

Comparando capitalismos financeiros

Fernando Nogueira da Costa

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 160, maio 2009.**

ISSN 0103-9466

Comparando capitalismos financeiros

Fernando Nogueira da Costa ¹

Resumo

O objetivo do artigo é comparar diversos mercados de capitais. O capitalismo mundial é combinado e desigual. Há diferenças nacionais, temporais e institucionais. A economia de mercado no mundo é composta de distintos mercados de capitais, cada qual com mercado de ações, bancos privados e bancos públicos buscando “dar saltos na história”. Para tirar a defasagem na dinâmica concorrencial, as nações-estados usam diferentes instituições financeiras. A metodologia empregada será comparar as características das principais instituições financeiras da Europa, dos Estados Unidos e do “bloco” BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) com destaque para o Brasil. O resultado alcançado mostra que, em nível mais abstrato, pode-se falar em capitalismo mundial. Porém, quando se diminui a abstração, incorporando na análise as instituições financeiras, é necessário datar e localizar os capitalismos financeiros.

Palavras-chave: Capitalismos comparados; Variações institucionais; Bancos.

Abstract

Comparing financial capitalisms

The objective of the article is to compare diverse stock markets. The world-wide capitalism is combined and unequal. It has national, secular and institutional differences. The market economy in the world is composed of distinct stock markets, each one with equities market, private banks and public banks searching “to give jumps in history”. To take off the imbalance in the competitive dynamics, the nation-states use different financial institutions. The employed methodology will be to compare the characteristics of the main financial institutions of the Europe, the United States, and “block” BRIC (Brazil, Russia, India and China) with prominence for Brazil. The reached result sample that, in more abstract level, can be spoken in world-wide capitalism. However, when the abstraction is diminished, incorporating in the analysis the financial institutions, it is necessary to date and to locate the financial capitalisms.

Keywords: Comparative capitalisms; Institutional variations; Banks.

JEL Classification F33, G21, N20.

Introdução

Existe um capitalismo mundial, mas há diversos capitalismos financeiros. Esta proposição parte da constatação paradoxal de que os capitalismos, aparentemente, são todos semelhantes entre si; mas, detalhadamente, cada um é diferente dos demais. Os pensadores que consideram mais importante, para se teorizar, salientar aquilo comum

(1) Professor-adjunto/Livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). E-mail: fercos@eco.unicamp.br.

que os unifica em uma única economia mundial, podem ser denominados racionalistas. Os economistas que acham relevante, para se analisar, a diversidade e/ou a competitividade de cada economia de mercado, podem ser considerados empiristas. Esta contenda na história da filosofia ocidental sempre esteve entre dois pólos, respectivamente, o dos idealistas, que se apóiam basicamente na razão e suas idéias, e o dos materialistas, que confiam no conhecimento sensorial do mundo.

Hirschman (1980), analisando o auge e o ocaso da teoria do desenvolvimento, afirma que as idéias sobre o desenvolvimento, nascidas durante os anos 1940 e 50, compartilhavam dois ingredientes básicos do campo da Ciência Econômica. De um lado, estava o rechaço da *tese monoeconômica*: esta é a concepção de que os países subdesenvolvidos possuem características econômicas distintas dos países industrializados avançados e que a análise econômica tradicional, concentrada nestes últimos países, deverá modificar-se, em consequência, em alguns aspectos importantes, quando se aplica a aqueles. De outro, estava a defesa da *tese da afirmação do benefício mútuo*: as relações econômicas existentes entre esses dois grupos de países podem configurar-se de forma tal que ambos se beneficiem.

Por exemplo, Marx rechaça a afirmação de benefício mútuo e aceita a existência da *monoeconomia*. Ele descreve o processo da exploração a que esteve sujeita a periferia, durante o período da acumulação primitiva no centro. Por outro lado, *de te fabula narratur*: “de ti fala a história” é a sentença de Marx a respeito do que ocorrerá com os países de industrialização retardatária. Assim, o futuro desses países estaria espelhado no presente das economias mais avançadas. Marx, quando esboça “a imagem do futuro” dos países de capitalismo tardio, dá a entender que não diferencia as “leis de movimento” destes países das leis aplicáveis aos países industrialmente avançados.

Os dois pólos antagônicos, portanto, são constituídos pela posição ortodoxa, de um lado, e pelas teorias neomarxistas, de outro. A posição ortodoxa sustenta que a Ciência Econômica está integrada por vários teoremas de validade universal. Os adeptos da *hard science* acreditam que existe progresso teórico, procedendo-se em estágios sucessivos, cada novo estágio absorvendo e superando o antigo: apesar de alguns erros e más orientações, a ciência econômica progrediu em direção à atual fronteira de conhecimento. Um desses teoremas afirma que, em economia de mercado, todos os participantes, sejam indivíduos, sejam países, se beneficiam de todos os atos voluntários de intercâmbio econômico, caso contrário, não os executariam.

Segundo as teorias neomarxistas, a exploração ou o “intercâmbio desigual” é a característica essencial, permanente, das relações existentes entre a “periferia”

subdesenvolvida e o “centro” capitalista. Como resultado desse prolongado processo de exploração, a estrutura política e econômica dos países periféricos é muito diferente de tudo experimentado pelo centro. Seu desenvolvimento não pode seguir a mesma experiência de industrialização sob auspícios do capitalismo mundial.

A evolução da Ciência Econômica é estimulada por controvérsias. Implícita na noção de fronteira do conhecimento está o pressuposto da superação positiva das controvérsias. Entende-se que a resolução da controvérsia faz emergir sua verdade. Este “saldo positivo” incorpora-se ao estado atual da ciência. Entretanto, na “era do neoliberalismo”, desejava-se tornar credo dominante, justamente, o fim das ideologias e, portanto, das controvérsias. O modelo vencedor, definitivamente, teria sido o idealizado pelos racionalistas: o do livre mercado em escala global.

Mas uma contracorrente crítica começou a emergir. Peck e Theodore (2005) mostram que grupo heterogêneo de dissidentes passou a subverter aquela visão homogeneizante, apontando diferenças persistentes nas instituições e trajetórias dos sistemas, regimes ou modelos capitalistas. O capitalismo competitivo não se estabeleceu, plenamente, em escala planetária, pelo contrário, revigorado processo de competição entre capitalismos está evidente. Há luta de capitalismo contra capitalismo. Esta pluralidade de capitalismos, plena de implicações teóricas e políticas, propiciou a emergência de programa de pesquisa classificado sob a rubrica “variedades de capitalismo”.

Esta abordagem das “variedades de capitalismo” pode ser caracterizada como interdisciplinar, mas com largo campo de estudos econômicos heterodoxos. A questão-chave foi colocada por Boyer (2005, p. 1): há um único capitalismo ou uma variedade significativa de capitalismos pode coexistir mesmo no longo prazo?

Na realidade, não se verifica a tendência global em direção ao equilíbrio ou a convergência progressiva das rendas per capita que a teoria ortodoxa aponta. O comportamento estratégico dos agentes econômicos nunca esteve de acordo com alguma forma transcendental de racionalidade mercantil, pelo contrário, foi contingente, de acordo com as condições políticas e institucionais prevalecentes. Estas são submetidas às formações historicamente específicas. Frente à inexistência de uma única racionalidade de mercado, predomina o modelo de mercado coordenado. As firmas podem escolher, “racionalmente”, entre diversas estratégias, mas dentro de ambiente regulado, cujas diferentes instituições incentivam ou sustentam diferentes padrões de comportamento econômico. Concebem-se as firmas como instituição social.

Em que pese o avanço da globalização em direção a contexto político supranacional, em que modelos coordenados ou liberais não regulados delinearam a geoeconomia multinacional, as unidades analíticas da variedade econômica, variação institucional, e coesão intra modelos, permaneceram nacionais. As características econômicas institucionais são nacionalmente designadas. Seja liberal, seja regulado, ambos os modelos são criações sociais e fortemente condicionados por instituições ancoradas nacionalmente.

Mais do que focar os diferentes graus de resistência institucional e nacional à globalização econômica, colocou-se atenção sobre a organização (formal ou informal) de interesses empresariais e sua interpenetração com estruturas governamentais, país por país. Há o viés, nessa literatura sobre “capitalismos comparados”, de conceber o processo de transformação, tais como a abertura de mercado ou a mudança tecnológica, advindo de “fatores exógenos”, associados e mediados politicamente por ajustamentos “internos” com os sistemas institucionais nacionais.

