

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO

Escola Paulista de Política, Economia e Negócios

Daniel Takeshi Watanabe

OURO DE TOLO

Perspectivas de desenvolvimento em meio à globalização
financeira

**OSASCO
2019**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO

Escola Paulista de Política, Economia e Negócios

Daniel Takeshi Watanabe

OURO DE TOLO

Perspectivas de desenvolvimento em meio à globalização
financeira

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia e Desenvolvimento da Universidade Federal de São Paulo como um dos requisitos para obtenção do grau de mestre em economia.

Orientador: Prof. Dr. Alberto Handfas

**OSASCO
2019**

Aos meus pais, irmãos e a Camila.

RESUMO

O objetivo do presente estudo é articular as transformações ocorridas na economia política do capitalismo a partir da década de 1970 à ausência de perspectivas de desenvolvimento econômico das economias periféricas. O modo financeirizado de funcionamento do capitalismo contemporâneo e a estrutura hierárquica e assimétrica do sistema financeiro e monetário internacional impõem dimensão externa que condiciona fortemente a inserção dos países emergentes. Pretende-se, pois, expor as mediações lógicas e os fatores exógenos vinculados à dificuldade de promoção do desenvolvimento nesses países.

Palavras-chave: globalização financeira, financeirização, países periféricos, desenvolvimento, hierarquia monetária.

SUMÁRIO

Introdução.....	06
Parte I - Globalização financeira: nome e sobrenome.....	10
Capítulo 1 – Aspectos teórico-conceituais.....	12
Capítulo 2 – Aspectos histórico-geopolíticos.....	20
Parte II – Supremacia das finanças, crises e inserção periférica.....	37
Capítulo 3 – Da vulnerabilidade cíclica.....	39
Capítulo 4 – Da vulnerabilidade periférica.....	51
Considerações Finais.....	66
Referências bibliográficas.....	78

Introdução

Mais que nunca os novos desafios serão de caráter social, e não principalmente econômico, como ocorreu em fases anteriores do desenvolvimento do capitalismo. A imaginação política terá, assim, que passar ao primeiro plano. Equivoca-se quem pretende que já não existe espaço para a utopia. Esse é o desafio maior que enfrenta a nova geração: convido-a a assumi-lo sem temores.

FURTADO, C. *Metamorfozes do Capitalismo*, 2002.

Desde tempos imemoriais há seres humanos que acreditam que são capazes de construir, individual ou coletivamente, um mundo melhor do que herdaram. Muitos acreditam que, no decurso dessa construção, poderão se refazer como pessoas diferentes, talvez até melhores. Incluo-me no grupo que acredita nas duas proposições.

HARVEY, D. *17 contradições e o fim do capitalismo*, 2016.

A história recente da busca dos países periféricos¹ pelo crescimento econômico tem sido marcada pelo discurso neoliberal, que preconiza a necessidade de abertura comercial e financeira e de austeridade e equilíbrio fiscal para se inserir em uma inexorável globalização, supostamente liderada pelo desenvolvimento tecnológico. Esse discurso procura atribuir roupagem técnica e ideologicamente isenta às recomendações, de modo que a mera manutenção de fundamentos internos estáveis e a plena integração ao sistema econômico internacional, por meio da livre atuação das forças de mercado, promoveriam convergência de desenvolvimento e harmonização entre as economias dos diversos países.

Ocorre, contudo, que a estrutura político-institucional do sistema financeiro e monetário internacional, em especial a partir do final dos anos 1970, impõe, necessariamente, uma dimensão externa às perspectivas de desenvolvimento² das economias periféricas. Vale dizer, há fortes estrangulamentos sistêmicos à promoção do desenvolvimento desses países, decorrentes do *modus operandi* do sistema capitalista, que, a partir de então, é marcado por um processo de progressiva financeirização sob o padrão dólar

¹ Os termos países periféricos e países emergentes serão empregados como sinônimos ao longo da presente dissertação.

² Termo a ser apreendido no sentido de capacidade soberana de promoção de crescimento econômico sustentado, por meio de projeto agregado de país; de viabilidade de implementação de iniciativas que promovam a elevação do grau de internalização da dinâmica econômica.

flexível. A globalização, portanto, é internacionalização econômica, em particular financeira. Trata-se de expansão concentrada da riqueza, geopoliticamente determinada, que se assenta na liberalização e na desregulamentação dos movimentos do capital a partir de transformações na economia dos Estados Unidos.

A suposta esterilidade ideológica acerca do processo de globalização, assim, é em si mesma manifestação de ideologia. O discurso neoliberal corresponde em maior grau à representação de novo modo de regulação das relações geopolíticas, associado à emergência de capitalismo predominantemente financeiro que se impulsiona pela reafirmação da supremacia dos EUA, do que propriamente à preocupação com o desenvolvimento econômico dos países periféricos. Em outras palavras, o neoliberalismo representa sobretudo forma de consolidação da hegemonia norte-americana, após contexto de disputa de poder geopolítico no qual a liderança dos EUA esteve ameaçada. A pronta adesão a esse receituário pelos países periféricos, entretanto, em particular pelas elites nacionais, conduziu tais países a se transformarem em espaços de reprodução e valorização do capital, inserindo-os na gangorra dos ciclos de ativos financeiros sob sistema monetário fortemente hierarquizado em torno do dólar.

The growing financialization of the world economy has resulted in greater imperial penetration into underdeveloped economies and increased financial dependence, marked by policies of neoliberal globalization. One concrete example is Brazil where the first priority of the economy during the last couple of decades under the domination of global monopoly-finance capital has been to attract foreign (primarily portfolio) investment and to pay off external debts to international capital [...] The result has been better “economic fundamentals” by financial criteria, but accompanied by high interest rates, deindustrialization, slow growth of the economy, and increased vulnerability to the often rapid movements of global finance. (FOSTER, 2007, p. 10)

Argumenta-se aqui, então, que esses constrangimentos de ordem externa condicionam de maneira determinante a inserção dos países periféricos. Os gargalos ao desenvolvimento provenientes do sistema internacional se sobrepõem às possibilidades eventualmente trazidas pelas recomendações de cunho doméstico. Dito de outro modo, os fundamentos internos restam em segundo plano no tocante à capacidade de inserção dos países na economia

global em relação aos determinantes exógenos; as políticas econômicas nacionais são, via de regra, hipossuficientes para se contrapor às formas contemporâneas de funcionamento do sistema financeiro e monetário internacional. No limite, os países emergentes estão desprovidos de meios soberanos de determinação de seus desígnios; falta-lhes autonomia de política econômica para viabilizar a persecução de objetivos domésticos de desenvolvimento.

Cabe ressaltar que não se trata de advogar a desnecessidade de saúde fiscal dos Estados nacionais ou de negligenciar a importância da gestão de variáveis internas, mas de afirmar que a impossibilidade de promoção sustentada do desenvolvimento, sob perspectiva de projeto agregado, com proposições focadas no médio/longo prazo, advém notadamente do modo financeirizado de operação do capitalismo contemporâneo e da estrutura do sistema financeiro e monetário internacional. Nesse panorama, as condições internas são significativas como diferenciais conjunturais apenas em algumas hipóteses (em momentos de abundância de liquidez internacional, por exemplo. Na escassez, a fuga é mesmo para a qualidade).

