lucros relativamente estagnados. Essa mudança nas preferências de investimento alterou significativamente o equilíbrio entre ativos financeiros e ativos produtivos (tangíveis) na economia americana (ver Gráfico 1).

---

(13) As altas taxas de juros “reais” dos anos 80 e do início dos anos 90 foram um fenômeno global. Osler (1994) demonstrou que tais taxas elevadas reduziram a atividade de investimento no setor privado em todos os principais países industrializados (o “Grupo dos Sete”). Segundo suas estimativas, as taxas de juros “reais” elevadas reduziram a produção nos países do G-7 (excluídos os Estados Unidos) em 2,5% a 4,5% anualmente, em média, entre 1990 e 1993.

Gráfico 1  
Razão de ativos financeiros e tangíveis nos Estados Unidos



Fonte: Carlson (1991:13).

A transformação de produtores corporativos em “empresários do papel” (gerenciadores de portfólio), embora beneficie empresas individuais em busca de renda (financeira) extra, prejudica a economia como um todo. Não é necessário ser um marxista – apesar de ter sido Marx (1867) quem elaborou melhor este ponto – para entender que a capacidade de crescimento de uma economia depende de sua criação de excedente além das necessidades de consumo correntes que possa ser destinado a investimentos na capacidade produtiva (isto é, capacidade de agregar valor) de máquinas e trabalhadores. Ativos financeiros podem auxiliar nesse processo por sustentarem um maior volume de gastos em investimentos produtivos, mas na melhor das hipóteses, isso se dá de forma indireta, e os ativos absorvem parte do excedente como compensação. Quando as corporações investem em ativos financeiros, estão deduzindo do excedente, enquanto poderiam aumentá-lo se utilizassem esses fundos em investimentos diretamente produtivos. A estagnação do crescimento industrial, que foi o que deu início a essa corrida aos ativos financeiros, acaba sendo agravada nesse processo – um perigoso círculo vicioso que nos deu uma década de desemprego em massa e pobreza crescente.

#### 4. A dominação do capital fictício

Já há um século atrás, Marx (1894) fazia distinção entre dois tipos de capital financeiro, tais sejam *capital de empréstimo* portador de juros e o que denominou *capital fictício*. Esse último consistia, segundo Marx, em títulos negociáveis sobre compromissos de fluxo de caixa futuros (*securities*), cujo valor era derivado unicamente da capitalização da renda antecipada, sem nenhuma contrapartida em capital produtivo. Marx identificava, como fontes-chave de capital fictício, ações ordinárias negociadas na bolsa de valores, títulos públicos e a própria moeda-creditícia. Todos os três se tornaram muito mais importantes hoje do que eram nos tempos de Marx. Desde então, a maioria das grandes empresas transformaram-se em corporações controladas por acionistas, e a bolsa de valores tornou-se um mecanismo fundamental para a expansão empresarial e a reestruturação industrial. O mercado de títulos públicos, cuja dramática expansão foi fruto de meio século de aumento nos déficits orçamentários, na maioria dos países industrializados, oferece hoje aos investidores um instrumento altamente líquido e relativamente livre de risco para aplicar o dinheiro excessivo em caixa. Enquanto a referência de Marx à moeda-creditícia como capital fictício se aplicava apenas às representações de moeda não cobertas por reservas em ouro, hoje operamos, exclusivamente, com tal forma de moeda.<sup>14</sup>

À primeira vista, pode parecer estranho pensar na moeda como capital fictício, mas um exame mais cuidadoso desse argumento revela que Marx tinha razão. A moeda é, obviamente, uma forma de capital. Na realidade, podemos caracterizá-la como a expressão quintessencial do capital em movimento, já que todos os investimentos tomam a forma de gastar dinheiro agora para fazer mais dinheiro depois. Além disso, a moeda-creditícia, com certeza, representa capital financeiro. Como vimos, sua criação depende de os bancos emprestarem suas reservas excessivas. Mas não seria a moeda, precisamente por essa razão, uma forma de capital de empréstimo portador de juros, e não de capital fictício? A resposta correta é que a moeda-creditícia, particularmente a moeda bancária privada, engloba características dos dois tipos de capital financeiro. Ele passa a existir através de um empréstimo bancário por meio do qual meros símbolos (como um talão de cheques em branco) são transferidos de sua posição de emissão externa ao mercado para os prestatários, em cujas mãos se tornam moeda. Mas tal processo, em que os bancos comerciais tomam depósitos e realizam empréstimos, envolve também aspectos de capital fictício por criar nova moeda, a partir dos depósitos já existentes em circulação no sistema bancário. Um dólar depositado cria outro dólar, que é emprestado. Portanto, em um regime de moeda-creditícia muito de nosso capital monetário acaba por ser criado no sistema bancário *ex-*

---

(14) Hayek (1939), um economista situado no outro extremo do espectro político, também considerava a moeda-creditícia como sendo capital fictício. Ainda sobre este tema, ver De Brunhoff (1990).

*nihilo*, como adiantamento sobre renda futura, em vez de representar renda já obtida, resultante da acumulação bem-sucedida de capital produtivo. A dimensão de capital fictício da moeda-creditícia é fortalecida pelo fato de sua criação estar, freqüentemente, condicionada à aquisição de títulos da dívida pública pelo banco central, que proporciona aos bancos comerciais um excedente de reservas disponível para empréstimos, que afinal constitui a matéria-prima da moeda bancária privada.

Temos dirigido nossa análise de forma bastante extensiva às modalidades da moeda-creditícia precisamente porque essa forma de moeda engloba capital de empréstimo e capital fictício. O equilíbrio eficaz entre as duas formas de capital financeiro depende fundamentalmente do gerenciamento da moeda. Nas décadas de 50 e 60, período de rápido crescimento, o aspecto de capital de empréstimo da moeda-creditícia preponderou nos Estados Unidos em boa parte devido à separação regulatória entre bancos comerciais e mercados de capital.<sup>15</sup> Nos inflacionários anos 70, os empréstimos bancários proliferaram, para manter os níveis de consumo diante das rendas estagnadas e para alimentar os já mencionados ganhos de acumulação nominal do capital industrial, enquanto os mercados de ações e de títulos se enfraqueciam, devido ao impacto negativo do aumento das taxas de juros nominais sobre os preços dos títulos (ver seção 1). Mas, uma década de estagflação deixou os prestamistas precavidos quanto a empréstimos de longo prazo, por sua natureza líquida e riscos consideráveis (de preço e de falta de pagamento). Nesse cenário, os títulos tornaram-se uma alternativa bem mais atraente, pois podiam ser descartados a qualquer momento e, além disso, dependiam muito menos das vicissitudes do capital industrial. Com razão da tremenda subvalorização dos títulos e ações no final da crise da estagflação, digamos em 1981/82, esses títulos tinham também um significativo potencial de apreciação, em função da queda gradual das taxas de juros nominais ao longo dos desinflacionários anos 80. Em semelhante contexto, não foi surpresa observar os mercados financeiros explodirem depois de 1982, em uma expansão anunciada pela aceleração da reestruturação industrial por meio de fusões, aquisições e ofertas agressivas de compras no mercado de ações.