No estágio atual de desenvolvimento da abordagem das variedades de capitalismo, a metodologia convencional é de “nacionalismo metodológico”, embora esteja sendo colocada sob questionamento. A típica abordagem dos analistas das variedades do capitalismo coloca atenção quase exclusivamente sobre o nível nacional de agregação espacial. Cada nação tende a desenvolver estilo de capitalismo culturalmente distinto. Cada Estado incorpora uma única configuração de poder e autoridade que refletiu na criação e operação de suas instituições intermediárias. Cada capitalismo tem sua própria configuração de mercado, Estado e outras instituições para a coordenação econômica e a governança dos setores de atividades. Os analistas acabaram por particularizar cada capitalismo, como fosse nacional ou étnico, tal como o capitalismo norte-americano, o europeu, ou o japonês, etc.

Este artigo pretende imergir nesse debate não desafiando o monopólio analítico da nação ou Estado resistente face ao emergente processo de globalização ou regionalização, mas sim retomando a noção de tempo face à ênfase em espaço. Quando se aumenta a dimensão territorial analisada, percebe-se, claramente, a defasagem em desenvolvimento, isto é, o atraso econômico-social e institucional de algumas nações. Haverá tempos distintos para a suposta convergência de todas para o patamar mais desenvolvido? A defasagem será eterna? Ou o desenvolvimento sempre combinará instituições modernas com atrasadas? Faz sentido falar em modernidade nesse campo?

Nos estudos de casos regionais ou nacionais, o foco será nas instituições financeiras. No capitalismo monopolista, na virada do século XIX, desapareceu a idealizada tendência à convergência das rendas per capita nacionais, inclusive da

equalização das taxas de lucros inter-setoriais, teoricamente esperadas em economias com livre mercado. Com barreiras à entrada protecionistas, o capital teria sido bloqueado em seu movimento internacional e permaneceria o espectro de rendas diferenciadas. Todavia, nada disso de fato ocorreu, pois obstáculos à mobilidade do capital foram superados pela nova forma de mobilização consubstanciada no surgimento da órbita financeira. O capital assumiu sua “forma mais abstrata” em ativos financeiros (moedas, títulos e valores mobiliários, ações, etc.), para voltar a fluir livremente trans-fronteiras.

Devido à crescente imobilização do capital industrial, o capital financeiro passou a distribuir sua participação acionária entre empresas de vários setores produtivos, de modo a abrir os canais necessários à mobilidade de capital. Neste sentido, a circulação do capital financeiro, diversificando riscos e saltando barreiras protecionistas, impôs sua predominância no processo de globalização. Muitas vezes, era a empresa-holding que determinava a alocação dos fundos disponíveis em função da estratégia global do bloco de capital que controlava.

Em fase de crise sistêmica, volta-se a colocar em debate a necessidade de controle do grau de mobilidade do capital. Discuti-se até que ponto a carência de regulação do capitalismo financeiro foi a responsável pela crise. Após a euforia do *boom*, o pânico do *crash* leva o foco para os mecanismos defensivos. As experiências institucionais dos países emergentes, comparadas com as dos países avançados, merecem receber a atenção de todos preocupados em aprender como se defender, regulando o mercado financeiro.

O objetivo do artigo é comparar capitalismos financeiros. A metodologia empregada será apresentar, de maneira comparada, as características das principais instituições financeiras da Europa, dos Estados Unidos e do “bloco” BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) com o Brasil à parte, nos tópicos seguintes, respectivamente.

1 Sistema financeiro para tirar atraso histórico

O próprio senso comum a respeito da idéia de desenvolvimento sugeria que era necessária a revisão das noções tradicionais. Hirschman (1980, p. 1064) conta que “a construção de uma estrutura industrial sob condições de ‘chegada tarde’ era, obviamente, uma tarefa formidável que levou ao questionamento da doutrina recebida, segundo a qual as empresas industriais adequadas para qualquer país seriam rapidamente iniciadas por empresários perspicazes e atrairiam o financiamento requerido graças ao funcionamento regular dos mercados de capitais”.

Alastrou-se a convicção de que, nas áreas subdesenvolvidas, a industrialização requeria esforço deliberado, intenso, orientado. O nome e a descrição deste esforço geraram uma concorrência de metáforas: “a grande arrancada” (Paul Rosenstein-Rodan), a “decolagem” (Walt W. Rostow), o “grande salto” (Alexander Gerschenkron), o “mínimo esforço crítico” (Harvey Leibenstein), os “encadeamentos para trás” (*backward linkage* ou efeito de arrasto) “e para frente” (*forward linkage* ou efeito de propulsão) segundo o próprio Albert Hirschman.

A luta entre os defensores e os adversários da monoeconomia refletiu-se no debate sustentado entre seguidores de Rostow (1978) e Gerschenkron (1962). Embora Rostow tenha cunhado a metáfora que se tornou mais popular (*take-off*) – significando decolagem, arranco ou impulso brusco, exógeno ao sistema econômico –, ele assumiu a postura de monoeconomia. Ele dividiu o processo de desenvolvimento em cinco etapas: a sociedade tradicional, as condições para o arranco, o arranco propriamente dito, a marcha para a maturidade, a era do consumo de massa. Essas cinco etapas do desenvolvimento tinham conteúdo idêntico para todos os países, independentemente do momento em que cada qual se iniciou no caminho da industrialização.

Gerschenkron (1962) oferecia alternativa ao ritmo pentamétrico de Rostow. Demonstrou que, pelo contrário, a industrialização tardia dos países europeus, como a Alemanha e a Rússia, diferiu em alguns aspectos fundamentais da revolução industrial inglesa. Por exemplo, o papel dos bancos e do Estado, na centralização do capital necessário ao grande investimento inicial, é completamente diferente do representado na industrialização originária.

Seu trabalho teve grande importância para a economia do desenvolvimento ao fornecer apoio histórico ao argumento contra a monoeconomia. Ficou claro que pode haver mais de um caminho em direção ao desenvolvimento. Os países que decidem industrializar-se forjaram suas próprias políticas, seqüências e ideologias, para alcançar a meta.

Ele apresenta análise comparativa dos papéis dos bancos em diferentes países europeus, que teriam sido imprimidos pelas diferenciações nos diversos padrões de industrialização ali observados. A industrialização inglesa ocorreu sem haver sido substancialmente utilizado o banco com o propósito de financiamento em longo prazo do investimento. O caráter mais gradual do processo de industrialização e a maior acumulação de capital derivada, no início, dos lucros obtidos no comércio e na modernização da agricultura e, mais tarde, dos conseguidos na própria indústria, fizeram desnecessário o desenvolvimento de algum tipo de instituição especial para a provisão de capital em longo prazo. Com isso, a intermediação financeira,

predominantemente de curto prazo, foi preservada, ao contrário do que ocorreu com outros países, onde os requisitos de capital foram providos ou por bancos de investimento ou por mercado de capitais.

Em país relativamente atrasado, no sentido “temporal” que ele dá a essa palavra, o capital era escasso e difuso em relação ao necessário face à extensão do movimento de industrialização. O maior tamanho médio da planta e a concentração dos processos de industrialização nos ramos produtivos com relação capital-produto relativamente alta faziam que existisse maior tendência ao desenvolvimento em grande escala em lugar do gradual. Segundo esse autor, a pressão exercida por todas essas circunstância foi a que, essencialmente, deu lugar ao desenvolvimento divergente entre o sistema bancário que era comum na maior parte do continente europeu e o imperante na Inglaterra. As práticas do banco continental, no campo do investimento industrial, devem ser consideradas instrumentos específicos de industrialização para qualquer país atrasado.

O pioneiro e exemplo clássico de banco dedicado a ajudar a construção de estradas de ferro e a industrialização, então em país em condições especiais de economia relativamente atrasada, foi o banco francês *Credit Mobilier* dos irmãos Pereire. A partir da segunda metade do século XIX, o número de bancos que, em diversos países, adotaram o modelo Pereire foi considerável.

A diferença existente entre os bancos do tipo do *Credit Mobilier* e os bancos comerciais operantes no país avançado da época, ou seja, da Inglaterra, era absoluta. Entre os bancos ingleses, destinados especialmente a servir de fonte de capital em curto prazo, e o banco dirigido ao financiamento das necessidades de investimento em longo prazo existia verdadeiro abismo. Os bancos alemães, que se pode tomar com exemplo do tipo de banco universal ou misto, combinaram com êxito a idéia básica do *Credit Mobilier* com as atividades em curto prazo dos bancos comerciais.

Essa adaptação criadora da idéia básica dos Pereire resultou em instituições financeiras muitíssimo mais seguras que o próprio *Credit Mobilier*, com sua enorme carteira industrial. Ela excedia em muito seu capital, dependendo muito do transcurso favorável dos acontecimentos na bolsa de valores, para poder continuar suas atividades. Os bancos alemães, e com eles os austríacos e os italianos, mantinham ascendência tal sobre as empresas industriais que ela chegou a ultrapassar a esfera do mero controle financeiro para alcançar a das decisões de direção da empresa.