Ao limitar-se a apresentar uma lista pronta de recomendações de reformas domésticas para o heterogêneo conjunto de países, o receituário neoliberal não leva em conta as restrições estruturais e as assimetrias de poder que condicionam às perspectivas periféricas. O discurso neoliberal se justifica em maior medida pela defesa dos interesses do capital financeiro e pela manutenção do *status quo* geopolítico do que propriamente por inquietação genuína conducente à integração internacional harmônica. Nesse sentido, o retrato de doutrina politicamente asséptica do neoliberalismo é mero ouro de tolo³.

³ “Ouro de tolo” é o nome que se dava na Idade Média às promessas de falsos alquimistas. Transpondo a ideia para a década de 1970, Raul Seixas critica a alienação material da classe média em relação à ditadura. A canção criticava o conformismo nacional diante das vantagens oferecidas pelo milagre econômico.

O intuito da presente dissertação, portanto, é articular as transformações ocorridas na economia política do capitalismo a partir da década de 1970 à ausência de perspectivas de desenvolvimento econômico das economias periféricas⁴. Pretende-se expor as mediações lógicas e os mecanismos vinculados à dificuldade de promoção do desenvolvimento dos países periféricos, sem uma preocupação, contudo, com a diferença de graus de casos específicos. Espera-se ainda que as articulações construídas possam consubstanciar argumentos de dimensão política, valendo-se dos fundamentos econômicos justamente para superá-los, e, subsidiariamente, proporcionar breve reflexão normativo-qualitativa sobre a forma de abordar a economia.

A primeira parte, dividida em dois capítulos, procura conceituar brevemente a globalização financeira e prover panorama histórico da conformação da financeirização no bojo da retomada da hegemonia dos EUA. A segunda parte, também em dois capítulos, busca explicitar o panorama que emerge dessas transformações em termos da vulnerabilidade dos ciclos econômicos e da vulnerabilidade das condições de inserção periférica, em particular a perda de autonomia de formulação de políticas econômicas em razão do cenário engendrado pela globalização financeira.

Por fim, as epígrafes que inauguram a presente dissertação inspiram a conclusão. Já octogenários quando proferidas, os autores continuavam a emanar otimismo, esperança de transformação e a incentivar o pensamento de utopias.

⁴ A presente dissertação diz respeito sobretudo à história dos países latino-americanos, que empreenderam amplo processo de abertura ao receituário neoliberal. Optou-se por não realizar essa delimitação, pois o objetivo é apreender os estrangulamentos impostos pelas articulações lógicas decorrentes da estrutura do sistema capitalista. Entende-se, outrossim, que a excepcionalidade chinesa não desconstitui os argumentos apresentados. A realidade da maioria dos países é de inclusão precária ao sistema econômico internacional.

Parte I - Globalização financeira: nome e sobrenome

É inerente ao capitalismo a busca pela reprodução ampliada do capital: trata-se de modo de produção que se caracteriza pela procura constante por novos espaços de reprodução da acumulação. O capital se reestrutura de modo a se realizar, repetidamente, como valor que se valoriza; é a lógica atemporal do sistema capitalista, presente em todas as suas fases.

Nessa perspectiva de perene transformação, contudo, é possível reconhecer momentos específicos de inflexão sistêmica ao longo do tempo, o que permite identificar no capitalismo contemporâneo particularidades que o singularizam em relação a períodos anteriores. Embora a possibilidade de contradição entre a acumulação real e a especulação financeira seja intrínseca ao sistema capitalista, o elevado descompasso que se alcançou é peculiar à história recente. Em linhas gerais, o momento atual é representado pela supremacia das finanças sobre as demais esferas econômicas.

Em razão da notável ascensão do âmbito financeiro que caracteriza o período, convencionou-se, por parte da literatura, chamar o atual período de capitalismo liderado pelas finanças, globalização financeira, financeirização da riqueza, mundialização do capital⁵, dentre outros termos. Ao contrário da pretensa neutralidade ideológica com a qual o termo globalização é frequentemente empregado, muitas vezes abordado apenas como mera decorrência do desenvolvimento tecnológico, trata-se sobretudo da trajetória de expansão concentrada da economia mundial sob processo de internacionalização do capital financeiro.

Cabe ressaltar, contudo, que a conformação do presente momento não corresponde apenas a movimentos do capital e do mercado, mas também à reconfiguração da correlação de poder geopolítico, que se manifesta no posicionamento dos países frente aos desdobramentos sistêmicos. Vale dizer, a

⁵ Mundialização do capital (Chesnais); Capitalismo liderado pelas finanças (Guttmann); Financeirização da riqueza (Braga); Globalização financeira (Belluzzo). Para o propósito da presente dissertação, os termos serão empregados como sinônimos, uma vez que o foco é abordar as consequências do processo de ascensão das finanças sobre as condições de inserção dos países periféricos na economia mundial.

forma contemporânea do sistema econômico global resulta tanto da lógica do capital quanto da capacidade dos países de projetar poder e defender interesses próprios em âmbito internacional. Trata-se, portanto, de um processo tanto intrínseco ao capital quanto geopoliticamente determinado.

O primeiro capítulo, então, dedica-se a definir a financeirização e a globalização financeira, indicando brevemente as interpretações teóricas acerca do período. Em seguida, o segundo capítulo analisa a trajetória histórica de configuração desse capitalismo conduzido pelas finanças, apontando as conjunturas geopolíticas que marcaram episódios fundamentais do processo de financeirização e a balança de poder, em especial econômico, decorrente dessas transformações.

Capítulo 1 - Aspectos teórico-conceituais

A trajetória capitalista recente é marcada por um progressivo processo de ascensão das finanças e de financeirização da riqueza. Vale dizer, as formas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo contemporâneo são marcadas pela dominância da lógica financeira. Trata-se de uma transformação estrutural no funcionamento das economias capitalistas, em especial a partir da década de 1970: a esfera financeira torna-se o espaço por excelência de reprodução da acumulação; o ritmo da dinâmica econômica passa a ser ditado pelas finanças. A busca por ganhos monetários, motor das economias monetárias da produção nos termos de Marx e Keynes, encontra sua expressão máxima na globalização financeira.

Na consagrada conceituação de Gerald Epstein, “*financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*” (EPSTEIN, 2005, p. 3). Para Greta Krippner, “[*financialization refers to a*] *pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production*” (KRIPPNER apud EPSTEIN, 2005, p. 3). Em termos amplos, a financeirização corresponde ao predomínio das operações financeiras sobre as demais esferas econômicas, em especial sobre as atividades produtivas.

Sob perspectiva ancorada na economia política clássica, trata-se da supremacia do capital fictício no sentido de capital que procura se valorizar por si mesmo, sem conexão com o processo efetivo de criação do valor, qual seja, o emprego de força de trabalho na produção⁶.