Assim como os prestamistas passaram a preferir os títulos aos empréstimos enquanto ativos, também um número crescente de empresas percebeu ser preferível lidar com mercados impessoais que com agentes de empréstimos intrusos. Inovações recentes, tais como *junk bonds*, *bloc trading*, e *private placements*, expandiram dramaticamente o acesso de corporações aos mercados de capital como fonte de fundos. Os títulos beneficiaram-se também da

---

(15) Em outros países industrializados (por exemplo, na França, na Alemanha ou no Japão), essa separação não existia, ou era muito menos marcada. Nesses países, os bancos podiam envolver-se na corretagem, negociação ou subscrição de títulos. Em muitos casos, permitia-se até mesmo que fossem simultaneamente credores e acionistas de corporações. A relação estreita entre bancos e empreendimentos industriais daí resultante – que Hilferding (1985) caracterizou como capital financeiro – produziu mercados de capitais menores e mais concentrados que nos Estados Unidos.

revolução nas tecnologias de informática e comunicação, que quebrou o monopólio de informação dos bancos ao tornar os dados de corporação e de mercado muito mais acessíveis, e ao melhorar dramaticamente a eficiência dos mercados financeiros em termos de volume e velocidade. Essa mudança na preferência por empréstimos para a preferência por títulos de dívida direta minou a posição dos bancos comerciais no sistema de crédito, ao mesmo tempo em que beneficiou as instituições financeiras seriamente envolvidas nos mercados de capital, em particular fundos mútuos e fundos de pensão (ver Tabela 2).

Tabela 2  
Quotas de mercado de instituições financeiras nos Estados Unidos

	1948	1960	1970	1980	1993
Bancos comerciais	55,9%	38,2	37,9	34,8	25,4
Fundos mútuos	1,3	2,9	3,5	3,6	14,9
Fundos de pensão	3,1	9,7	13,0	17,4	24,4
Corretores e negociadores de títulos	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3

Nota: Quotas de mercado representam a porcentagem do total de ativos de todas as instituições financeiras.

Fonte: Kaufman & Mote (1994:7)

Os bancos comerciais, diante da rápida erosão de seus empréstimos para negócios, decidiram somar-se a essa tendência. Sua reação multifacetada teve um papel fundamental na aceleração da tendência à *securitização* do crédito, por volta da última década. Em primeiro lugar, os bancos estão investindo mais intensamente em títulos. Estão também reeditando uma porcentagem crescente de seus empréstimos em forma de títulos (por exemplo, títulos respaldados por hipotecas), o que possui a dupla vantagem de distribuir riscos para outros e acelerar a rotação de seus fundos disponíveis para empréstimos. Mesmo em países (como os Estados Unidos), onde barreiras regulatórias os impediram de operar nos mercados de capitais como corretores, negociadores e lançadores de títulos, os bancos comerciais encontraram meios indiretos de se beneficiarem do *boom* nos negócios de ativos, através da alavancagem financeira dos investidores e intermediários em operação nesses mercados. Ao mesmo tempo, conseguiram contornar sistematicamente as restrições regulatórias, de modo que hoje, de fato, os bancos comerciais dos Estados Unidos podem operar fundos mútuos e dedicar-se a todo tipo de atividades relacionadas a investimento bancário. Tais atividades geram remunerações, que tendem a ser muito mais estáveis que o rendimento decorrente de juros, bem como os altamente voláteis, porém lucrativos, ganhos de

comercialização. Como indicado na Tabela 3, ambas as fontes de renda têm sido de crescente importância para bancos comerciais em toda parte.<sup>16</sup>

O crescente envolvimento de bancos comerciais nos mercados de capitais tem sido um fator crucial na dominação emergente do capital fictício. Em primeiro lugar, significou que muito do dinheiro novo se destina atualmente a financiar mercados de capitais, por meio de empréstimos bancários rotativos e linhas de crédito para investidores institucionais (por exemplo, fundos mútuos, fundos de pensão), corretores, bancos de investimento subscrevendo novas emissões de títulos e os próprios emissores. Ao fornecerem fundos para diferentes agentes do mercado e eles mesmos comprarem mais títulos, os bancos tornaram vários mercados financeiros mais líquidos e, portanto, mais seguros. Sua oferta de fundos também facilitou o financiamento da aquisição de ativos por meio de empréstimos. Essa *alavancagem* multiplica o ganho potencial das negociações com ativos, ao reduzir a quantidade de capital próprio investido por cada investidor.<sup>17</sup> Finalmente, os bancos comerciais têm sustentado o uso de ativos como garantia para empréstimos para financiar novas aquisições de ativos, prática conhecida como *piramidização*, que permite aos investidores construir fortes posições de negociação com muito pouco capital próprio.

Tabela 3  
A face cambiante do Sistema Bancário Comercial

	1974	1994
Bancos enquanto fontes de fundos para prestatários não-financeiros	35,7%	22,6%
Número fundos mútuos administrados por bancos em relação ao total da indústria	7,0% (1983)	24,2%
Renda não advinda de juros em relação à renda bancária total	21,5%	34,3%

Fonte: Kaufman & Mote (1994).

Um aspecto extremamente importante do envolvimento de bancos comerciais na expansão do capital foi o desenvolvimento de novos instrumentos de *hedge* contra o risco de preço, decorrente das taxas de câmbio voláteis e das taxas de juros desreguladas, nos anos 70. Estamos nos referindo aqui em particular aos *futuros financeiros* (por exemplo, futuros de câmbio, futuros de

(16) Kaufman & Mote (1994) demonstraram a importância crescente da renda advinda de taxas na transformação dos bancos em um fenômeno global, fato ainda mais marcante em outros países (por exemplo, na Suíça ou na Grã-Bretanha).

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

índice de ações) também a outros tipos de derivativos (por exemplo, *swaps*). A beleza desses arranjos financeiros, com valorizações e retornos determinados pelo comportamento de mercados subjacentes (por exemplo, ações, taxas de juros, câmbio), é que eles podem ser projetados especialmente para cada usuário e, portanto, adaptados às diversas contingências de portfólios individuais. Podem ser usados como mecanismos de *hedging* ou como apostas especulativas sobre o comportamento dos preços dos mercados subjacentes aos quais estão ligados, com possibilidade de ganhos em qualquer direção de movimento de preço, desde que corretamente antecipada.