Esses bancos não exerceram influência somente sobre a estrutura da indústria, mas também sobre a própria conglomeração. As três últimas décadas do século XIX se

caracterizaram pelo rápido movimento de concentração que se produziu no sistema bancário. Na Inglaterra, embora também tenha ocorrido este fenômeno, devido às diferentes relações existentes entre o banco e a indústria, ele não foi acompanhado por concentração similar a do continente europeu. Na Alemanha foi diferente. O grande impulso alcançado pelo movimento de cartelização de sua indústria não pode ser explicado por completo se não o considera como resultado natural da fusão de seus bancos. Eles, com a vantajosa situação de controle centralizado, percebiam com rapidez as oportunidades privilegiadas da cartelização e fusão das empresas industriais.

Para Hilferding (1910), ambos os processos de concentração, o dos bancos e o das indústrias, não só se desenvolvem simultaneamente, como também há entre eles interação positiva que os faz acelerar-se mutuamente. O caso alemão dá o elemento mais conhecido da teoria de Hilferding: a fusão do capital industrial e do capital bancário no que ele denomina de capital financeiro. Entretanto, sua definição de capital financeiro aparece de maneira contraditória em seu livro. Hilferding fala, por um lado, do domínio do capital bancário sobre o industrial, e, por outro, de que a unificação no capital financeiro apaga toda a distinção entre as diferentes origens de capital. É possível citar-se diversas passagens em um ou outro sentido.

Pode-se, assim, fazer leitura restrita do conceito, no espaço e no tempo, pensando que a análise de Hilferding reflete somente particularidades do capitalismo alemão nos “anos da virada para o século XX”. É totalmente viável também fazer-se leitura criativa do capital financeiro, enxergando-o como característico da fase do capitalismo monopolista, quando há circuito de realização de capital via acumulação financeira. A circulação se daria através de órbita autônoma, relativamente, pois haveria circuito próprio do excedente gerado na órbita produtiva.

Pela primeira leitura, sua teoria não seria aplicável ao desenvolvimento capitalista de todos os países, tal como se deu realmente. Nesse caso, o capital financeiro se caracterizaria pelo caráter predominante de capital bancário sobre o industrial a partir de certo grau de concentração. Se bem que isto tenha ocorrido dessa maneira em alguns países, como Alemanha, Áustria, Itália, França e Espanha, houve outros, como o exemplo clássico dos Estados Unidos, nos quais nunca se pode falar de “estado de dependência da indústria em relação aos bancos”, muito antes pelo contrário. No caso norte-americano, o papel do sistema bancário foi diminuto no processo de concentração. O que foi importante envolveu o processo de emissão primária de ações. Isso explicaria o baixo grau de endividamento das empresas americanas, a importância do mercado de ações e a não dominação do capital industrial por parte do capital bancário, como ocorreu em outros casos.

De fato, segundo Gerschenkron (1962), ao se examinar a economia alemã no período que se estende até o começo da Primeira Guerra Mundial, observa-se que a esfera de atividades a que o grande banco alemão se dedicava estava constituída, principalmente, por minas de carvão, siderurgia, produção de maquinaria elétrica geral e produção química pesada. Enquanto isso, a indústria têxtil, a de couros e a de produtos alimentares ficavam completamente a margem de seus interesses. Portanto, a atenção dos bancos germânicos se concentrava na indústria pesada.

A experiência alemã pode ser generalizada para certo número de países, como a Áustria, Itália, Suíça, França e outros, onde embora tenham ocorrido certas diferenças individuais, em conjunto houve desenvolvimento similar. Porém, esse autor diz que há duas razões importantes que impedem que ela seja estendida a todo o continente europeu. A primeira é a existência de certos países atrasados nos quais não se observa desenvolvimento industrial de características parecidas, seja devido à escassez de recursos naturais, seja devido à ênfase na indústria leve e/ou na agricultura. A segunda refere-se ao fato de que havia outras nações nas quais os elementos básicos do atraso eram tão acentuados que se fazia necessária a aplicação de instrumentos institucionais de industrialização completamente diferentes.

Como exemplo do primeiro tipo de país ele cita a Dinamarca e do segundo, Rússia. Em conjunto, os elementos básicos do atraso existente na Alemanha dos anos 50 e na Rússia dos anos 90, ambos no século XIX, eram os mesmos. Mas, na Rússia, a escassez de capital era tão grande que nenhum sistema bancário teria conseguido atrair fundos suficientes para financiar industrialização em grande escala. Para poder conseguir o capital que a industrialização requeria foi necessário o funcionamento da máquina estatal. Tanto em suas origens, como em seus efeitos, a política posta em prática pelo Estado russo no final do século XIX mostrou grande semelhança com a realizada pelos bancos centro-europeus. Isto coloca em relevo as uniformidades básicas existentes na situação de atraso e na dependência que os instrumentos institucionais usados em cada país têm em relação a ela.

Portanto, Gerschenkron (1962) fornece referencial histórico útil para se entender o papel dos bancos na etapa da industrialização pesada de país de capitalismo tardio. Trata-se de questão de contemporaneidade. Os diferentes caracteres das industrializações se devem a que as forças produtivas de cada momento do capitalismo são distintas. Há então diferentes bases técnicas da qual deve partir a industrialização de cada país. A historicidade das forças produtivas capitalistas leva à necessidade do país que se propõe à industrialização pesada dar salto tecnológico que envolve

problemas de escala, de dimensão, de mobilização e concentração de capital suficiente para enfrentar a descontinuidade tecnológica.

Trotsky (1932) quando discutia a *lei do desenvolvimento desigual e combinado* já excluía a possibilidade de repetição das formas de desenvolvimento em diversas nações.

Na contingência de ser rebocado pelos países adiantados, um país atrasado não se conforma com a ordem de sucessão: o privilégio da situação historicamente atrasada – e este privilégio existe – autoriza um povo ou, mais exatamente, o força a assimilar todo o realizado, antes do prazo previsto, passando por cima da série de etapas intermediárias. Renunciam os selvagens ao arco e à flecha e tomam imediatamente o fuzil, sem que necessitem percorrer as distâncias que, no passado, separaram estas diferentes armas. Os europeus que colonizaram a América não recomeçaram ali a História desde seu início. Se a Alemanha e os Estados Unidos ultrapassaram economicamente a Inglaterra, isso se deveu, exatamente, ao atraso na evolução capitalista daqueles dois países.

Zysman (1983) argumenta que há três tipos distintos de sistemas financeiros. Cada qual provoca diferentes conseqüências para relações entre bancos, indústrias e financiamentos, assim como diversas implicações para o processo de industrialização. O primeiro tipo é o sistema baseado sobre mercado de capitais com recursos alocados por preços estabelecidos em mercados competitivos. O segundo tipo refere-se ao sistema baseado em crédito com os preços básicos administrados pelo governo. Finalmente, o terceiro é o sistema baseado em crédito dominado por instituições financeiras privadas.

A ênfase desse autor é sobre os arranjos estruturais, ou seja, as relações entre diversos mercados e instituições através das quais os fundos fluem, que conformam este processo em cada país. Talvez possa deduzir daí a existência de capitalismo financeiros nacionais.

Os sistemas financeiros nacionais variam de três maneiras. A primeira dimensão destaca a importância dos diferentes mercados na transferência de recursos entre aplicações e investimento. Estabelece a distinção fundamental entre sistemas baseados em mercado de capitais e sistemas baseados em crédito.

A segunda dimensão refere-se à maneira pela qual os preços são fixados nesses mercados. As possibilidades são: preços competitivos, preços dominados por instituições privadas e preços fixados pelo governo.

A terceira dimensão trata da atuação assumida pelo governo no sistema financeiro. Os sistemas financeiros nacionais podem ser distinguidos, de um lado, caso o governo dê prioridade ao controle de agregados monetários ou à alocação de recursos

entre usuários competidores. De outro, caso persiga qualquer uma dessas metas por administração quantitativa direta ou por manipulação das condições de mercado.

Em um grau ou em outro, todos os governos fazem todas estas coisas: administrar a oferta de moeda, cuidar da estabilização do sistema financeiro, conceder crédito e assumir endividamento, fixar taxa de juros, incentivar empréstimos bancários. Mas as atuações podem ser distintas, p.ex., na Inglaterra e nos Estados Unidos, a atuação do banco central é, normalmente, como estabilizador marginal, enquanto na França e no Japão, o banco central facilita a criação de moeda, abrindo acesso aos próprios fundos, e então influenciando a alocação de recursos.

Cada agrupamento de características estruturais – o papel do governo, os mercados significativos, os mecanismos pelos quais os preços são fixados, e as ligações entre financiamento e indústria –, interconectam-se, conformando um sistema. Os sistemas financeiros são distintos entre si de maneira significativa, politicamente. Os três modelos de financiamento sublinhados por Zysman (1983) destacam a relação entre características específicas do sistema financeiro e resultados político-econômicos.