A falta de lastro em valor-trabalho deste capital fictício, por sua vez, aparece nos exemplos dados por Marx de capital fictício: os títulos da dívida pública e as ações. No primeiro caso, diz Marx, “porque a soma emprestada ao Estado não apenas não existe mais”, mas “não se destinava a ser despendida, empregada como capital, e só investida como tal podia transformar-se em valor que se mantém”. No caso das ações, Marx se refere ao descolamento dos seus preços relativamente ao capital real que lhes deu origem, dizendo que seu “valor de mercado se determina diversamente do valor nominal”. Trata-se, pois, de um

⁶ Não há consenso sobre a definição de capital fictício na literatura econômica marxista. Para os propósitos da presente dissertação, considera-se a ausência de lastro em valor-trabalho.

valor de um título ou ativo financeiro que não tem contrapartida em geração de valor real. (MOLLO, 2015, p. 57)

É justamente a circulação de volume massivo de capital fictício estritamente na esfera financeira, desconexo das atividades produtivas reais, que caracteriza a financeirização do capitalismo e está na origem da instabilidade sistêmica contemporânea. Descolada da base de geração de valor, a valorização financeira assenta-se eminentemente na formação de expectativas. À medida que se espalha fictividade pela economia, aumenta-se a fragilidade financeira.

O traço mais evidente dessa transformação, assim, é o enorme distanciamento entre os valores do conjunto de ativos reais da economia e do montante da massa de ativos financeiros. Isto é, o volume de riqueza financeira dissocia-se exponencialmente da escala de financiamento necessária à promoção do investimento produtivo e da inovação técnica; a maior parte desse volume alimenta circuitos meramente especulativos. A globalização das finanças e as inovações financeiras acentuam a financeirização e impulsionam a especulação ao criar novos espaços de reprodução do capital e alimentar a expansão do capital fictício.

A busca pela abertura de novas frentes de acumulação promoveu a descompartmentalização dos diferentes segmentos dos mercados financeiros, a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e suas conexões com os mercados globalizados e a integração entre mercados de diferentes temporalidades (mercados à vista e mercados de liquidação diferida). A própria taxa de câmbio, além de impactar profundamente a formação dos preços dos ativos financeiros, tornou-se ela mesma um ativo no sistema financeiro e monetário internacional. Há que se ressaltar, então, que a escala alcançada pelo capital fictício se tornou possível somente em virtude da liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros.

Como já dizia Marx, o capital fictício precisa do sistema de crédito para se desenvolver porque este separa a produção da circulação e permite então que coisas que não têm valor-trabalho, como o capital fictício, possam ter preços e preços que se valorizam ao longo do seu desenvolvimento. (MOLLO, 2015, p. 59)

Contemporaneamente, assim, essas transformações no sistema capitalista suscitaram uma série de tentativas de explicar o crescente distanciamento entre a produção e a circulação, em especial no que diz respeito às razões da supremacia financeira que se consolida nesta última, vinculando-a à falta de dinamismo no funcionamento das economias.

Sob essa perspectiva, as indagações sobre a natureza contemporânea da financeirização surgem no seio da economia política marxista, com o intuito de relacionar a ascensão das finanças ao baixo desempenho econômico das últimas décadas. Nas diversas interpretações que se seguiram, contudo, não há consenso sobre as origens e/ou determinantes do processo.

Para a corrente de tradição marxista da *Monthly Review*⁷, a financeirização se insere no problema de absorção do excedente das economias capitalistas maduras. Os monopólios característicos dessas economias produzem excedente que não pode ser absorvido na esfera da produção, o que resulta em estagnação. O capital, então, procura se realizar na esfera da circulação, em particular nas atividades financeiras especulativas. Segundo essa visão, o capital busca lucros financeiros em razão de uma tendência à queda da taxa de lucro na produção.

As capitalists [a minoria de monopolistas/oligopolistas] they naturally seek to invest this surplus in a drive to ever greater accumulation. But the same conditions that give rise to these surpluses also introduce barriers that limit their profitable investment. Corporations can just barely sell the current level of goods to consumers at prices calibrated to yield the going rate of oligopolistic profit. The weakness in the growth of consumption results in cutbacks in the utilizations of productive capacity as corporations attempt to avoid overproduction and price reductions that threaten their profit margins. The consequent build-up of excess productive capacity is a warning sign for business, indicating that there is little room for investment in new capacity. For the owners of capital the dilemma is what to do with the immense surpluses at their disposal in the face of the dearth of investment opportunities. Their main solution from the 1970s on was to expand their demand for financial products as a means of maintaining and expanding their money capital. On the supply side of this process, financial institutions stepped forward with a vast array of new financial instruments: futures, options, derivatives, hedge funds, etc. The result was skyrocketing financial speculation that has persisted now for decades.

⁷ Fazem parte desta tradição, por exemplo, MAGDOFF e SWEEZY (1987); FOSTER (2007).

(FOSTER, 2007, p. 3)

Fortemente influenciada pelas contribuições pioneiras de Paul Baran e Paul Sweezy⁸ acerca do regime de capital monopolista, a tradição da *Monthly Review* enxerga a financeirização como uma decorrência da estagnação ocasionada pela monopolização/oligopolização do sistema capitalista. O deslocamento do excedente em direção às finanças é funcional para absorver o excedente em uma economia que padece de ausência de dinamismo produtivo. Estagnação e intensa especulação financeira, portanto, são aspectos do mesmo problema: o regime de capital monopolista.

Do ponto de vista de um observador de meados dos anos 1960, a interpretação de que a financeirização decorre da tendência à queda da taxa de lucro, presente nos primeiros ensaios de Baran e Sweezy, parecia encontrar respaldo nos acontecimentos da época, uma vez se observava o problema de estagnação econômica. O escoamento de capital para o setor financeiro em razão da estagnação do setor produtivo fazia sentido naquele momento.

From the perspective of Monthly Review, the theory of surplus absorption offers a ready explanation for the epochal events of the mid-1970s and the subsequent emergence of financialization: by the 1970s, surplus absorption had become problematic, crisis had burst out and the spectre of stagnation hung over mature capitalist countries. As a result, capital began to search for refuge in the sphere of circulation and above all in the speculative activities of finance. (LAPAVITSAS, 2013, p. 795)

The resulting “double process of faltering real investment and burgeoning financialization” as capital sought to find a way to utilize its economic surplus, first appeared with the waning of the “golden age” of the post-Second World War decades and has persisted,” Sweezy observed, “with increasing intensity to the present. (FOSTER, 2007, p. 2)

A perspectiva histórico-mundial de Giovanni Arrighi, por sua vez, situa a financeirização em um ciclo histórico de longa duração, no qual potências capitalistas hegemônicas apresentam uma evolução cíclica padrão, sucedendo umas às outras. O interesse de Arrighi é justamente construir uma teoria histórica sobre ciclos hegemônicos na evolução do capitalismo.

⁸ *Monopoly Capital* (1966)

Nesse panorama, Gênova, Países Baixos, Reino Unido e Estados Unidos, à medida que perdem proeminência na produção e no comércio, apresentam uma expansão do setor financeiro e ingressam em um período de financeirização. A emergência das finanças, como atividade capitalista ascendente em uma determinada formação social, assinala o início de seu declínio. A potência hegemônica, desse modo, financia a potência emergente que a substitui.⁹ Na visão de Arrighi, a financeirização da economia dos EUA e a Crise do Subprime são sinais do declínio da hegemonia norte-americana.