Os bancos comerciais têm estado estreitamente envolvidos na promoção de derivativos. A edição de julho de 1995 da *Economic Policy Review* do *Federal Reserve Bank of New York* relata que até o final de 1994 os sete maiores bancos comerciais dos Estados Unidos tinham acumulado um total de US\$13,7 trilhões em contratos de derivativos, o que correspondia a 76,5% do total dos quinze maiores negociadores informais dos Estados Unidos (dos quais cinco eram bancos de investimento e três eram companhias de seguro). Essa quantia reflete o valor inicial notional de contratos básicos; o comprometimento real aos riscos de crédito por parte dos negociadores, nessas transações, é uma fração diminuta desse valor, provavelmente não mais que US\$200 bilhões, para os sete maiores bancos. Ainda assim, os derivativos tornaram-se uma importante fonte de renda para grandes bancos centrados na moeda, tendo sido responsáveis, em 1994, por 15 a 65% de sua renda de negócios total.

A imensa flexibilidade dos derivativos transformou a especulação de um fenômeno temporário – surgido tipicamente com o aumento da inflação, durante períodos de expansão, e desmoronando ao acabar o ciclo – em uma atividade permanente e supracíclica, que se tornou uma fonte significativa de renda para empresas, instituições financeiras e poupadores individuais. A especulação financeira (o tipo de investimento por trás da recente explosão do capital fictício) envolve a compra e venda de ativos para obter ganhos de capital pela diferença entre os preços de compra e de venda. Essa atividade depende de uma variedade de serviços financeiros, cujos provedores (por exemplo, bancos de investimentos, corretores, fundos mútuos) recebem comissões e remunerações.

O crescimento da especulação financeira foi mais pronunciado nos mercados de câmbio globais, onde a natureza de capital fictício da moeda-creditícia alcançou sua mais alta expressão, mais que em qualquer outra parte. Após a introdução de taxas de câmbio determinadas pelo mercado (flexíveis) em 1973, os preços das moedas se tornaram muito mais instáveis. As empresas e instituições financeiras não demoraram a transformar esse mercado volátil em uma instância para a especulação e o *hedging* em larga escala, realizados por meio de futuros de câmbio ou do mercado global interbancário condicionado à CHIPS. Hoje, as transações com câmbio alcançam US\$1400 bilhões (!) por dia, dos quais,

na melhor das hipóteses apenas 15% se constituem de comércio e fluxos de capital de longo prazo. O restante é o assim chamado *hot money*, situações de curto prazo para proteger portfólios contra riscos de preço ou lucro, derivado de flutuações de taxa de câmbio corretamente antecipadas. O imenso peso dessas atividades levou à abolição mundial dos controles de capital e de câmbio, e essa liberalização de fluxos de capital transnacionais, por sua vez, deu muito mais força para o *hot money* moldar a economia mundial. Sempre que as expectativas se tornem amplamente compartilhadas – o que é muito provável, tendo em vista os persistentes desequilíbrios de balanço de pagamentos e em vista da natureza socialmente contagiante do intercâmbio de opiniões e sinais, nesse mercado sempre em movimento –, a ação conjunta dos especuladores pode facilmente sobrepujar a capacidade dos bancos centrais de defender suas moedas sob ataque, forçando mudanças dramáticas na política econômica dos governos sitiados. O aspecto de mercadoria privada da moeda encontra aqui sua expressão mais violenta (ver Aglietta & Orlean, 1982), já que os bancos e empresas negociam as moedas correntes como mercadorias e nesse processo fazem apostas de curto prazo sobre a performance e as políticas dos Estados Nacionais.<sup>18</sup>

A atração irresistível pela especulação com divisas e outros condutores de capital fictício reside em sua capacidade de prosperarem relativamente isolados do resto da economia. O capital de empréstimo depende diretamente dos ganhos de renda de empresas e outros tomadores, sendo sua renda em juros uma parte desses ganhos. Já o capital fictício, apesar de alimentar-se de transferências provenientes da esfera “real” de produção, não se apóia sobre o capital produtivo da indústria. Por não poder ser cristalizado ou imobilizado em meio ao aparato produtivo do capital industrial da mesma forma que os empréstimos, o capital fictício circula com muito mais liberdade e tem muitas vidas nesse processo, como observou Marx. Sua disseminação é a principal razão pela qual aumentou a proporção de transações financeiras em relação ao produto interno bruto de 15:1, em 1970, para 30:1, em 1980, e 78:1, em 1990. Essa tendência acelerou-se nos últimos anos com o aumento dramático do potencial multiplicador do capital fictício graças à introdução de derivativos. A renda resultante de capital fictício, sejam ganhos de capital por parte de investidores ou as comissões e remunerações cobradas por intermediários financeiros em operação nos mercados de câmbio ou de ativos, encontra-se, conseqüentemente, menos exposta às vicissitudes do capital industrial. Hoje, os especuladores podem obter ganhos até mesmo de ativos ou moedas cujos preços estejam em declínio, desde que tenham antecipado tal queda e usado estratégias apropriadas (por exemplo, *short selling*).

---

(18) Uma excelente discussão sobre como os mercados de câmbio operam hoje sob o domínio do *hot money*, contrastando com o que as teorias padrão diziam sobre taxas de câmbio flexíveis, pode ser encontrada em Plihon (1991).

Entretanto, seria um erro pensar que o capital fictício é completamente imune ao que se passa com o resto da economia. Sua autonomia é apenas relativa. Os repetidos saltos de juros do *Federal Reserve*, ao longo de 1994, por exemplo, desencadearam perdas significativas para os fundos *hedge* e outros que estivessem usando derivativos para apostar em taxas de juros continuamente baixas. E se as cotações da bolsa começam a baixar, antecipando uma recessão, os preços de ações podem facilmente ser levados a cair ainda mais por negociações de futuros de índices de valores, programadas por computadores. Aqui se encontra o que é provavelmente o maior perigo colocado pelo capital fictício. Uma vez que seus agentes se deparam com más notícias, sua reação tende a ser exagerada e cria-se um efeito dominó. Sua corrida coletiva pela segurança pode levar o capital fictício a ser destruído, através da deflação colossal de ativos, com a mesma facilidade com que foi criado. Quando nos defrontamos com tal desvalorização do capital fictício, devemos estar atentos a como as perdas geradas nesse processo afetam o capital de empréstimo e o capital industrial.

Em virtude da complexidade das transações com ativos e crédito que caracterizam o capital fictício hoje, os efeitos de transbordamento e contágio de quaisquer perdas sofridas em algum ponto dessa estrutura emaranhada são agora potencialmente muito maiores. Para ilustrar esse ponto, basta lembrarmos a quebra global da bolsa, em outubro de 1987, ou as repercussões mundiais da recente queda do peso mexicano (fuga de capitais de outros mercados “emergentes”, aceleração do declínio do dólar).<sup>19</sup> Até agora, essas crises têm sido administradas satisfatoriamente, com os bancos centrais injetando liquidez extra nos mercados financeiros contratantes antes que a ruptura dos circuitos se tornasse incontrolável. Tais intervenções, para controlar a crise, socializam as perdas, ao ampliar o escopo social de seus efeitos ou postergá-los.