No primeiro modelo, referente ao sistema baseado em mercado de capitais, as emissões de títulos financeiros (ações e debêntures) são a fonte predominante de fundos em longo prazo para a indústria. Em tal sistema, a função central do empréstimo bancário é atender finalidade de curto prazo como o financiamento do capital de giro. Geralmente, seja por circunstâncias históricas, seja por proibição legal, as instituições financeiras não atuam como empresários-proprietários e não possuem participações acionárias substanciais de qualquer empresa particular.

Em tal sistema, o banco central está preocupado, primariamente, com o controle dos agregados monetários; só secundariamente preocupa-se com a alocação de recursos. Nem o volume, nem a alocação de empréstimo bancário são, diretamente, determinados pelo banco central. Ele pode atuar com emprestador em última instância, mas somente de maneira muito limitada em situações de crise. Quando ele intervém, preferencialmente ele faz através da compra e venda de títulos de dívida pública (e não via normas e circulares), para alcançar as condições de mercado que produzem os resultados desejados.

Os arranjos de mercado limitam a capacidade governamental de direcionar os fluxos através do mercado de capitais. Este modelo coloca bancos, firmas e governos em esferas distintas das quais se arriscam, publicamente, a encontrarem-se como parceiros de barganha autônomos. A Inglaterra e os Estados Unidos se encaixam neste primeiro modelo.

O segundo modelo refere-se ao sistema baseado em crédito no qual as inter-relações de mercado são dominadas pelos preços administrados pelo governo. Dada a fraqueza do mercado de capitais, as firmas devem voltar-se para as instituições de empréstimos, isto é, os bancos, com o objetivo de obter dos fundos necessários a suas atividades. Neste caso, o crédito está no núcleo do sistema de financiamento empresarial. A capacidade do sistema bancário atender o crédito industrial é crítico.

O governo fixa, então, os preços em mercados relevantes de modo a dar forma às prioridades econômicas. O crédito atendido pelas instituições financeiras torna-se engrenagem fundamental no sistema de financiamento industrial. O governo é delineado para apoiar o sistema e fazer escolhas administrativas a respeito da alocação. Seu papel é compensar a inoperância no sistema financeiro privado existente.

A implicação política é que o entrelaçamento do Estado com a indústria torna-se parte e parcela do sistema financeiro. A delimitação entre público e privado se obscurece, não simplesmente por causa dos arranjos políticos, mas por causa da real estrutura do mercado financeiro. Neste modelo, p.ex., o sistema financeiro italiano é mais similar ao francês do que qualquer outro, mas o arbítrio gerado é difuso entre facções rivais na política italiana, enquanto no sistema francês o arbítrio está concentrado nas mãos do executivo central.

O terceiro modelo é também sistema baseado no crédito, mas nele um número limitado de instituições domina o sistema financeiro sem que elas próprias sejam dependentes de assistência estatal. Os mercados, e não ações administrativas, determinam os preços, mas o movimento de preços nos mercados refletem esta concentração de poder financeiro.

Neste modelo, o estado persegue agregados ao invés de objetivos alocativos. Faz isto através de operações de mercado ao invés de técnicas administrativas. As instituições financeiras têm influência nos negócios das empresas através de seus poderes de mercado nos empréstimos e suas dominações do acesso aos mercados de títulos. O governo não tem o aparato para ditar as escolhas alocativas para as instituições financeiras e, conseqüentemente, não tem instrumentos independentes dentro do sistema financeiro para com os quais influenciar as empresas. Os bancos podem servir de aliados políticos do governo sobre os termos negociados entre o governo e o financiamento.

Aproximam-se deste terceiro modelo os bancos que exercitam poder de mercado sobre os movimentos dos preços, como ocorre na Alemanha, mas não na Inglaterra. Observa-se que tanto o segundo quanto o terceiro modelo são soluções

possíveis para o desenvolvimento capitalista tardio, enquanto o primeiro modelo está relacionado à transformação industrial mais anterior.

A evidência apresentada nos casos estudados por Zysman (1983) suporta a hipótese que os tipos de sistemas financeiros são correlacionados aos modelos do processo de ajustamento. Com sistemas financeiros baseados em crédito e preços administrados, França e Japão teriam condução estatal desse processo. Estados Unidos e Inglaterra, que têm sistemas financeiros baseados em mercado de capitais com preços determinados competitivamente, teriam condução empresarial do crescimento. Na Alemanha, com uma instituição dominante, dentro de sistema financeiro baseado em crédito, haveria elementos de negociação política nos processos de mudança.

2 Comparando Brasil e Estados Unidos

A causa do atraso econômico brasileiro, segundo Lessa (2008, p. 147), não foi o clima, a geografia ou a religião. O determinante para a diferença de desenvolvimento econômico entre Brasil e Estados Unidos foi o escravismo, prolongado até o final do século XIX, pela última monarquia absolutista ocidental em país independente a tomar tal iniciativa.

A colônia portuguesa na América do Sul também passou por acontecimento inédito: tornou-se sede da corte metropolitana, fugindo das tropas de Napoleão, em 1808. Carente de recursos, a nobreza portuguesa se aliou com os traficantes de escravos e os escravistas exportadores de açúcar e café, explorando essas atividades ao longo do século XIX. Manteve o mercantilismo e o escravismo, quando a modernidade era o capitalismo e o liberalismo. A ferro e fogo ela defendia o catolicismo papal, enquanto o anticlericalismo, na América do Norte, derivava da ética protestante, e estava mais de acordo com o espírito do capitalismo.

A primeira constituição brasileira, após a Independência em 1822, manteve muitos poderes da monarquia absolutista, quando avanço político teria sido instalar república democrática. A proclamação da república só ocorreu por movimento militar, em 1889. Derrubou a monarquia, mas não avançou em democracia e nem fez a reforma agrária necessária para conceder terras aos libertos da escravidão em 1888. Os grandes latifundiários continuaram hegemônicos no país até a revolução militar de 1930. Apenas substituíram os escravos negros por assalariados com baixíssima remuneração, principalmente, imigrantes europeus e asiáticos pobres.

Segundo Lessa (2008, p. 148),

a grande defasagem entre Brasil e Estados Unidos está em que, na América do Norte, a república independente formou-se há mais de 200 anos, por uma população livre de grandes e pequenos proprietários e trabalhadores. Desde o início, os Estados Unidos herdaram as sementes da industrialização, da livre concorrência, o que transformou o país no motor da Segunda Revolução Industrial. Desde a Independência, formou-se um alicerce político razoavelmente democrático, igualitário e duradouro no país, com uma estrutura estatal não intervencionista, o que favoreceu o crescimento do capitalismo.

A democracia brasileira, de fato, só foi firmada recentemente, depois de ditaduras perdurarem em praticamente 1/3 da história republicana. O marco histórico foi o *impeachment* político em 1992, via Congresso Nacional, isto é, sem golpe militar, do primeiro presidente eleito por voto direto. Nos Estados Unidos, a democracia, o igualitarismo perante a lei e a limitação dos poderes do Estado fizeram parte da própria formação do país, desde os primórdios.

A violência foi a “parteira da história” norte-americana, devido a quatro guerras decisivas – a Guerra da Independência, a Civil e as I e II Guerras Mundiais. Em 1775-83, as 13 colônias escaparam do controle da metrópole inglesa. Em 1861-65, resolveram-se a questão do poder interno e a do tipo de capitalismo que adotaria. Em 1914-19, modificaram sua inserção na economia mundial, assumindo o papel de centro cíclico principal. Em 1939-45, superaram de vez sua antiga introversão, construindo uma ordem mundial sob sua hegemonia, conforme mostra Teixeira (1999).

Outro aspecto distintivo da sociedade americana foi a ocupação das “terras livres” existentes a Oeste. A política de terras americana começou logo depois da Guerra de Independência, com a Ordenança de 1787, que “expropriou” e reservou para a União os territórios indígenas do Oeste. Nascia assim o “domínio público”, colocando milhões de acres de terras em posse do governo federal, à medida que as anexações aumentavam o território do país.

Nos EUA, a Lei da Colonização (1862) garantia que somente poderia ter direito à propriedade da terra quem nela morasse e trabalhasse. No Brasil, pela Lei de Terras (1850) só poderia ter terra quem as comprasse e legalizasse as áreas nos cartórios mediante o pagamento de taxa à Coroa. Os resultados colhidos aqui se devem a essas distintas políticas de terras e de colonização. As capitânias hereditárias instituíram, sobretudo, um modo de pensar a terra no Brasil. A legislação brasileira dificultava aos imigrantes o acesso às “terras devolutas” (adquiridas por devolução), para forçá-los a trabalhar nas fazendas de café e substituir a mão-de-obra escrava.

Diferentemente do caso norte-americano, as estradas de ferro paulistas foram construídas por companhias inglesas, visando atender à exportação de café.