Embora o ponto de partida não seja o problema da absorção do excedente, nota-se certa convergência da teoria de Arrighi com a tradição da *Monthly Review*, uma vez que atribui o declínio da hegemonia e a ascensão da financeirização à decadência do setor produtivo. Sem mencionar a alocação do excedente, a explicação de Arrighi remete à dificuldade de acumulação no setor produtivo em comparação com os altos lucros obtidos nas transações financeiras.

A Escola da Regulação francesa, de origem marxista, também enxerga a ascensão das finanças em contraposição ao declínio/estagnação da produção. Nas concepções dos regulacionistas, os modos de produção impõem formas de regulação da vida social. A abordagem dos regulacionistas em relação à financeirização, então, decorre da percepção de emergência de um novo regime de acumulação a partir da constatação de que o velho regime – o fordismo e suas instituições – encontrava-se em declínio. Nesse contexto, a crise dos anos 1970 e a turbulência do período subsequente são o resultado da saturação dos elementos que regulavam a produção em moldes fordistas, a saber, produção em massa, aumento da produtividade e aumento real dos salários.

Para os regulacionistas, assim, a financeirização significa a constituição de uma nova forma de disciplinar as relações sociais a partir de uma lógica social que se configura em razão da ascensão das finanças. Trata-se da conformação

⁹ De acordo com Lapavitsas (2011), embora tenha o mérito de colocar a financeirização em ampla perspectiva histórica, a teoria de Arrighi parece ser incompatível com o retorno dos superávits chineses em direção aos títulos da dívida dos EUA, que, de certa forma, impedem a superação da potência hegemônica pela potência emergente.

de um regime de acumulação com dominância financeira (CHESNAIS, 1996), que traz em seu bojo novos modos de regulação social, cujas implicações afetam negativamente o crescimento e o produto, o trabalho e o emprego. A partir dessa constatação, os autores de matriz regulacionista passaram a investigar as formas pelas quais o novo modo de acumulação estabelece novos modos de regulação, como, por exemplo, o rentismo.

As proposições da Escola da Regulação não estão necessariamente vinculadas a dificuldades de acumulação na esfera da produção. Ao focar nas consequências da ascensão e não nas causas da decadência, uma vez que são as novas forças que impõem novos modos de regulação, os regulacionistas captaram particularidades que se desdobram especialmente na esfera da circulação. Dessa maneira, avançaram nos estudos da financeirização em relação à globalização e aos fluxos de capitais¹⁰; no diagnóstico da acentuação da vulnerabilidade sistêmica; na transformação do comportamento dos agentes econômicos, sobretudo a financeirização de corporações não financeiras; na lógica de valorização de estoques e de maximização do valor ao acionista; dentre outras contribuições.

A conexão entre estagnação ou declínio produtivo e supremacia das finanças também está no cerne da análise dos pós-keynesianos sobre a financeirização. Nessa corrente, porém, o desempenho ruim do setor produtivo é causado pela expansão do setor financeiro (e não causa do baixo dinamismo produtivo). O peso das atividades financeiras nas economias cresce à medida que o capital migra para investimentos financeiros em detrimento dos produtivos, na busca por posições rentistas, em clara aproximação com regulacionistas.

Embora o direcionamento de capital para o setor financeiro em razão da estagnação do setor produtivo fizesse sentido para um observador dos anos 1960, a evolução da financeirização demonstrou que o mero escoamento do lucro para as finanças não é capaz de captar a complexidade do fenômeno. Se nos anos 1970, a esfera financeira foi uma opção para o excedente, a evolução da financeirização transforma as escolhas de tesouraria em custos de

¹⁰ Pioneirismo de Chesnais (1996).

oportunidade para os capitalistas. À medida que avança, a financeirização transplanta a lógica financeira para a gestão corporativa: as empresas passam a vislumbrar possibilidades de ganhos não operacionais e a perceber os custos de oportunidade de não os perseguir, o que acaba por modificar as formas de concorrência capitalista. Trata-se do sentido contrário: o direcionamento de recursos para esfera financeira promove a desmobilização do investimento produtivo.

A diferença entre marxistas e pós-keynesianos, portanto, reside no sentido da causalidade. Na visão marxista, a fuga para a esfera financeira ocorre em razão da crescente dificuldade em realizar o capital na produção, gerando um “excesso” de excedente. É a saturação da esfera produtiva - inexistência de novos espaços ou frentes de expansão da reprodução do capital - que ocasiona a procura por valorização financeira. A matriz pós-keynesiana, por outro lado, atribui a estagnação do setor produtivo à busca por valorização financeira. É a predominância da busca por posições rentistas que causa o baixo dinamismo da produção, em razão do deslocamento para a esfera financeira de capital cuja alocação poderia ocorrer em capacidade produtiva. Dito de outro modo, para os marxistas, a estagnação causa a financeirização ao passo que, para os pós-keynesianos, financeirização causa a estagnação.

Cada abordagem teórica tem o mérito de revelar atributos essenciais do capitalismo contemporâneo e revelar traços da intrincada natureza da financeirização. As diferentes interpretações, inclusive, não são necessariamente excludentes; pelo contrário, revelam diversos pontos de convergência e complementaridade. Para os propósitos do presente estudo, assim, não se faz necessário aderir especificamente a uma ou a outra corrente, uma vez que é o amplo cenário econômico e geopolítico que se configura a partir desses traços e características a base sobre a qual se desenvolvem os argumentos aqui expostos.

Destaca-se, nesse sentido, a lição de Costas Lapavitsas.

Real accumulation sets the parameters for the functioning of finance, although the direction of causation can run in both directions. Even more important, however, is that causation

between the two is never direct but always mediated, and heavily so. A complex set of structures, often reflecting historical, institutional, political, customary and even cultural factors, mediate the interaction between finance and real accumulation. The difficulty in analysing financialization, therefore, lies in specifying the mediations through which malaise in production has been related to booming finance. This involves establishing changes in the behaviour of industrial capitals, the operations of banks, the practices of workers, the articulation of financial markets with each other and with the rest of the economy, the interventions of the state and so on. The issue, in other words, is to show how industry, banks, workers, financial markets and so on have become 'financialized', individually as well as jointly. Causation between poorly performing real accumulation and a booming financial system would then emerge in its several dimensions. (LAPAVITSAS, 2011, p. 617-618)

A preocupação que norteia os capítulos seguintes e a continuidade do presente trabalho, portanto, mais do que discutir e enquadrar o objeto nos referenciais teóricos, procura apreender as mediações históricas, políticas (geopolíticas) e institucionais que configuram o processo de financeirização e, a partir daí, elencar os constrangimentos e gargalos que se colocam para pensar o desenvolvimento econômico dos países periféricos advindas do modo financeirizado de funcionamento do capitalismo contemporâneo e da estrutura do sistema econômico internacional.