## 5. A caminho de um novo regime monetário

A abordagem teórica aqui adotada atribui à moeda e às modalidades de sua inserção um papel central na análise dos padrões de distribuição e crescimento das economias capitalistas avançadas. A integração da moeda na economia deve ser administrada com propriedade, devido a suas qualidades contraditórias de bem público e mercadoria privada. Na medida em que essa administração contemple de forma efetiva essa contradição, existem chances de manter-se um sistema bancário estável e mobilizar-se capital financeiro de maneira a promover o crescimento. O problema que enfrentamos hoje é que o regime pós-guerra de

---

(19) Uma comparação da crise do peso mexicano de 1994/95 – provocada pela súbita liquidação dos títulos da dívida do governo mexicano indexadas em dólar por parte dos fundos mútuos e fundos de pensão dos Estados Unidos – com a crise mexicana anterior, muito mais gradual, envolvendo a reestruturação dos Euroempréstimos entre 1982 e 1989, pode ser encontrada em Chesnais (1995).

moeda-creditícia administrado pelo Estado se desintegrou durante a crise da estagflação, nos anos 70, sem que tenha surgido ainda uma alternativa viável para substituí-lo. Quando os governos consentiram na desregulação das taxas de câmbio (em 1973) e de juros (em 1979/80), desatrelaram forças de mercado poderosas e desestabilizadoras. Novas formas de moeda bancária privada proliferaram, minando a eficácia de políticas monetárias e regulamentações bancárias. A intensificação do aspecto de mercadoria privada da moeda deixou o sistema bancário mais instável e tornou necessária uma administração menos eficaz (*ex-post*) de seu aspecto de bem público sob forma de extensão da função de prestamista em última instância. O salto nas taxas de juros desreguladas emergiu globalmente como um novo mecanismo regulador, orientando a alocação de capital e os processos de reestruturação industrial. Por fim, a volatilidade inerente das taxas de juros e de câmbio, determinadas pelo mercado, encorajou um salto qualitativo na evolução do capital fictício centrado na especulação colossal de ativos financeiros, uma tendência alimentada pela securitização do crédito e pela mercantilização da moeda.

Esses acontecimentos reforçaram, indiscutivelmente, o padrão de crescimento lento e o alto desemprego que têm predominado já há mais de uma década na maioria dos países industriais. Na falta de um regime monetário eficaz, as políticas governamentais têm sido em, grande medida, capturadas por instituições financeiras que se encontram hoje em posição de impor, ao conjunto da sociedade, suas preferências por inflação baixa, taxas de juros “reais” altas, déficits orçamentários estruturais reduzidos e desregulação do mercado. Prioridades políticas como estas tendem ainda a ser respaldadas por grupos formadores de opinião potencialmente poderosos, tais como bancos centrais independentes, gerentes financeiros de empreendimentos industriais responsáveis por carteiras volumosas de ativos e moedas, a geração pós-guerra que começa a preocupar-se com um “pé-de-meia” para sua aposentadoria, e poupadores da classe média ascendente que se beneficiam da desregulação financeira ganhando acesso a oportunidades de investimento antes disponíveis apenas aos ricos.<sup>20</sup> Os políticos, que ignoraram as preferências dessa poderosa coalizão, em favor de outros objetivos políticos, foram punidos pela imensa fuga de capitais, até que as agudas crises cambiais os forçaram a mudar de idéia (caso de Mitterand em março de 1983).

---

(20) Esse último grupo tem crescido rapidamente por conta das mudanças estruturais no mercado de mão-de-obra, tendo a proporção de *white collars* (trabalhadores em atividades administrativas e profissionais liberais) em relação ao total da força de trabalho dos Estados Unidos aumentado de 19,7% em 1973 para 27,4% (isto é, 34 milhões) duas décadas depois. Mais de 40 milhões de americanos possuem ações em fundos mútuos hoje, o que representa um número oito vezes maior que em 1977. Quase 40 milhões participam de planos de aposentadoria privados e centrados em investimentos, e vários milhões em planos com opção por ações. Quase 17 milhões de famílias americanas declararam ganhos de capital em 1992, um número três vezes maior que o de 1960. Mais de 40% desses investidores se encaixavam claramente no perfil de classe média, com rendas anuais de US\$30.000 a US\$75.000.

Mas quando os governos se comprometem com políticas monetárias “duras” (*hard money*) baseadas em taxas de juros elevadas e austeridade fiscal, debilitam (insidiosamente) as condições de acumulação do capital industrial. Tais políticas colocam os mercados de produtos e insumos sob grande pressão deflacionária, o que pode obrigar a aceleração da reestruturação industrial, mas apenas à custa de desemprego estrutural elevado e rendas (não-financeiras) estagnadas. Esses efeitos negativos passarão a pesar mais quando os governos começarem a dismantelar a malha de segurança social do pós-guerra, em reação às pressões do mercado financeiro pela diminuição dos déficits orçamentários estruturais. Esse mesmo tipo de política de *hard money* torna também mais difícil que se invista a longo prazo na qualificação da força de trabalho, na organização corporativa, em tecnologia e em novas estruturas industriais, fatores essenciais para o crescimento sustentado. Ao mesmo tempo, são muitas as evidências de que a desregulação da moeda e do sistema bancário tem contribuído consideravelmente para a instabilidade financeira, com efeitos potencialmente nocivos para o crescimento.

A única maneira de os governos superarem essa contradição seria recriarem um equilíbrio entre os aspectos de bem público e de mercadoria privada da moeda, que leve novamente o capital financeiro a sustentar a capacidade de crescimento do capital industrial de forma estável. Na hipótese de que os governos possam mobilizar apoio político suficientemente amplo de setores interessados em favorecer um crescimento mais veloz, tal tarefa exige nada menos que um novo *regime monetário* capaz de integrar, coerentemente, quatro dimensões distintas da administração da moeda: a manipulação da oferta monetária e das condições de crédito por parte do banco central (política monetária); restrições reguladoras que moldem a estrutura e o comportamento das instituições ou mercados financeiros; contenção de crises financeiras; e acordos monetários internacionais referentes a preços de moeda, transferências de capital, e estabelecimento de obrigações de pagamento entre países (ver Guttmann, 1990; 1995). Vejamos o que os condutores da política econômica têm feito, ou deveriam estar fazendo, para dar conta da transformação do capital financeiro em uma força de tecnologia avançada, dirigida pelo mercado, globalmente integrada e altamente volátil, que está redesenhando a economia mundial.

- Reforma Monetária Internacional: Faz sentido iniciarmos nossa discussão pela dimensão internacional, em vista do rápido avanço da globalização do capital (ver Chesnais, 1994). Esse processo inclui a crescente importância do comércio para as economias nacionais, a ampliação dos empreendimentos multinacionais em redes de produção mundiais que transformam indústria após indústria em oligopólios globais, e os espetaculares avanços tecnológicos que nos ajudam a transcender limites físicos. Mas, em parte alguma, a globalização atingiu maturidade igual à encontrada na área das instituições e dos mercados financeiros. Estes se tornaram

em grande medida, integrados em escala global, incentivados pela moeda apátrida na forma de Euromedas, serviços mundiais de administração de caixa e estratégias de financiamento que possibilitam às corporações gigantes conciliar suas afastadas redes de produção e distribuição, portfólios de investimento globais para fundos mútuos e fundos de pensão que reúnem as poupanças da classe média, e a ligação transnacional informatizada de mercados de ativos. Os US\$1400 bilhões em movimento em um dia médio, a maior parte dos quais na busca de ganhos de curto prazo, ilustram como o capital financeiro se tornou globalmente organizado.