Essa política de terras norte-americana, segundo Silva (2003), foi fator de atração fundamental por levar aos EUA cerca de 60% dos imigrantes que cruzaram o Atlântico entre 1800 e 1914, pela distribuição de pequenos lotes de terras e pela formação de grande mercado interno. O Brasil recebeu aproximadamente 10 vezes menos imigrantes do que os Estados Unidos, no mesmo período, e manteve estrutura agrária altamente concentrada como uma das suas características básicas. Não fez a sua reforma agrária.

Segundo a citada Lei de *Homestead*, promulgada em plena guerra civil americana, chefes de famílias acima de 21 anos e que nunca tivessem pegado em armas contra a União podiam se apossar de no máximo 160 acres de terras públicas. Após 5 anos de ocupação produtiva, podiam reclamar o título de propriedade, ou ainda, mediante quitação em dinheiro, recebê-lo antes desse período. A partir de então, Governo e ferrovias cediam as terras ou as vendiam a baixo custo, para americanos e imigrantes alargarem as fronteiras econômicas do país. As estradas de ferro uniam as zonas agrícolas aos mercados consumidores do leste.

A operação das empresas ferroviárias, algumas das maiores empresas do mundo até então, apresentava requerimentos financeiros maciços, o que levou ao surgimento dos bancos de investimento, bem como à centralização e institucionalização do mercado de capitais em Nova York. Diversificaram-se as modalidades operacionais: sociedades por ações, títulos hipotecários, lançamento de debêntures, etc. O capitalismo norte-americano saltou etapas.

Trata-se de movimento histórico tão específico que o torna caso único, não repetível e impossível de se tomar como modelo.

3 Transformações mais recentes no sistema financeiro dos Estados Unidos

Cintra (2007) apresenta as transformações mais recentes no sistema financeiro dos Estados Unidos. A estrutura e a dinâmica do sistema financeiro americano mudaram bastante no final do século XX. Enquanto as inovações e a reestruturação foram transformando o sistema financeiro, os legisladores e órgãos reguladores foram dismantando os controles quantitativos, que constituíam uma das principais características do sistema financeiro dos Estados Unidos após a Grande Depressão (*Glass-Steagall Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934). Estes controles quantitativos eram os tetos sobre taxas de juros sobre os depósitos, controles sobre os

fluxos de capitais internacionais, depósitos compulsórios sobre depósitos a prazo, limites diretos sobre a expansão creditícia e as regras sobre a transparência na gestão dos negócios nos mercados de capitais.

Os desequilíbrios externos e as restrições impostas na conta de capital pelo governo dos EUA, nos anos 1960, foram decisivos para a formação do mercado de eurodólar. Em 1974, os EUA aboliram os controles sobre os fluxos de capital, inclusive os limites diretos sobre os empréstimos bancários, que objetivavam controlar a saída de capital nos anos 1960. Progressivamente, foi sendo promovida a liberdade dos fluxos de capitais na economia internacional, financeiramente cada vez mais integrada, ainda que organizada de forma assimétrica e hierárquica.

Em 1980, o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (1980) extinguiu a *Regulation Q*, que regulamentava os tetos sobre as taxas de juros sobre os depósitos das instituições depositárias, desencadeando o processo de desregulamentação do sistema financeiro doméstico. A desregulamentação facilitou a conglomeração e o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais e em operações “fora de balanço”. Isso resultou em elevado grau de “alavancagem” das empresas e instituições financeiras. As alterações implementadas pelo Legislativo e/ou órgãos reguladores foram *ad hoc*, tornando de direito a situação que era de fato, até a plena formação dos *full-service banking*, mantendo formalmente separadas suas distintas jurisdições e reforçando os limites para as conexões patrimoniais do sistema financeiro com os setores produtivos.

O *bank holding company* desde 1956, era definido como qualquer instituição que direta ou indiretamente controlasse 25% ou mais das ações com direito a voto em outros bancos. Era autorizada a oferecer serviços financeiros proibidos aos bancos comerciais. Essa alteração marcou a especificidade do processo americano de conglomeração financeira, consolidando os chamados *full-service banking* ou *financial supermarkets* (“supermercados de serviços financeiros”).

Durante esse processo, grande parte da gestão da riqueza e do crédito migrou das instituições de depósito (bancos comerciais, instituições de poupança e uniões de crédito) para os investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro, fundos de investimento e outras formas de investimento coletivo). A participação dos ativos das instituições de depósito caiu de 62,2% dos ativos totais do setor financeiro americano em 1950 para 23,3% no terceiro trimestre de 2006.

Como reverso, ocorreu o aumento da participação dos investidores institucionais e o crescimento dos mecanismos de securitização de dívida. Estimulado

em parte pelo *Employee Retirement Income Security Act* (Erisa, em 1974), os ativos dos fundos de pensão aumentaram de US\$ 786,6 bilhões em 1980 para US\$ 6,8 trilhões em 1999. Entre 2000 e 2002, os fundos de pensão enfrentaram forte deflação dos seus estoques de ativos, os quais se recuperaram nos anos seguintes, alcançando US\$ 9,2 trilhões no terceiro trimestre de 2006. Todavia, a participação relativa dos fundos de pensão caiu de 20% no final de 1999 para 17,2% em 2006, praticamente a mesma posição de 1980.

Em conjunto, os ativos dos investidores institucionais pularam de US\$ 2 trilhões em 1980 para US\$ 18,7 trilhões no penúltimo trimestre de 2006, mesmo com a desvalorização provocada pela crise no mercado acionário. Assim, os investidores institucionais transformaram-se em um dos principais mecanismos de poupança e investimento na economia americana. A participação dos investidores institucionais no total de ativos financeiros cresceu de 43,3% em 1980 para 49,4% em 2006. Em termos da participação no PIB, os ativos dos investidores institucionais saltaram de 72%, em 1980, para 198,3%, em 2006, segundo dados reunidos por Cintra (2007).

O aumento da participação relativa dos investidores institucionais americanos desencadeou expansão simétrica do papel desempenhado pelo mercado de capitais, uma vez que as *securities* (títulos e ações) são os principais ativos detidos por esses investidores. Em princípio, esses mercados teriam a virtude de combinar as vantagens da melhor circulação das informações, da redução dos custos de transação e da distribuição mais racional do risco. Entretanto, com os ajustes desses mercados ocorrendo por desvalorização dos estoques, a dinâmica do sistema torna-se mais instável.

De acordo com a dinâmica financeira característica dos mercados de capitais americanos, as tensões de iliquidez ou de inadimplemento são logo “precificadas” via queda de preços dos instrumentos financeiros. Essa dinâmica instável passa a comandar não só a gestão da riqueza e do crédito americano, bem como de grande parte da riqueza mundial, ainda de acordo com Cintra (2007).

Como os investidores institucionais aumentaram suas demandas por instrumentos do mercado de capitais, as corporações tomaram menos recursos dos bancos e emitiram substancialmente mais bônus, notas, *commercial papers* e ações. O crédito e a poupança das famílias também se moveram para o mercado de capitais. A participação relativa dos empréstimos bancários no estoque total de dívida caiu de 9,7% em 1980 para 3,5% em 2005. Por sua vez, a participação dos bônus corporativos praticamente duplicou, aumentando de 10,7% para 20,4% no mesmo período. A participação das hipotecas flutuou em torno de 24%-30% durante todo o período.

Houve também acelerado processo de valorização das ações. O valor de mercado das ações, a despeito das oscilações de curto prazo, alcançou US\$ 19,3 trilhões no terceiro trimestre de 2006. Durante os ciclos de valorização das ações, à medida que “inflavam” o patrimônio líquido das corporações e das famílias, elas recorreram à utilização do endividamento como forma de alavancar mais ganhos de capital. Como mostra Cintra (2007), executivos e outros empregados se endividaram para exercer opções de compra de ações, freqüentemente, de suas próprias empresas, prática que também impulsionou os preços das ações. Ao mesmo tempo, as corporações se endividavam para recomprar suas ações em mercado, reduzindo a oferta de ações e, conseqüentemente, elevando os preços. Dois movimentos determinaram a evolução das emissões acionárias: de um lado, a intensificação dos processos de fusão e aquisição, com eventuais fechamentos de capital, colaborou de forma negativa, por outro, a expansão da abertura de capital (IPO) de empresas de tecnologia ampliou o volume de emissões.

A evolução da participação das hipotecas no endividamento total do setor privado é explicada pelas transformações estruturais ocorridas no sistema de financiamento imobiliário dos EUA, provocadas pela crise das *Saving & Loans* (S&L). As medidas tomadas pelo governo americano para atenuar os impactos dos desequilíbrios patrimoniais dessas instituições foram no sentido de promover o desenvolvimento de um mercado secundário securitizado de hipotecas, as MBS (*mortgage-backed securities*). A criação desse mercado acabou por gerar vínculos estreitos entre os mercados de capitais e o mercado de hipotecas. O sistema de financiamento imobiliário americano passou a ser ancorado por cinco instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança (S&L): *Federal Housing Administration* (FHA), *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac) e o *Federal Home Loan Bank System* (Cintra; Cagnin, 2007).