Vale dizer, reiterando os ensinamentos de Lapavitsas, que, independentemente do sentido de causalidade entre estagnação produtiva e ascensão das finanças, mais importante é especificar as dimensões por meio das quais essa relação se estabelece e as transformações que elas engendram, em particular de perspectiva periférica, o que implica identificar como mercados, bancos, corporações e famílias se tornaram progressivamente financeirizados e o papel desempenhado pelos Estados nacionais nesse processo. O próximo capítulo, assim, encarrega-se de qualificar em panorama histórico os movimentos do capital e a interação destes decorrente no campo da política internacional dos Estados, configurando uma globalização financeira que se estrutura de maneira geopoliticamente assimétrica.

Capítulo 2 - Aspectos histórico-geopolíticos

O contexto de reconstrução da enorme destruição causada pela II Guerra Mundial e a disputa ideológica que se seguiu ao conflito foram capazes de promover a associação entre os movimentos do capital e os desígnios dos Estados, o que possibilitou um período de forte crescimento econômico, a chamada “Era de Ouro” do capitalismo. A partir de meados da década de 1960, contudo, a arquitetura do sistema monetário e financeiro que havia sustentado esse ciclo virtuoso já dava sinais de esgotamento.

A origem histórica da instabilidade financeira estrutural da qual padece a dinâmica econômica contemporânea encontra-se no processo de configuração de um novo arranjo financeiro e monetário a partir de transformações da economia estadunidense da metade da década de 1960 em diante. A expressão primária desse processo reside nos desequilíbrios macroeconômicos dos EUA, em particular no crescente déficit do balanço de pagamentos do país.

Ao longo dos anos 1950 e 1960, os Estados Unidos apresentavam balanço de pagamentos deficitário, porém saldo positivo na balança comercial. A partir do início da década de 1970, contudo, o déficit global do país passou a sofrer pressões também em termos comerciais. A fragilidade inerente ao padrão ouro-dólar, combinada à indisciplina do capital e a determinantes históricos e geopolíticos, culminaram no fim do arranjo que o sustentava.

Nas duas primeiras décadas do pós-guerra, o déficit global norte-americano (ainda em contexto de superávit comercial) havia financiado a expansão da liquidez sistêmica e promovido a internacionalização dos bancos e corporações norte-americanas, o que possibilitou a afirmação da hegemonia dos EUA e da centralidade do dólar como moeda reserva do sistema monetário e financeiro internacional. Trazia consigo, todavia, uma contradição intrínseca. O aumento de liquidez carregava necessariamente desconfiança quanto à capacidade dos Estados Unidos de garantir a conversibilidade do dólar em ouro, o chamado Dilema de Triffin¹¹. Nesse sentido, quanto mais as saídas na conta

¹¹ Robert Triffin foi o economista responsável por apontar essa inconsistência do padrão dólar-ouro.

de capital superassem o superávit em transações correntes, maior seria a suspeita em relação ao dólar.

Durante a “Era Dourada”, os superávits comerciais serviram como sinal de confiança na moeda norte-americana, uma espécie de contrapeso ao déficit global e de garantia de sustentação da conversibilidade¹². Nesse contexto, a senhoriagem da moeda permitia que a economia dos EUA cumprisse um duplo papel regulador no sistema capitalista: por um lado, atuar como fonte autônoma de demanda efetiva e, por outro, ser o prestador de última instância.

Minsky e outros autores sustentam que o “dólar *standard*”, à semelhança dos sistemas nacionais, era na verdade, um sistema monetário de crédito. Nesse sistema, o déficit global do balanço de pagamentos determinava a *quantidade* do crédito e a situação positiva da balança comercial garantia a *qualidade* dos fluxos em dólares colocados à disposição de outros países, empresas e indivíduos. (BELLUZZO, 1995, p. 14)

Entretanto, com a reconstrução europeia e asiática e a consequente intensificação da concorrência intercapitalista por parte das economias reconstruídas, em especial da Alemanha e do Japão, os EUA passaram a incorrer também em déficits comerciais a partir de 1971, o que eliminou a “caução” que o comércio até então proporcionava. Agravou-se a percepção de que havia um desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos dos EUA, o que passou a colocar em xeque o papel do dólar como moeda reserva internacional e, por conseguinte, a capacidade reguladora do sistema por parte da economia norte-americana.

Os Estados Unidos não foram capazes de sustentar a posição do dólar como moeda-padrão, na medida em que uma oferta “excessiva” de dólares brotava do desequilíbrio crescente do balanço de pagamentos, agora sob a pressão de um déficit comercial. (BELLUZZO, 1995, p. 14)

Desde o final dos anos 1960, o déficit crescente do balanço de pagamentos norte-americano vinha alimentando a criação de um mercado de dólares no exterior, sobretudo nas praças europeias, o chamado euromercado de moedas, à margem da capacidade de regulação ou supervisão das

¹² Franklin Serrano argumenta que o país central pode ter déficit global de qualquer tamanho desde que não tenha déficits comerciais crônicos. Isso porque emprestando a longo e tomando a curto não há variação das reservas em ouro. (SERRANO, 2002, p. 239)

autoridades monetárias, “*dando início a uma verdadeira mudança de escala e de natureza da circulação monetário-financeira internacional*” (BRAGA, 1998, p. 204). Vale dizer, o desequilíbrio do balanço de pagamentos dos EUA provocou um excesso de crédito e de liquidez fora do controle dos bancos centrais, o que engendrou um circuito financeiro internacionalizado, operado por grandes bancos americanos instalados na Europa e por grandes corporações transnacionais. Esses dólares em abundância passaram a ser aproveitados em aplicações no exterior para contornar as regulações domésticas.

Em 1968, os EUA anunciaram medidas contra a saída de dólares, como restrições aos investimentos externos e à concessão de empréstimos externos por parte de bancos norte-americanos. Essa última medida, principalmente, foi importante no sentido de gerar a posterior supranacionalização dos bancos dos EUA, que assim procuraram escapar aos controles internos de divisas. [...] Ao longo dos anos 1960, houve uma saturação de dólares na Europa e se desenvolveu um mercado de eurodólares, ou depósitos e empréstimos feitos em dólares em bancos fora dos EUA. Por outro lado, a regulamentação restritiva dos EUA sobre seus bancos levou a que estes se instalassem no exterior, escapando, assim, não só destas normas e de seus custos, mas também das reservas obrigatórias e dos gastos com seguro bancário. Desta forma, estes bancos atendiam às necessidades de empréstimos das empresas multinacionais. [...] Com isto, a expansão do dinheiro supranacional ficou nas mãos dos bancos privados, sem controle e regulamentação nacional ou internacional, apesar de estes recursos exercerem grande influência sobre a situação econômica interna dos países. (DATHEIN, 2003, p. 7-9)

A partir daí, a concorrência financeira em um ambiente desregulado deu ensejo a inovações financeiras e desencadeou uma série de processos especulativos. A indisciplina do capital, valendo-se dos desequilíbrios emanados da economia dos EUA, driblou as regulamentações nacionais, dando origem à primeira etapa da globalização financeira.