Enquanto a moeda privada bancária se tornou essencialmente apátrida, movimentando-se hoje em escala global na busca constante de melhores retornos, nosso sistema monetário internacional ainda se baseia em moedas nacionais servindo como moeda mundial. O dólar americano continua a ser *primus paribus* 25 anos depois do colapso de Bretton Woods, mas sua participação em transações internacionais e propriedades de reservas tem declinado de forma regular, caindo de mais de 90% em 1971 para 50% hoje. Essa erosão tem sido acompanhada da depreciação do dólar em face do marco e do yen, cujas participações na moeda mundial aumentaram correspondentemente. Malgrado a forte preferência dos investidores por um padrão monetário internacional único, e sua conseqüente inclinação por manter tal padrão pelo tempo que for possível, podemos estar a caminho de um sistema tripolar de *moedas múltiplas* centrado no dólar, no marco e no yen. Essa probabilidade foi fortalecida pelos esforços de cada uma das potências em erigir uma “zona de influência” na qual sua própria moeda domina – a União Européia, o NAFTA (com sua extensão planejada para o restante das Américas) e os laços comerciais e de investimentos cada vez mais estreitos entre o Japão e seus vizinhos ao longo da Costa Asiática do Pacífico. Um sistema de moedas múltiplas assim formado produzirá continuamente grandes ajustes de portfólio e flutuações de preços de moeda, na medida em que três blocos com forças aproximadamente equivalentes competirem pelo status de moeda mundial, uma situação altamente instável.

Há aproximadamente uma década, os três emissores de moedas-chave, no âmbito do assim chamado Grupo dos Sete (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Grã-Bretanha e Canadá), começaram a preparar-se para a possibilidade de um sistema de moedas múltiplas volátil. E o que é mais importante, no Acordo do Louvre de 1987, os países do G-7 concordaram em coordenar intervenções no mercado de moedas por parte de seus bancos centrais em defesa de zonas de flutuação (*target zones*), que permitem uma variação de 20% em volta dos limites de taxas de câmbio estabelecidos e ajustados em consultas regulares. A implementação desse acordo tem sido obstruída pelo fato de nenhum dos três países-líderes ter concordado, em momentos decisivos, em submeter-se a medidas politicamente difíceis e dolorosas que teriam resultado em

uma combinação de políticas mais satisfatória entre os países do G-7 e, dessa forma, conferido maior credibilidade às zonas de flutuação. Na ausência de uma coordenação internacional de políticas satisfatória – até mesmo de caráter bastante limitado, como aquela proposta pelo Tesouro dos Estados Unidos em 1988 –, as equipes econômicas desses países estiveram restritas à coordenação ocasional de intervenções nas taxas de câmbio ou movimentos nas taxas de juros, para apaziguar mercados turbulentos.<sup>21</sup> Os bancos centrais certamente tornaram-se mais eficazes em suas intervenções conjuntas no mercado de moedas em termos de ocasião, sinalização e associação de recursos, mas medidas assim limitadas possuem potencial de estabilização apenas efêmero na falta de uma combinação apropriada de políticas e de convergência de indicadores econômicos-chave. Enquanto se mantiverem presos à defesa da soberania nacional – um conceito que corre o risco de tornar-se anacrônico à luz dos fluxos atuais de *hot-money* –, os países do G-7 relutarão em submeter políticas econômicas internas à supervisão internacional.

Se fosse realmente possível estabilizar taxas de câmbio-chave por meio de um mecanismo de coordenação política internacional, muito do incentivo para a acumulação de capital fictício advindo da volatilidade de preços seria contido.<sup>22</sup> A especulação simplesmente define quando os preços – nesse caso, as taxas de câmbio e taxas de juros – são razoavelmente estáveis. Entretanto, mesmo um empreendimento ambicioso como submeter adversários à administração conjunta de suas taxas de câmbio através da coordenação e cooperação institucionalizada pode não ser suficiente, no final das contas, pois as moedas nacionais são, em última análise, uma forma inadequada de moeda mundial. Elas não servem como medida de valor efetiva em transações internacionais, já que seu valor só pode ser definido em relação a elas mesmas (o problema do *numeraire*). À medida que suas taxas de câmbio variam no tempo, elas tampouco podem funcionar como uma reserva de valor confiável. E o que é o mais problemático, uma moeda-chave é falha como meio de pagamento para saldar obrigações de dívidas enquanto seu emissor (por exemplo, os Estados Unidos) puder pagar pela compra de bens, serviços e ativos no estrangeiro, em sua própria moeda.<sup>23</sup>

---

(21) A proposta do Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Baker, em 1988, demandava metas políticas e monetárias explícitas por parte dos países do G-7, que seriam monitoradas por todas as partes envolvidas, incluindo a persuasão moral entre as partes, para pressionar no sentido de mudanças nas políticas em caso de desvio excessivo das metas estabelecidas.

(22) Além disso, o G-7 poderia querer explorar novas restrições nos fluxos de *hot money* entre países e moedas através de esforços continuados no sentido de regular o Euromercado, fazendo experiências com controles de capital e de câmbio, aplicados uniformemente nos dois lados das transações de fluxo de capital delimitadas, ou implementando a proposta de Tobin de uma taxa global sobre transações financeiras de curto prazo de natureza especulativa.

(23) Essa vantagem que cabe ao emissor de moeda mundial normalmente se cristaliza em torno de seu crônico balanço de pagamentos que necessita da oferta de liquidez da economia mundial. Em outras palavras, o país em questão enfrenta muito menos restrição externa que os demais. Essa vantagem, que é evidentemente uma forma de senhoriação, pode vir a ser abusiva, forçando os portadores de moeda-chave estrangeiros a financiar gasto excessivo.

Tais dificuldades tornam necessária uma reforma mais fundamental na direção da moeda-creditícia *supranacional* emitida e administrada por uma autoridade monetária internacional. Em um outro artigo (ver Guttmann, 1994, caps. 15 e 16), propus uma tal nova forma de moeda mundial que se situa entre o Plano “Bancor” de Keynes (1943) para uma câmara de compensação internacional – baseada em um ativo de reserva supranacional capaz de saldar os balanços de dívidas oficiais entre países – e a abordagem de moeda única escolhida pela União Européia, em seu Tratado de Maastricht de 1991. Sem entrar em detalhes aqui, um dos efeitos positivos de encadeamento de uma tal reforma seria a introdução do tipo de sistema de pagamentos globalmente organizado e público necessário para a administração estatal efetiva do dinheiro eletrônico. Outra vantagem seriam as ofertas de capital mais estáveis e sustentáveis para países em desenvolvimento como parte de um mecanismo institucional de reciclagem para excedentes. É também possível, como tentei demonstrar, projetar um sistema que torne obsoleta a especulação com moedas. Apesar dessas vantagens animadoras, provavelmente será necessária uma grande crise global para que os condutores de política econômica tenham capacidade e disposição para empreender uma tarefa difícil como a introdução de uma nova forma de moeda mundial. Entretanto, na medida em que os defeitos das moedas nacionais, atuando como moeda mundial, acentuam-se no estabelecimento de um sistema de moedas múltiplas, tal cenário não pode ser descartado a priori.