O *funding* dessas instituições pode tanto permanecer exclusivamente público, por meio de operações de repasse do Tesouro, como totalmente privado, por meio de captações nos mercados de capitais ou do direcionamento do crédito. Todas as agências federais (públicas e privadas) possuíam ativos de US\$ 6,7 trilhões no terceiro trimestre de 2006, o equivalente a 12,6% do estoque de ativos financeiros.

Conforme salienta Torres Filho (2007, p. 285), vários países criaram ou revitalizaram seus mecanismos de direcionamento de crédito como reação à Crise de 1929. Nesse campo, a experiência dos Estados Unidos passou a ser vista como modelo.

Praticamente todo o sistema americano de direcionamento de crédito hoje existente foi implantado na década de 1930, a partir da *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), criada em 1932, antes mesmo de se iniciar o *New Deal* da era Roosevelt.

O propósito original da RFC era realizar empréstimos emergenciais para bancos, ferrovias e companhias de seguro. Em seguida, passou também a operar com governos municipais e a agricultura. Poucos anos depois, a exportação foi contemplada. A *Commodity Credit Corporation*, agência norte-americana até hoje voltada para o financiamento agrícola e a administração de estoques reguladores, foi criada em 1933 como uma subsidiária da RFC. O mesmo aconteceu com o Eximbank, em 1938, criado para financiar o comércio exterior.

Para sustentar o investimento residencial, foi criado em 1932, o *Federal Home Loan Bank System* para oferecer ao sistema bancário crédito direcionado para hipotecas residenciais. Diante da baixa liquidez desses títulos, o RFC montou, em 1938, a subsidiária *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), que até hoje tem papel de destaque nesse mercado.

A entrada dos Estados Unidos na 2ª Guerra Mundial levou todo esse sistema de direcionamento de crédito a ser mobilizado para o esforço de guerra. Com o final do conflito, algumas dessas instituições perderam importância. A própria RFC, por exemplo, foi extinta na década de 1950, dando lugar à *Small Business Administration* (SBA), agência voltada para pequenas e médias empresas.

De acordo com Torres Filho (2007, p. 286), na maior parte dos países desenvolvidos da Europa e no Japão, a experiência dos sistemas de direcionamento de crédito após a 2ª Guerra Mundial, seguiu em linhas gerais o modelo americano dos anos 1930. Foram criados bancos públicos para a reconstrução e para segmentos específicos. Desde então, o fortalecimento das instituições privadas e dos mercados de capitais em moeda local, fizeram com que os instrumentos diretos de direcionamento perdessem importância relativa para os instrumentos indiretos, como garantias e seguro de crédito.

No mundo em desenvolvimento, segundo esse mesmo autor, a experiência foi distinta. O problema central da maior parte desses países após a 2ª Guerra, particularmente na América Latina, era a superação do subdesenvolvimento e não a reconstrução. Mesmo assim, o modelo americano serviu de base à criação de várias instituições de direcionamento de crédito. A grande diferença frente à experiência dos países ricos está no fato de, até hoje, inexistirem, na maior parte dessas economias em desenvolvimento, mercados de crédito de longo prazo em moeda nacional relevantes,

quer bancários, quer securitizados. Isto faz com que, necessariamente, seja elevada a importância dos bancos públicos no direcionamento de crédito nesses países menos desenvolvidos, uma vez que os mecanismos indiretos baseados em risco têm baixa eficácia.

4 Capitalismo sem (mercado de) capitais

Por aqui, no Brasil, não se constituiu, plenamente, “economia de mercado de capitais”. Em economia com grande instabilidade inflacionária e cambial, a forma preferida de manutenção de fortuna local sempre foi em bens de raiz. No passado, predominava o estoque de riqueza em escravos, terras, engenhos, imóveis urbanos, etc. No mercado financeiro, desde o século XIX, as emissões de títulos de dívida pública fornecem lastro para aplicações financeiras, contrapondo-se, parcialmente, às fugas de capital para o ouro ou as divisas estrangeiras. Evitam a plena dolarização da economia.

Grande parte da riqueza de “novos ricos” surgiu de atividades não-produtivas, geralmente ligadas a ganhos de capital por meio de valorizações financeiras, como a venda de bens – imóveis, fazendas, empresas, participações, etc. – comprados com preços baixos e vendidos após forte alta. Os empreendedores pioneiros investiram, inicialmente, em “zonas de fronteiras” ou espaços urbanos ainda não atendidos por determinadas atividades. Com o controle monopolista de mercados locais, obtiveram “ganhos de fundadores” extraordinários, devido ao crescimento das cidades.

Nos últimos 30 anos, a bolsa de valores teve apenas cinco “booms”, no Brasil. O primeiro foi em 1971, durante o chamado “milagre econômico brasileiro”. O segundo foi 15 anos após, depois do lançamento do Plano Cruzado. Em 1989, houve a mega-especulação do Nagi Nahas. Em meados de 1997, com a “crise asiática”, explodiu a última bolha, a da “abertura financeira ao capital estrangeiro”. A última sequência de altas, a partir de 2003 até maio de 2008, pode ser vista como a primeira que ocorre sob condições de estabilização da inflação e do câmbio, de queda da taxa de juros, de superávit nas transações externas, de superávit primário do setor público, de desdolarização da dívida pública, e, portanto, em contexto de confiança dos investidores.

A lição dessa história da bolsa de valores é que sua tendência de longo prazo reflete os fundamentos macroeconômicos, mas sua volatilidade em curtos prazos é reflexo de pura especulação. Essa é a especulação movida pela auto-alimentação da alta, isto é, compra-se porque está subindo, sobe porque está se comprando, e vice-versa.

Alguns analistas técnicos citam vários fatores endógenos, para explicar o baixo desenvolvimento do mercado de capitais. Entre eles estão a estrutura tributária, a exigência de transparência contábil e auditoria (dificultando a prática da evasão fiscal das empresas), a estrutura familiar da gestão, os custos da abertura de capital, a oferta insuficiente de ações de empresas fortes, o enfraquecimento dos minoritários, a ineficiência do controle da CVM, os custos de oportunidade dos investidores, face às aplicações em renda fixa, e as restrições à movimentação de capitais estrangeiros.

É necessária a abordagem estruturalista do tema. Em termos dos operadores do mercado, cabe a análise fundamentalista com perspectiva histórica. Todas essas causas, geralmente apontadas para a atrofia do mercado de ações no Brasil, são superficiais face à própria ausência de condições históricas, institucionais e macroeconômicas.

Em primeiro lugar, cabe lembrar que a especificidade histórica do desenvolvimento capitalista no Brasil está em seu momento: a fase monopolista. Antes dela, em sua fase competitiva, desenvolveu-se o capitalismo nos países anglo-saxões. Constituiu lá, na Inglaterra e nos Estados Unidos, a “economia de mercado de capitais”. Verdadeiramente, até hoje, foram os únicos lugares onde esta se desenvolveu.

Nos Estados Unidos, no período da Grande Crise de 1873 a 1905, iniciou-se o processo de concentração. Havia razões econômico-financeiras para isso, como o requerimento de elevado nível de escala mínima de produção, com um amplo mercado interno a ser explorado. O mercado de ações permitiu fusões e aquisições de empresas, próprias de período de crise.

O protecionismo, com a imposição de barreiras alfandegárias e a exclusão da concorrência estrangeira, também cooperou para a formação de cartéis. Isso permitiu a esse país retardatário superar o capitalismo originário competitivo, especialmente porque se formou uma organização da produção de nível superior. As sociedades anônimas, os cartéis e a intervenção protecionista do Estado na economia permitiram a centralização e a concentração dos capitais.

Por aqui, o Estado, à custa de imenso e contínuo endividamento, teve que se encarregar da tarefa de industrialização pesada, devido aos grandes riscos do investimento. A insuficiente mobilização e concentração de capitais pelos empresários brasileiros, em face da envergadura dos empreendimentos, afastou-os. Eles tinham oportunidades lucrativas de inversão, com baixo risco e diminutas barreiras tecnológicas, na medida em que atuassem em mercados protegidos como o bancário e o de empreitadas de obras públicas. Os investimentos que requisitavam patentes

tecnológicas foram efetuados por empresas estrangeiras. Essas trouxeram capital do exterior; não necessitaram emitir ações no país.

Os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas privadas nacionais foram limitados. Foram atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais. Com isso, nunca houve estímulo, pelo lado da demanda de recursos, para os proprietários dividirem o poder sobre suas empresas. Inclusive, para incentivar a abertura de capital, criou-se o expediente (inexistente nos Estados Unidos) de separar ações ordinárias e preferenciais como proteção face ao risco de perda do controle acionário por *takeover* hostil. Isso desestimula o mercado secundário.