Já entre o final dos anos sessenta e início dos 70, as tensões entre a regulamentação dos sistemas nacionais e o surgimento de um espaço “desregulamentado” de criação de empréstimos (e depósitos), num ambiente de inflação ascendente, havia acarretado mudanças nas formas de concorrência bancária, provocando uma onda de inovações financeiras. [...] [A primeira etapa de internacionalização do capital financeiro] se inicia na segunda metade da década dos 60 e se intensifica depois do primeiro choque do petróleo e da introdução do regime de taxas de câmbio flutuante. (BELLUZZO, 1998, p. 174)

O significado geopolítico dessas transformações era o relativo declínio do poder hegemônico dos Estados Unidos. A essa altura, os desdobramentos pareciam indicar a descentralização da economia mundial e o surgimento de novos centros de poder na Europa e na Ásia. A resposta dos EUA às pressões sobre o dólar e à perda de competitividade internacional de sua economia foi, então, o rompimento unilateral da ordem vigente no pós-guerra.

As inevitáveis pressões sobre o dólar se intensificaram e já em 1971 Nixon suspendeu a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro. Em 1973 o sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, de Bretton Woods foi substituído por um sistema de flutuações sujas. (BELLUZZO, 1995, p. 14)

O colapso dos acordos de Bretton Woods, então, ocorre em contexto no qual a liderança comercial e financeira dos Estados Unidos encontrava-se ameaçada pela reconstrução da Europa e do Japão e os norte-americanos precisavam recuperar competitividade, porém rejeitavam qualquer alternativa que reintroduzisse restrições de balanço de pagamentos em sua economia. Os EUA, obviamente, não queriam perder o privilégio de financiar seus déficits na sua própria moeda ou abrir mão do comando da economia mundial por meio da centralidade de sua taxa de juros.

Nesse período também foram feitas pelos aliados americanos diversas propostas de reforma visando à criação de uma moeda verdadeiramente internacional com a introdução dos chamados direitos especiais de saque (SDR). Os Estados Unidos também vetaram todas as propostas de reforma na direção de uma moeda verdadeiramente internacional, pois embora não tivessem as desvantagens adicionais de dar poder aos países produtores de ouro, se implementadas também reintroduziriam a restrição de balanço de pagamentos na economia americana, o que era considerado inaceitável pelo governo americano. [...] Os parceiros americanos recusaram a proposta dos Estados Unidos de um movimento coordenado de valorização das moedas dos outros países (que simultaneamente deveriam reduzir o preço oficial do ouro em suas respectivas moedas). Além disso, esses países insistiam em propostas de reforma que diminuiriam a importância do dólar na economia internacional (aumentando o papel do ouro e/ou dos Direitos Especiais de Saque). (SERRANO, 2002, p. 249)

Era o chamado Dilema de Nixon: havia a necessidade de desvalorizar o dólar para estimular a capacidade exportadora dos EUA, porém sem comprometer a sua proeminência como moeda reserva internacional. A solução foi decretar unilateralmente a inconvertibilidade do dólar em ouro em agosto de

1971 e passar a promover desvalorizações da moeda a partir de 1973 (SERRANO, 2002, p. 249).

Em 1970 e 1971, o fluxo de dólares ao exterior multiplicou-se, gerando maior instabilidade, e, em agosto de 1971, as reservas dos EUA caíram abaixo do nível psicologicamente crítico de US\$ 10 bilhões. Neste momento, Nixon anunciou uma série de medidas, entre elas a suspensão da convertibilidade do dólar em ouro. Logo após, foi negociada (Acordo Smithsonian) uma desvalorização do dólar, e a faixa de flutuação cambial admitida foi ampliada de 1% para 2,25%. As tentativas de manter as taxas de câmbio fixas duraram até 1973, quando o sistema acordado em Bretton Woods soçobrou completamente. (DATHEIN, 2003, p. 8)

No bojo da Conferência Smithsonian [*Smithsonian Agreement*, ocorrido em dezembro de 1971], em Washington, as restrições foram eliminadas e o dólar sofreu desvalorização de 8%, com as faixas de flutuação das moedas aumentadas para 2,25%, ante 1% então prevalecente. A despeito do aumento das exportações americanas, o paradoxo de Triffin permanecia, aumentando as dúvidas acerca da manutenção da convertibilidade. O ataque contra a libra em 1972 levou a Grã-Bretanha a extrapolar a banda de flutuação prevista na Conferência, provocando um movimento em cadeia em direção ao regime de câmbio flutuante. No ano seguinte [1973], o dólar sofreu uma nova desvalorização, agora de 10%, que se mostrou insuficiente para conter as pressões sobre a convertibilidade. (OLIVEIRA *et al.*, 2008, p. 210 apud EINCHEGREEN, 2000)

A ruptura do sistema de paridades fixas, no entanto, abriu espaço para flutuação das taxas de câmbio e para especulação em moedas, o que dificultou ainda mais o ajuste dos balanços de pagamentos e possibilitou uma expansão adicional do circuito monetário-financeiro internacional. Ao final de 1973, em razão do Primeiro Choque do Petróleo, o excesso de liquidez desse circuito foi, ainda, aumentado pelo excedente de petrodólares reciclados, o que agravou os desequilíbrios monetários e cambiais.

Na década de 1970, o fim das regulamentações de Bretton Woods e o aumento dos preços do petróleo multiplicaram o mercado de eurodólares. Como a OPEP exigia dólares em pagamento por suas exportações, o seu excesso encontrou um escaudouro. Os excedentes da OPEP (os petrodólares) foram depositados no mercado de eurodólares, gerando uma liquidez ampliada e a necessidade de sua reciclagem. Neste momento, as multinacionais não poderiam absorver todos os recursos, e ocorria uma recessão internacional. Desta forma, a solução encontrada foram os empréstimos ao Terceiro Mundo a juros muito baixos nos quais, visando salvaguardarem-se de uma maior instabilidade inflacionária internacional, os bancos adotaram cláusulas de taxas de juros flutuantes. (DATHEIN, 2003, p. 9)

As ondas especulativas seguiam pressionando o dólar, ao passo que o marco alemão e o iene japonês ascendiam a moedas internacionais. À medida que a demanda por dólares para transações comerciais e financeiras e como reserva dos bancos centrais se reduzia, a moeda norte-americana se desvalorizava, o que chegou, inclusive, a suscitar a sua substituição pelos Direitos Especiais de Saque. No âmbito do FMI, a desordem monetária internacional continuou a ensejar propostas de reforma, inclusive no sentido de “*um maior controle público do sistema financeiro internacional*” (TAVARES, 1998, p. 33).