- Intervenções do prestamista em última instância: Os banqueiros centrais e os ministros de finanças dos países industriais estão, nesse ínterim, fazendo o que podem para evitar precisamente esse desfecho, buscando para tanto fortalecer sua capacidade de administração de crise. A cada grande crise financeira global, eles têm agido no sentido de expandir suas intervenções de prestamista em última instância – assim foi nos seguintes casos: o esclarecimento das responsabilidades do banco central em crises bancárias transnacionais (a Concordada de Basiléia de 1975), logo após a falência bancária de *Herstatt* e *Franklin National*; a reorganização do Fundo Monetário Internacional (FMI) para lidar com a crise global de dívidas dos países em desenvolvimento, depois de 1982; as injeções de liquidez sincronizadas para conter a quebra global da bolsa de valores, em 1987; e, por fim, o novo aumento da capacidade de intervenção do FMI, em 1995, como resultado das lições deixadas pela crise do peso mexicano sobre a velocidade e a escala da fuga de capitais global organizada por operadores institucionais de derivativos (por exemplo, fundos mútuos, fundos de pensão).

Essas extensões internacionais do prestamista em última instância se fizeram necessárias para que se pudesse lidar com novos tipos de crise a que a economia se tornou sujeita com o advento da desregulação do capital financeiro, da informatização e da globalização. No entanto, também ampliam o problema do risco moral mencionado anteriormente, já que governos irresponsáveis ou ineptos

podem agora esperar socorro por parte da comunidade mundial. Ironicamente, as iniciativas multilaterais de administração de crise a que nos referimos acima vão contra os esforços dos países do G-7 em limitar esse tipo de intervenção no âmbito de suas economias internas. Em dezembro de 1991, por exemplo, o governo dos Estados Unidos decidiu combater o problema do risco moral internamente, pelo abandono de sua política do “grande demais para falir”, adotando o método de custos reduzidos nas operações de socorro, e introduzindo prêmios de seguros de depósitos com riscos ponderados para os bancos.<sup>24</sup>

- Regulações financeiras: Melhor que tentar administrar a instabilidade financeira é manter a estabilidade das instituições e dos mercados financeiros, logo de início, por meio da regulação apropriada de seu comportamento. O problema aqui é que muitas das regulações financeiras da era Roosevelt se tornaram obsoletas, e terão de ser substituídas por alternativas mais apropriadas. Os regulamentadores do sistema bancário parecem ter aceitado o fato de que a tecnologia do dinheiro eletrônico oferece economias de escala e de escopo tais, que a formação de bancos universais (isto é, “supermercados financeiros” de produtos variados) em algum momento será inevitável. As *Second Banking Directives* da Comissão da CE, em 1989, os atuais debates nos Estados Unidos sobre a reforma bancária, e a reorganização iminente do setor bancário japonês (mergulhado em crise) são fatores que levam a essa conclusão. No que se refere à dimensão transnacional dos bancos universais, os governos estão atualmente negociando um acordo de serviços financeiros globais, baseado em garantias recíprocas de acesso ao mercado, sob os auspícios da Organização Mundial do Comércio.

A cláusula-chave de qualquer abordagem reguladora futura envolvendo bancos parece ser a *exigência de capital mínimo e de risco ponderado uniforme* (a assim chamada “razão Cooke”), com a qual concordaram os principais países industrializados, no Acordo da Basileia, de 1988. O fato de o capital bancário tornar-se dependente dos riscos de seus ativos deve melhorar a segurança dos bancos, ao obrigá-los a considerar o risco com mais cuidado, em suas decisões de investimento, e respaldá-lo com mais capital. Além disso, será preciso que os reguladores se preocupem com a natureza das barreiras de isolamento entre as atividades geradoras de moeda dos bancos universais e os demais serviços financeiros oferecidos pelos mesmos. Os governos talvez precisem, também, assegurar o acesso ao crédito de baixo custo àqueles segmentos da sociedade que

---

(24) A reforma dos mecanismos do prestamista em última instância dos Estados Unidos, em 1991, incluiu também aspectos de extensão para facilitar reações mais eficazes em crises futuras. O acesso de instituições não-bancárias ao redesconto do *Federal Reserve* foi ampliado, para que o Banco Central dos Estados Unidos não tivesse mais que encaminhar fundos de emergência através de bancos comerciais relutantes, como ocorreu durante a quebra da bolsa de valores em 1987. Além disso, tornou-se possível que o *Federal Reserve* e o *Federal Deposit Insurance Corporation* oferecessem auxílio antes que os bancos com problemas chegassem a efetivamente falir. Esse auxílio estaria condicionado a um programa de medidas corretivas para prevenir a falência.

forem deixados para trás na caminhada em direção a uma estrutura altamente concentrada de bancos universais e globais – o que pode ser feito na forma de prestamistas patrocinados pelo governo, cooperativas sem fins lucrativos, ou subsídios e regulações dirigidos ao empréstimo bancário com fins sociais.

Mais que a regulação bancária, as autoridades deveriam considerar seriamente a possibilidade de restringir a especulação financeira, com instrumentos reguladores tais como exigências de uma maior margem (isto é, *downpayment*) para reduzir a alavancagem, ou maiores taxas sobre ganhos de capital, para transações de curto prazo. Nos Estados Unidos, onde indiscutivelmente se encontra o mercado de capitais mais avançado e melhor regulado do mundo, incidências recentes de instabilidade obrigaram os reguladores a enfrentarem uma variedade de problemas e percalços, em mercados específicos.<sup>25</sup> Uma de suas inovações mais interessantes, introduzida após a quebra da bolsa de valores em 1987, foi a suspensão temporária dos negócios quando o movimento diário de preços das ações americanas e os índices da bolsa excedem um determinado limite. Os debates atualmente em curso nos Estados Unidos a respeito da regulação adequada de derivativos têm importância crucial neste contexto, já que moldarão o tipo de abordagem adotada pelos governos perante o capital fictício em termos de ampliação da difusão de informações, supervisão mais cuidadosa, planejamento contingencial para diferentes situações de crise, e respaldo de capital próprio para ativos de grande risco.