O movimento da bolsa de valores se concentrava em ações das empresas estatais. Com o modelo de privatização adotado, nos anos 90, acompanhado de desnacionalização, perdeu-se a oportunidade histórica de criar grandes corporações privadas nacionais, com a venda de suas ações de maneira pulverizada. Não se fez a “democratização do capital”.

O fato histórico é que aqui se constituiu, de maneira dominante, “economia de endividamento”, e não “economia de mercado de capitais”. Ainda não houve no mundo nenhuma experiência que tenha convertido a primeira nessa última, típica dos países anglo-saxões. Esse modelo institucional de mercado financeiro não pode ser copiado senão como uma caricatura. Pelo contrário, recentemente (assim como antes de 1929), a bolsa de valores de Nova York absorveu ações (ADRs) das grandes empresas do resto do mundo, esvaziando as congêneres.

A dúvida é se será possível a junção dessas “economias” via securitização, termo oriundo da palavra inglesa “*security*”, significando o processo de transformação de uma dívida com determinado credor em dívida com compradores de títulos ou contratos originados no montante dessa dívida. Na realidade, trata-se da conversão de empréstimos bancários (e outros ativos) em títulos (*securities*) para a venda a investidores.

É difícil enquadrar o sistema financeiro brasileiro dentro da tipologia formulada por Zysman (1983). O modelo típico dos países anglo-saxões é baseado em *mercado de capitais*, o franco-nipônico em *crédito público*, e o germânico em *crédito privado*. A economia brasileira possui traços não plenamente desenvolvidos dos três modelos de financiamento a prazo: mercado de capitais raquítico, crédito público insuficiente, crédito privado incipiente. Talvez sua melhor classificação seja de acordo com a terminologia proposta por Hicks (1974). Ele opôs dois regimes macro-

financeiros, qualificados de *economia de endividamento* (ou com cobertura) e *economia de autofinanciamento* (ou de fundos próprios). Este último regime seria o mais representativo da economia brasileira, embora a emissão de ações, uma das fontes de recursos próprios – a outra se deriva dos lucros retidos pelas empresas, inclusive as matrizes internacionais –, seja muito precária.

Há episódio na história brasileira que sintetiza como os nativos se apropriam aqui de “idéias de fora do lugar”. Os portugueses trouxeram o rigor de suas leis e o empenho dos missionários católicos para tentar fazer desta terra extensão da Europa. Mas os nativos demonstraram seu descontentamento. O arrogante bispo português Pero Fernandes Sardinha foi devorado pelos índios caetés, em 16 de junho de 1556. Em Piratininga, Ano 374 da deglutição do Bispo Sardinha, o “Manifesto Antropofágico”, escrito por Oswald de Andrade, questiona o servilismo cultural a que os brasileiros estavam acostumados. Coloca-se “contra todos os importadores de consciência enlatada”. Afirma ele: “Só a antropofagia nos une. Socialmente. Economicamente. Filosoficamente”. A tropicalização antropofágica miscigenada unifica o sistema financeiro nacional.

5 Todos os bancos públicos do BRIC

Haddad (2007, p. 274) defende a “tese” de que o desenvolvimento do mercado de capitais não ocorreu no Brasil por causa dos bancos públicos. Segundo seu raciocínio, o modelo adotado no Brasil, caracterizado, entre outras coisas, por se auto-alimentar, inibiu o mercado de capitais.

O fato de o governo concentrar poupanças restringe o crédito privado de longo prazo, sobretudo em face da ausência de mobilidade internacional de capitais. As empresas se tornam cada vez mais dependentes do governo para se financiarem e, ao serem abastecidas por ele, reduzem a demanda por instrumentos alternativos de financiamento privado, mantendo-se o *status quo*.

Absolutamente, é equivocado dizer que o Banco do Brasil e o BNDESPar prejudicaram o mercado de capitais. Aliás, a verdade histórica é o contrário: eles o beneficiaram, o primeiro com a abertura de seu capital e o segundo com a atuação de investidor *market-maker*. A carteira de participações deste banco de desenvolvimento, via BNDESPar, inclui quase 140 empresas, entre as quais, Vale, Petrobras e Embraer.

Principal instrumento do governo para combater os efeitos da crise, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), no final de 2008, representava quase 14% do total de investimentos no país. De 2005 a 2008, seu total de empréstimos praticamente duplicou. Neste último ano, emprestou quase o triplo do

total de operações contratadas no BIRD (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento), que, com a AID (Associação Internacional de Desenvolvimento), compõe o Banco Mundial. Em 2008, o BNDES liberou cerca de US\$ 40 bilhões. No ano fiscal de 2008, o BIRD comprometeu o total de US\$ 13,5 bilhões em 99 operações em 34 países, com desembolso bruto de US\$ 10,5 bilhões. O BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) emprestou “apenas” US\$ 7 bilhões.

De acordo com Torres Filho (2007, p. 295), o passivo total do BNDES, em novembro de 2006, era, aproximadamente, US\$ 86 bilhões. Destes recursos, cerca de 80% eram originados do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), do Fundo PIS-PASEP, de outros fundos públicos de menor porte, e do patrimônio líquido da instituição. Do restante, as captações externas, basicamente provenientes de organismos internacionais (BIRD, BID, JBIC japonês e KfW alemão) compunham o segundo grupo mais importante de fontes de recursos, com 8%. Esses fundos externos, a despeito do prazo adequado para financiar investimentos de longo prazo, possuem, no entanto, o inconveniente de serem denominados em moeda estrangeira, ou seja, têm seu custo efetivo em moeda nacional sujeito à volatilidade da taxa de câmbio. Por esse motivo, sempre tiveram participação menor no passivo total da instituição.

O BNDES pode ter atuação anti-cíclica, compensando crises no mercado de capitais.

Essa estrutura de *funding*, que foi montada pelo governo para dar sustentação financeira a seu principal banco de desenvolvimento, mostrou-se, na prática, inelástica aos ciclos do crédito bancário dos últimos anos. Assim, pelo lado da oferta de fundos, inexistem mecanismos que transmitam automaticamente ao BNDES os movimentos de expansão e contração da oferta de fundos do restante do mercado bancário (Torres Filho, 2007, p. 296).

O mesmo acontece com o nível de liquidez corrente da instituição. O dinheiro proveniente de retornos, ou seja, receitas de juros e de amortizações, e da venda de ativos (monetização de títulos e valores mobiliários) foi suficiente para cobrir todos os desembolsos da instituição entre 2003 e 2006. Apenas as vendas líquidas de valores mobiliários sofrem impacto direto do estado do mercado, mas o BNDES tem montantes pequenos envolvidos nessas operações, frente aos desembolsos correntes da instituição.

Guimarães (2007, p. 322) chama a atenção sobre a utilização dos orçamentos dos bancos públicos como “orçamentos paralelos” ao do Orçamento Geral da União. “A utilização da empresa estatal como mecanismo de financiamento e de subsídio a políticas públicas tem implicações de natureza fiscal. Por um lado, libera a execução da

política de governo das restrições impostas pelo Orçamento, dispensando os gastos do Executivo de prévia autorização do Legislativo. Por outro, implica perda de transparência na gestão das finanças públicas, uma vez que é difícil reconhecer o subsídio, aferir sua magnitude e atribuí-lo a beneficiários e políticas específicas; assim, os custos das políticas públicas não são percebidos no presente e incorrerão em governos futuros, que deverão fazer aportes de capital para recompor insuficiências geradas no passado”. Poderia lembrar também do uso de suas tesourarias como carregadoras de títulos de dívida pública, captando recursos no mercado, inclusive inter-bancário.

A primeira regra de governança corporativa de empresa de economia mista deveria ser a exigência de que os custos da implementação de políticas do governo sejam reconhecidos, quantificados e cobertos pelo controlador. Tal orientação vem sendo observada no Banco do Brasil ao longo dos últimos anos. O Estatuto e as normas internas do Banco consagram, ao lado de regras de segregação de funções, o princípio de decisão colegiada, observando o processo de decisões por comitês. O objetivo é “consolidar a observância das normas de prudência bancária, bem como em torná-los menos vulneráveis a pressões externas, notadamente do controlador, em favor de decisões que venham a afetar o desempenho da empresa e os interesses dos acionistas minoritários” (Guimarães; 2007, p. 326).

Outras práticas adotadas pelo Banco do Brasil são comuns às empresas listadas em bolsa de valores, em geral. São elas: a supervisão e o controle da atuação dos administradores pelos acionistas e a proteção dos acionistas minoritários em face do acionista controlador. Aquela se executa via Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, Auditoria Interna, Auditor Independente e empresa de auditoria externa, além da supervisão do Banco Central do Brasil e do controle do Tribunal de Contas da União (TCU). A preservação dos direitos dos acionistas requer acesso a conjunto de informações sobre a Empresa que lhes permita avaliar, por conta própria, seu desempenho e de seus administradores, além da própria eficácia dos mecanismos existentes de controle interno e externo.