Na reunião mundial do FMI de 1979, Mr. Volcker, presidente do FED, retirou-se ostensivamente, foi para os EUA e de lá declarou ao mundo que estava contra as propostas do FMI e dos demais países membros, que tendiam a manter o dólar desvalorizado e a implementar um novo padrão monetário internacional. Volcker aduziu que o FMI poderia propor o que desejasse, mas os EUA não permitiriam que o dólar continuasse desvalorizado tal como vinha ocorrendo desde 1971 e em particular depois de 1973 com a ruptura do *Smithsonian Agreement*. A partir desta reviravolta, Volcker subiu violentamente a taxa de juros interna e declarou que o dólar manteria sua situação de padrão internacional e que a hegemonia da moeda americana iria ser restaurada. Esta diplomacia do dólar forte custou aos EUA mergulhar a si mesmos e a economia mundial numa recessão contínua por três anos [...] Além disso, levaram à beira da bancarrota os países devedores, e forçaram os demais países capitalistas a um ajuste recessivo, sincronizado com a política americana. [...] Por outro lado, ao manter uma política monetária dura e forçar uma sobrevalorização do dólar, o FED retomou na prática o controle dos seus próprios bancos e do resto do sistema bancário privado internacional e articulou em seu proveito os interesses do rebanho disperso. [...] A partir daí o sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. As flutuações da taxa de juros e de câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posta a serviço da política fiscal americana. (TAVARES, 1998, p. 33-34)

Com o choque de juros, referido por alguns autores como Golpe de 1979, Paul Volcker, presidente do Federal Reserve System à época, logrou enxugar volume significativo da liquidez internacional e retomar o controle financeiro da ordem econômica. Os fluxos de capitais foram redirecionados às principais praças financeiras, sobretudo Nova Iorque, e o sistema de crédito reorientou-se para os EUA, ficando, assim, ao alcance de sua política monetária. Os demais países industrializados, para evitar desvalorização acentuada de suas moedas,

foram obrigados a promover elevação de suas taxas de juros, o que deu ensejo a nova recessão internacional. Os países periféricos que haviam surfado a onda do euromercado e dos petrodólares viram suas dívidas tornarem-se insustentáveis.

A atitude de Volcker jogou uma pá de cal sobre as contestações à centralidade do dólar da década de 1970. Na lição de Maria da Conceição Tavares, tratava-se de retomar a hegemonia a qualquer custo por meio do *“reenquadramento por parte do governo americano do movimento policêntrico que vinha tendo lugar a partir da transnacionalização dos capitais de origem norte-americana”* (TAVARES, 1998, p. 29).

Há algum tempo atrás, tudo levava a crer que os EUA tinham perdido a capacidade de liderar a economia mundial de maneira benéfica. Isso continua a ser verdade. Mas por outro lado os americanos, indiscutivelmente, deram, de 1979 a 1983, uma demonstração de sua capacidade maléfica de exercer sua hegemonia e de ajustar todos os países, através da recessão, ao seu desiderato. E o fizeram, está claro, com uma arrogância e com uma violência sem precedentes. (TAVARES, 1998, p. 37)

A reafirmação da hegemonia do dólar deu origem a um novo padrão monetário internacional, o chamado padrão dólar flexível, no qual a discricionariedade do país emissor da moeda reserva do sistema é ainda maior. A partir de 1979, os Estados Unidos não apenas podem financiar seus déficits na própria moeda, como também podem fazer variar a paridade do dólar em relação a outras moedas conforme lhes for mais vantajoso, por meio da própria taxa de juros. Os Estados Unidos são o único país do mundo com liberdade para a execução de políticas econômicas sem a preocupação com o nível de reservas e/ou com a taxa de câmbio. Sob o padrão dólar flexível, os EUA não têm qualquer restrição externa, uma vez que os passivos externos são financiados pela emissão de títulos denominados em dólares sem conversibilidade alguma, afinal, *“one dollar is as good as one dollar”*. Daí deriva a enorme capacidade de endividamento do país sem nenhuma limitação objetiva.

[...] nos anos 1980 houve alterações substanciais, principiando com a mudança da política econômica dos EUA. Pode-se entender estas mudanças, por hipótese, como o fim do keynesianismo e o início da hegemonia de políticas neoliberais. Ao contrário do período de Bretton Woods, nos anos 1980 os EUA passaram a ser grandes absorvedores de recursos

financeiros internacionais, dado seu duplo déficit, e o Japão e a Alemanha, os principais supridores, o que funcionou como grande estímulo à globalização financeira. Houve, pode-se dizer, uma financeirização da dívida pública, que serve como lastro último deste processo. (DATHEIN, 2003, p. 11)

A partir dos anos 1980, foi justamente a ampliação dos déficits dos EUA, possíveis em decorrência dessa posição privilegiada, que deu novo impulso ao processo de globalização financeira. Nos padrões monetários anteriores, a aceitação da divisa-chave se justificava pela sua capacidade de preservar valor ao longo do tempo. A função de reserva de valor era o que assegurava a proeminência da moeda e daí advinha a necessidade de compromisso das autoridades monetárias com a defesa da paridade em relação ao ouro. Sob o padrão dólar flexível, a hegemonia do dólar deixou de estar ancorada na manutenção do seu poder de compra e passou a estar alicerçada em atributos que extrapolam a moeda em si, quais sejam, o acesso ao sistema financeiro dos EUA e, sobretudo, aos títulos da dívida pública norte-americana. Altera-se a própria natureza da moeda reserva. Esta, deixa de representar um padrão rígido de valor para se tornar uma referência de denominação contratual, o que permite que possa oscilar sem que sua posição na hierarquia monetária internacional seja questionada.

Na verdade, neste momento – argumenta corretamente Michael Hudson, os EUA estavam impondo aos detentores de excedentes em dólar o *US Treasury Bill Standard*, um padrão monetário cujos ativos líquidos de última instância passaram a ser os títulos de dívida do Tesouro americano ampliando o poder de *seignorage* da moeda americana. A partir de então, libertos da cadeias da conversibilidade e da paridade fixa com o ouro, os EUA podem atrair capitais para os seus mercados e dar-se ao luxo de manter taxas de juros moderadas, fenômeno que se acentua nos anos 90 com a acumulação de reservas pelos países asiáticos a partir da ampliação dos déficits comerciais crescentes com a área. [...] O processo de mundialização do capital comandado pelos EUA, através da liberalização comercial e financeira e do investimento direto, avançou rapidamente a partir da década de 80 e terminou abarcando a velha Ásia ressurgente. Esta última etapa, da globalização financeira, ocorreu junto com o maior e mais duradouro ciclo de crescimento da economia americana no pós-guerra enquanto se reduz o ritmo de expansão dos demais parceiros da Triade (Japão e Alemanha) e a Periferia endividada entra em crise. (TAVARES, BELLUZZO, 2004, p. 125-126)

É a dominância dos instrumentos financeiros em dólar, assim, que chancela a sua hegemonia no sistema financeiro internacional. Isso porque a

propriedade de ativos denominados na moeda norte-americana permite aos seus detentores ter acesso às mais amplas possibilidades de valorização e reprodução abstrata do capital financeiro e os títulos da dívida dos EUA são considerados os ativos mais seguros e líquidos do sistema financeiro internacional. Em virtude da preferência por ativos denominados em dólar e a percepção de segurança quanto aos títulos da dívida norte-americana, os EUA reafirmam a centralidade do dólar e, ao mesmo tempo, conseguem atrair grande volume da riqueza financeira internacional sob a forma de fluxos de capitais de curto prazo, o que permite à economia estadunidense sustentar sucessivos déficits em transações correntes.