- Política monetária – Depois de ter colocado a inflação sob controle por meio de uma pesada dose de contenção, no início da década de 80, o *Federal Reserve* parece estar procurando uma política monetária de nuances muito mais variadas. Ao mesmo tempo em que vem conduzindo uma política de juros altos para manter o controle sobre as expectativas inflacionárias, o banco central americano tem estado disposto a soltar as rédeas, a qualquer momento, à desaceleração da economia. Em momentos decisivos – tais como quando os mercados de *commodities* globais vieram abaixo, em 1985, no período que se seguiu à quebra da bolsa em 1987, e durante a recessão de raízes financeiras de 1990/91, quando o setor bancário dos Estados Unidos enfrentou pela primeira vez, em seis décadas, condições de risco sistêmico agudo –, o *Fed* conseguiu derrotar espirais de deflação de débitos potencialmente perigosos, elevando agressivamente as taxas de juros. Ao contrário da Alemanha e do Japão – os dois outros países de moeda-chave cujas economias, dependentes do comércio, dão uma importância muito maior à administração das taxas de câmbio –, os Estados Unidos têm-se mostrado bastante despreocupados quanto às flutuações do dólar. O declínio lento e gradual

---

(25) Os reguladores americanos recentemente proibiram a negociação programada (*program trading*), a arbitragem de riscos, e a negociação interna (*insider trading*) na bolsa de valores, reestruturaram o mal-arranjado mercado de (*junk bonds*), apertaram as rédeas em torno de práticas de corretagem questionáveis nos mercados de futuros financeiros, e restringiram a “piramidização” por parte de corretores secundários de títulos de dívida pública.

da moeda americana em relação ao marco e ao yen, a partir de 1985, foi acompanhado por sua revalorização no âmbito das Américas perante outros grandes parceiros comerciais, o que indica a consolidação do dólar nas extensas “zonas de influência” dos Estados Unidos. Considerações sobre o preço da moeda vêm à tona apenas quando o declínio do dólar em relação às outras duas moedas-chave acelera demasiadamente (por exemplo, em 1987, 1994/95) e/ou quando as importações de capitais necessárias para financiar grandes déficits orçamentários ou comerciais dos Estados Unidos desaceleram com demasiada rapidez (por exemplo, em 1989).

Embora o *Fed* aparente ter conseguido conduzir com eficácia um malabarismo tão difícil, basta arranhar uma fina camada superficial para que apareçam os sinais da desordem em que se encontra tal política monetária. Uma passada de olhos pelas publicações dos *Federal Reserve Banks* regionais revela banqueiros centrais conscientes da futilidade das tradicionais prescrições keynesianas (juros baixos) e monetaristas (oferta monetária estável) em uma era dominada pela moeda-creditícia global e, em sua maior parte, privada. O comitê de orientações de políticas do *Fed* flertou com todos os tipos de novas metas de políticas – sendo a mais importante delas a estrutura de taxas de juros reais ou PIB nominal. Além disso, as ferramentas de política monetária também se tornaram menos eficazes, particularmente nos casos da rápida diminuição das reservas compulsórias sob controle do banco central, do uso de empréstimos de liquidez por instituições não-bancárias, das dificuldades com a esterilização de fluxos de mercado de câmbio, e da importância cada vez menor do empréstimo bancário em comparação com outros canais de crédito menos regulados.

Tais dificuldades refletem um problema mais amplo, trazido à tona pela transição para uma nova forma de moeda. A disseminação do dinheiro eletrônico ameaça o controle do banco central sobre o sistema de pagamentos, que é crucial para sua capacidade de administrar a moeda. Diante dessa ameaça, o *Fed* tem usado sua vantagem competitiva, fundada em volumes maiores de transações, para destruir concorrentes privados com potencial de mercado nacional, ao mesmo tempo em que confina câmaras de compensação menores (geralmente regionais) e redes de transferências eletrônicas de fundos a seu próprio sistema de pagamentos. Também tentou limitar o problema do risco moral no sistema de pagamentos, quando os bancos fecham o balanço diário sem fundos para liquidar seus débitos, restringindo suas facilidades de cobertura automática de fundos aos bancos e regulando seus balanços de compensação, cuja importância vem crescendo. Mas o *Fed* tem pouco ou nenhum controle sobre o sistema global de CHIPS (a despeito de ter recentemente estendido as facilidades de rede para seus participantes americanos), o que explica o forte interesse no *Federal Reserve Bank* de Nova Iorque na regulação multilateral de Euromonedas e nas negociações transnacionais de ativos (Corrigan, 1987a; 1987b). E o Banco Central dos Estados

Unidos está prestes a enfrentar um desafio ainda maior com o surgimento do *cybercash* na Internet.

Em última análise, acredito, que o desafio do dinheiro eletrônico só poderá ser adequadamente enfrentado através da construção de um sistema de pagamentos mundial administrado por uma autoridade monetária internacional, caso contrário a nova forma de dinheiro emergente circulará em redes bancárias essencialmente privadas e globais, o que dificultaria muito sua administração. Esse novo sistema de pagamentos teria a vantagem adicional de facilitar, como mencionado acima, a emergência de moeda-creditícia supranacional que, se adequadamente constituída, pode superar as falhas das moedas nacionais enquanto moedas mundiais. A menos que os bancos centrais tenham controle efetivo sobre transferências de fundos transnacionais e computadorizadas, assistirão à perda da eficácia de suas políticas monetárias e intervenções dos prestamistas em última instância. No mesmo sentido, poderíamos argumentar que tal controle é também essencial para o funcionamento das regulações financeiras. Com um sistema de pagamentos organizado internacionalmente, torna-se possível experimentar novos tipos de restrições reguladoras sobre bancos, voltadas para neutralizar o crescimento excessivo do capital fictício e reduzir taxas de juros “reais” por todo o mundo. Tais restrições podem incluir controles de capital e de câmbio dos dois lados de uma transação, controles seletivos de crédito, exigências de reserva e margem diferenciadas por risco (além dos prêmios de seguro de depósitos de riscos ponderados e de exigências de capital já em implementação), persuasão moral para influenciar as estratégias de preço dos bancos, ou impostos de transação global sobre fluxos de *hot money*.

Os conservadores certamente farão objeções a tais propostas, considerando-as um retrocesso injustificado à regulação governamental pesada, impedidora dos maravilhosos mecanismos do mercado. Mas tal objeção fundamenta-se na noção falaciosa que permeia a teoria monetária ortodoxa de que a moeda é um bem. A moeda é mais que isso; é uma instituição social cujo *modus operandi* não pode ser relegado exclusivamente a agentes privados e seus objetivos de lucro. Seus aspectos de bem público – criação adequadamente constituída, circulação tranqüila, valor estável – exigem uma boa dose de administração estatal. Em virtude da natureza mutável da forma do dinheiro e da natureza de suas repercussões sobre a relação entre o capital financeiro e o industrial, essa administração estatal deve, preferencialmente, ser organizada tendo como base um novo sistema de pagamentos global.