Novaes (2007) examina experiências de outros países no uso de bancos públicos e busca identificar padrões do foco de atuação, de desempenho e das transformações por que estão passando. Ela aborda conjunto de países que vai da “pobre” Índia à “rica” Suíça, passando por Chile, Indonésia, Coreia do Sul e Itália. Oliveira Filho (2007) foca China e Rússia, países que, ao lado do Brasil e Índia, formam o grupo denominado BRIC.

Como era de se esperar, as experiências de outros países no uso de bancos públicos são tão específicas que não permitiriam, rigorosamente, comparação. Mas, esses pesquisadores apresentam aos leitores série de dados e informações que dão outras evidências. Os grandes países emergentes que formam o grupo denominado BRIC, justamente, usaram (e abusaram) de bancos estatais para alcançar o crescimento sustentado que atualmente mantém. E não pretendem abrir mão deles.

De acordo com o relatório *World Economic Outlook* do FMI, as economias emergentes e em desenvolvimento têm dominado o crescimento global nos últimos cinco anos. Tomados em conjunto, elas responderam por 2/3 do crescimento do produto mundial em 2007, em termos de paridade do poder de compra.

A experiência recente na economia mundial não demonstra que o modelo de “normalidade financeira” a ser perseguido, imitado, almejado, seja o dos Estados Unidos. Muito menos que o melhor para os países emergentes seja a privatização de seus bancos públicos, instituições financeiras que contribuem muito para esse processo de desenvolvimento.

Os pesquisadores citados apresentam algumas evidências empíricas a respeito do papel-chave desempenhado pelos bancos públicos nas outras economias do BRIC. Novaes (2007, p. 100-101) afirma que,

embora a participação do Estado no setor bancário indiano tenha caído de 91% dos ativos do setor, no início dos anos 1990, para 71%, em 2004, ela ainda é das maiores do mundo. [...] os bancos privados acabaram confinados em sua área de atuação local, sem perspectivas de crescimento. [...] Nos últimos 50 anos, o envolvimento do governo no setor bancário foi além da questão da propriedade, pois passou a determinar o direcionamento do crédito e a nomeação da diretoria, regular os intermediários e prover garantia para os depositantes. Os bancos foram utilizados como instrumento parafiscal, por intermédio, por exemplo, do controle da taxa de juros, de participações cruzadas e de operações de salvamento de bancos e depositantes.

Na Rússia, segundo Oliveira Filho (2007, p. 135), com a desagregação da ex-URSS, “em 1987, houve a reestruturação do antigo banco estatal *Gosbank*, que foi dividido em novos bancos estatais especializados: *Agroprombank* (agricultura), *Zhilsotzbank* (habitação e áreas de infra-estrutura), *Vnesheconombank*-VTB (comércio exterior), *Promstroybank* (setor industrial) e *Sherbank* (poupança)”. Este último é o banco líder, com 28,9% dos ativos totais, 51,5% dos depósitos e 36% dos empréstimos do setor bancário. O Estado russo detém mais de 50% dos seus depósitos. Ele emprega 240 mil funcionários, possui rede de vinte mil agências – as únicas em algumas regiões do país – e, praticamente, é o *price setter* do sistema bancário.

A Rússia pouco avançou na alteração do controle estatal dos bancos. Entre os dez maiores bancos russos por ativo (balanço de junho de 2005), cinco são públicos (quatro federais e um regional), dos quais quatro estão entre os cinco maiores (Oliveira Filho; 2007, p. 136).

O sistema bancário chinês moderno começou a tomar forma em 1979, com o fim do “monopólio” do Banco Popular da República da China (BPRC).

Entre 1979 e 1983, o governo chinês redistribuiu as atividades comerciais do BPRC em quatro grandes novas instituições, que se tornaram conhecidas como os *Big Four*. A princípio, foram constituídos o Banco Agrícola da China (BAC), especializado em crédito agrícola, e o Banco da China (BC), focado na negociação com divisas estrangeiras e *trade finance*. Posteriormente, foram criados o Banco de Construção da China (BCC), dedicado ao crédito na área de construção e infra-estrutura, e o Banco Industrial e Comercial da China (BICC), voltado para o financiamento urbano. O conjunto desses bancos ainda concentra a maior parte das atividades bancárias: 60% dos ativos, 60% dos empréstimos e 65% dos depósitos (Oliveira Filho, 2007, p. 142-143).

Onde um neoliberal vê problemas – “a dominância dos bancos públicos inibiu e reduziu o desenvolvimento dos mercados locais de capitais, em razão da competição desigual gerada por subsídios de origem estatal” – o resto do mundo, inclusive o FMI, atualmente, vê como solução. Os bancos públicos constituem um dos principais instrumentos dos governos dos países emergentes, para combater os efeitos da crise, pois os créditos deles são muito menos pró-cíclicos que os do restante do mercado.

Conclusão

Constitui “vício ricardiano”, isto é, método equivocado de David Ricardo, notável pensador do início do século XIX, criticar a atribuição da administração dos fundos sociais aos bancos públicos, e não aos privados ou ao mercado de capitais, alegando que isso é baseado em “razões exclusivamente políticas e sem amparo na teoria econômica”. Nesse vício incorre todo o analista que abstrai a política, a sociologia, enfim, outras ciências, para extrair da realidade o fenômeno econômico em toda sua pureza (e fazer teoria pura ou abstrata), e se esquece de reincorporá-las, quando vai tecer considerações sobre a arte da economia. Nesse caso, ele tem de considerar não só a ciência abstrata, mas também a aplicada à história. É sua obrigação datar, localizar e analisar todos os conflitos de interesses sociais e políticos em que as decisões tomadas estão imersas. Não há “razões exclusivamente políticas”, assim como não se deve acreditar que melhor é o predomínio de “razões exclusivamente econômicas”.

A conclusão da comparação entre as características das principais instituições financeiras da Europa, dos Estados Unidos e do “bloco” BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), estudando particularmente o caso do Brasil, mostra que, em nível mais abstrato, buscando o que há de comum em todas as economias de mercado, pode-se sim falar em capitalismo mundial. Porém, quando se diminui a abstração, incorporando na análise as instituições financeiras, é necessário datar e localizar os capitalismos financeiros.

Referências bibliográficas

BOYER, R. *Coherence, diversity and evolution of capitalisms: the institutional complementarities hypothesis*. Paris: CEPREMAP-CNRS-EHESS, 2005. Mimeografado.

CINTRA, Marcos Antonio M. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório I do Projeto de pesquisa – O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto IX. *Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, jul. 2007. Mimeografado.

_____; CAGNIN, Rafael Fagundes. Evolução e dinâmica das finanças nos Estados Unidos. *Investigación Económica*, México, DF: Facultad de Economía/Universidad Nacional Autónoma de México, 2007.

DYMSKI, Gary. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 73-136, dez. 1998.

GERSCHENKRON, Alexander. El atraso económico en su perspectiva histórica. In: *ATRASO Economico e Industrializacion*. Barcelona: Editorial Ariel, 1973.

GUIMARÃES, Eduardo Augusto. Governança corporativa e empresa estatal: o caso do Banco do Brasil. In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007.

HADDAD, Cláudio. Bancos públicos no Brasil: reflexões e propostas. In: PINHEIRO e OLIVEIRA FILHO (2007).

HILFERDING, Rudolf (1910). *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HIRSCHMAN, Albert. Auge y ocaso de la teoría económica del desarrollo. *El Trimestre Económico*, México, v. 188, p. 1055-1077, 1980.

LESSA, Ricardo. *Brasil e Estados Unidos: o que fez a diferença*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008.

NOVAES, Ana. Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional. In: PINHEIRO e OLIVEIRA FILHO (2007).

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Crédito direcionado e intermediários financeiros: Rússia e China, duas dimensões dos BRICs. In: PINHEIRO e OLIVEIRA FILHO (2007).

PECK, Jaime; THEODORE, Nick. *Comparing capitalisms: theorizing the persistence of institutional variation*. Vienna: Demologos Meeting, Jun. 2005. p. 16-18.

PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. 423p.

ROSTOW, W. W.. *Etapas do desenvolvimento econômico (um manifesto não-comunista)*. 6. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1978.

SILVA, Ligia Osório. Na terra, as raízes do atraso. *História Viva*. Ano 1, n. 1, p. 72-75, nov. 2003.

TEIXEIRA, Aloisio. Estados Unidos: a “curta marcha” para a hegemonia. In: FIORI, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999. p.155-190.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO e OLIVEIRA FILHO (2007).

TROTSKY, Leon (1932). *A história da revolução russa*. Rio de Janeiro: Saga, 1967. v. I, p. 24.

ZYSMAN, John. *Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University, 1987.