Com uma década de construção paulatina de um novo regime monetário, aproximamo-nos agora de um momento crítico. A transformação do capital financeiro – sua desregulação, informatização, e globalização – finalmente amadureceu até um ponto em que as contradições entre a moeda eletrônica emergente e uma estrutura regulatória de papel moeda obsoleta exigem um salto

qualitativo na forma com que os condutores de política econômica abordam a moeda e o sistema bancário. Momentos de instabilidade recentes, em particular as crises monetárias européias em 1992/93 e a crise do peso mexicano em 1994/95, demonstram claramente os perigos de nosso sistema emergente de moedas múltiplas e de sua dominação pela lógica instável do capital fictício. Infelizmente, as equipes econômicas tendem a conduzir reformas básicas apenas quando obrigados a tanto por cenários a tal ponto graves, que os mecanismos reguladores e as crenças teóricas existentes já não bastam para dar conta da disseminação da crise. Com a atual ideologia dominante do *laissez-faire*, será necessária uma pressão muito forte para que os condutores de política econômica sejam forçados à ação coordenada em direção a um novo regime monetário que equilibre adequadamente os aspectos de bem público e de mercadoria privada da moeda eletrônica global.

Robert Guttman é Professor do *Department of Economics*  
*Hofstra University, Hempstead, New York, EUA.*

### **Bibliografia**

- AGLIETTA, M. *Régulation et crises du capitalisme*. Paris: Calmann-Levy, 1976.
- \_\_\_\_\_. Le risque de systeme. *Revue d'Economie Financière*, v.17, n.3, 1991.
- \_\_\_\_\_; Orlean, A. *La violence de la monnaie*. Paris: PUF, 1982.
- BASLE, M.; MAZIER, J.; VIDAL, J.F. *Quand les crises durent...* Paris: Economica, 1993.
- BOWLES, S.; GORDON, D.; WEISSKOPF, T. *Beyond the waste land*. New York: Doubleday, 1983.
- BOYER, R. *La théorie de la régulation: une analyse critique*. Paris: La Découverte, 1986.
- \_\_\_\_\_; MISTRAL, J. *Accumulation, inflation, crises*. Paris: PUF, 1978.
- CARLSON, J. Assessing real interest rates. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, Oct. 1993.
- CARLSON, K. The U.S. balance sheet: what is it and what does it tell us. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v.73, n.5, p.13, 1991.
- CHESNAIS, F. *La globalisation du capital*. Paris: Syros, 1994.
- \_\_\_\_\_. Graves secousses dans le systeme financier mondial. *Le Monde Diplomatique*, Mai 1995.
- CORRIGAN, G. *Financial market structure: a longer view*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1987a.
- \_\_\_\_\_. A perspective on the globalization of financial markets and institutions. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring 1987b.
- COVER story: the future of money. *Business Week*, Jun. 12, 1995

- DARIN, R.; HETZEL, R. An empirical measure of the real rate of interest. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Winter 1995.
- DAVIDSON, P. A post keynesian view of theories and causes for high real interest rates. *Themes Papers in Political Economy*, London, 1986.
- DE BRUNHOFF, S. *État et capital*. Grenoble: PUG/Maspero, 1976.
- \_\_\_\_\_. *Les rapports d'argent*. Grenoble: PUG, 1979.
- \_\_\_\_\_. Fictitious capital. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P., ed. *The new Palgrave: marxian economics*. London: Macmillan, 1990.
- GUTTMANN, R. Stagflation and credit-money in the USA. *British Review of Economic Issues*, v.6, n.15, 1984.
- \_\_\_\_\_. Crisis and reform of the international monetary system. In: ARESTIS, P., ed. *Post keynesian monetary economics*. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1988.
- \_\_\_\_\_. *Reforming money and finance: institutions and markets in flux*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1989.
- \_\_\_\_\_. The regime of credit-money and its current transition. *Economies et Sociétés*, v.24, n.6, 1990.
- \_\_\_\_\_. *How credit money shapes the economy: the United States in a global system*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1994.
- \_\_\_\_\_. Monnaie et crédit dans la théorie de la régulation. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y., ed. *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte, 1995.
- HAYEK, F. *Profits, interest and investment*. London: Routledge, 1939.
- HILFERDING, R. *Finance capital*. London: Routledge and Kegan Paul, 1985. (First published in German in 1910).
- KAUTMAN, G.; MOTE, L. Is banking a declining industry? A historical perspective. *Economic Perspective*, May/Jun. 1994.
- KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan, 1936.
- \_\_\_\_\_. *Proposal for an International Clearing Union*. Cmnd 6437. London: Royal Economic Society, 1980. (Reprinted in *The Collected writings of John Maynard Keynes*, v.26).
- KONDRATIEFF, N. Die langen Wellen der Konjunktur. *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, v.56, n.3, 1926.
- LIPIETZ, A. *Crise et inflation, pourquoi?* Paris: Maspero, 1979.
- \_\_\_\_\_. *Le monde enchanté*. Paris: Maspero, 1983.
- MARX, K. *Das Kapital*. Hamburg: Meissner, 1867. v.1.
- \_\_\_\_\_. *Das Kapital*. Hamburg: Meissner, 1894. v.3.
- MINSKY, H. *Can 'it' happen again?* Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1982.

- OSLER, C.L. High foreign real interest rates and investment in the 1990s. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring 1994.
- PLIHON, D. *Les taux de change*. Paris: La Découverte, 1991.
- POLANYI, K. *The great transformation*. Boston: Beacon Press, 1944.
- SCHUMPETER, J. *History of economic analysis*. London: Allen and Unwin, 1954.
- WOLFF, E. *Top heavy: a study of the increasing inequality of wealth in America*. New York: Twentieth Century Fund Press, 1995.
- WOLFSON, M. *Financial crises: the postwar U.S. experience*. 2nd.ed. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1993.

### **Resumo**

Este artigo enfoca acontecimentos recentes, relacionados à moeda e ao sistema bancário, que dominaram o nosso contexto econômico. Uma premissa básica da análise apresentada é a de que as modalidades específicas de regulação monetária são decisivas para moldar o padrão de crescimento das economias capitalistas avançadas. Temos testemunhado uma transformação na natureza do capital financeiro, cujas principais características representam o tema central deste artigo. Os efeitos cumulativos, derivados de tal acontecimento, ameaçam a estabilidade do nosso sistema econômico e, portanto, precisam ser redirecionados por políticas coordenadas.

**Palavras-chave:** Moeda, Bancos, Finanças – Estados Unidos; Política monetária; Reforma monetária.

### **Abstract**

This paper focuses on recent developments concerning money and banking, have come to dominate our socio economic context. A basic premise of the analysis presented here is that the precise modalities of money's regulation play a decisive role in shaping the growth pattern of advanced capitalist economies. We have witnessed a transformation in the nature of financial capital, whose principal features form the central focus of our paper. The cumulative effects of these developments threaten the stability of our economic system, and therefore need to be redirected by coordinated police action.

**Key-words:** Money, Banks, Finance – United States; Monetary policy; Monetary reform.