Na esteira da consolidação da hegemonia do dólar sobre esses novos fundamentos de poder, os Estados Unidos impulsionaram uma segunda etapa da globalização financeira, pois promoveram a generalização dos mercados de capitais em detrimento das formas anteriores de intermediação financeira praticadas no sistema de crédito operado pelos bancos. Vale dizer, a reação dos EUA para defender o dólar frente ao sistema de crédito internacionalizado que havia surgido no período imediatamente anterior colocou o país no comando da globalização das finanças ao promover a supremacia das finanças diretas. A securitização da dívida pública dos EUA foi a base sobre a qual se assentou esse processo. O padrão dólar flexível torna-se definitivamente o padrão monetário da globalização financeira.

Desde então, o aprofundamento da liberalização dos mercados e a desregulamentação dos controles sobre os fluxos de capitais emana de imperativos da própria economia hegemônica. Do ponto de vista internacional, além da atração de capitais do mundo em razão da elevação dos juros, a desregulamentação do mercado americano forçou a desregulamentação dos demais países no intuito de tentar concorrer com as instituições financeiras dos EUA e captar parte da liquidez global. Como a política de juros altos expôs diversos bancos internacionais à situação de fragilidade, o que, inclusive, causou uma série de falências bancárias, a desregulamentação fez-se necessária para permitir aos bancos novas formas de captação de recursos financeiros em ambiente de acirrada competição. Após “financeirizar-se” para salvar o dólar, os

Estados Unidos criaram pressão para a financeirização das demais economias. Ao abrirem suas contas de capitais, contudo, essas economias inserem-se ainda mais na ciranda financeira global e na órbita de influência da economia dos EUA. A crescente instabilidade sistêmica que se observa a partir de então reforça a centralidade do dólar e dos títulos da dívida dos EUA, uma vez que estes captam a fuga para liquidez nos momentos críticos. No *US Treasury Bill Standard*, configura-se uma espécie de condomínio de poder entre o Estado norte-americano e o capital financeiro desregulado.

Durante a década de 1970, as reformas financeiras em favor da globalização deram-se mais na arena financeira internacional. Na nova ordem, era essencial para os americanos garantir papel central aos capitais privados e aos especuladores de curto prazo. De acordo com Helleiner, os Estados Unidos “(...) *perceived speculative capital movements as an important central tool in the U.S. strategy of encouraging foreigners to absorb the adjustment burden required to correct the country’s large current account deficit*”. A existência de mecanismos multilaterais relevantes nessa intermediação politizaria o processo e certamente reduziria o poder de pressão dos mercados, o que não era do interesse americano. (TORRES FILHO, 2014, p. 600)

Com isso, os Estados Unidos transferiram para o resto do mundo os desequilíbrios que afligiam a economia estadunidense desde meados dos anos 1960. O choque de 1979 detonou instabilidades de juros e de câmbio por toda parte, desencadeou uma nova onda de desregulamentação e de inovações financeiras e abriu terreno fértil para uma série de movimentos especulativos. Configura-se então um período de rápida ascensão das finanças e de globalização financeira. O sistema monetário e financeiro internacional torna-se marcado pela extrema volatilidade dos principais preços negociados nos mercados internacionais.

Houve [...] uma gigantesca explosão do volume e da mobilidade dos fluxos de capitais, cujo desdobramento mais preciso é a enorme instabilidade cambial entre as principais moedas do mundo (dólar, marco (euro) e iene) a partir de meados dos anos setenta e, com maior vigor, nos anos oitenta e noventa [...] Se, por um lado, as taxas de câmbio passaram a apresentar uma desmedida volatilidade em função dos acentuados movimentos de capitais, as taxas de juros tornaram-se o principal instrumento de estabilização dos fluxos financeiros e dos próprios mercados nacionais de câmbio. Averigua-se, portanto, uma forte conexão juros-câmbio, cuja principal marca é uma considerável instabilidade de ambos, em razão das dificuldades das autoridades monetárias em controlar os desmedidos fluxos de capitais financeiros. (METRI, 2004, p. 5)

As oscilações mais amplas e frequentes das taxas de juros e de câmbio configuraram um cenário de maior incerteza e volatilidade e ensejaram a criação de instrumentos de proteção (*hedge*) destinados, inicialmente, à cobertura e ao compartilhamento de riscos de mercado. Esses instrumentos, contudo, tornaram-se, simultaneamente, lócus privilegiado de operações meramente especulativas, altamente alavancadas, com elevado potencial desestabilizador, inclusive em termos sistêmicos. Se, por um lado, a proliferação de inovações financeiras e a expansão e diversificação de estoques de ativos financeiros representaram uma resposta dos mercados à instabilidade das expectativas e ao acúmulo das incertezas no curto prazo; por outro, significaram a inauguração de novos espaços de reprodução da acumulação do capital, cujas funções e dimensões em muito extrapolaram os objetivos iniciais. O processo de securitização de dívidas e as operações de crédito estruturado, o desenvolvimento e a disseminação de derivativos financeiros, a emergência dos investidores institucionais e a metamorfose dos bancos em verdadeiros supermercados financeiros (incluindo operações fora de balanço) devem ser apreendidos na esteira desse contexto de incerteza e volatilidade que, rapidamente, desdobra-se em processos de valorização meramente abstrata e especulação, sem qualquer vinculação funcional com uma alocação eficiente de capitais.

O desenvolvimento dos derivativos aumentou a flexibilidade e a segurança para o aplicador e para o tomador de recursos, funcionando como *hedge*. No entanto, também facilitou a especulação, aumentando ainda mais a instabilidade do sistema econômico. Ou seja, uma maior segurança microeconômica gerou uma maior instabilidade macroeconômica (o chamado risco sistêmico), em virtude de existirem poucos controles sobre as instituições e sobre estas operações. Também gerou-se maior risco porque as instituições financeiras, em uma situação de maior concorrência, trabalham com pequenos spreads e margens de segurança, e tendem a fazer avaliações de risco mais precárias. Por outro lado, com a grande velocidade de circulação de informações diminuiu a diversidade de expectativas, fazendo com que pudesse ocorrer convergência de opiniões, o que eliminaria este pressuposto de estabilidade. (DATHEIN, 2003, p. 12)

Das transformações da década de 1970, assim, emerge um mundo no qual se potencializa a instabilidade inerente aos ciclos econômicos do capitalismo. Como sistema social no qual o objetivo é a acumulação de riqueza

sob a forma monetária – forma universal da riqueza – e não a maximização do produto global, o sistema capitalista tem nas finanças e moedas as suas dimensões fundamentais, das quais decorre todo o restante.

Sob uma perspectiva sistêmica, [...] o padrão dólar-flexível amplificou a assimetria e a hierarquia do sistema monetário internacional, estabelecendo um padrão sistêmico de riqueza subjugado ao mundo das finanças e cada vez menos sintonizado com o plano da produção e do trabalho, especialmente a partir do sepultamento definitivo do Sistema de Bretton Woods, ocorrido quando da regeneração do dólar mediante o choque monetário de 1979. (OLIVEIRA *et al.*, 2008, p. 211)

A derrocada final da arquitetura de Bretton Woods em 1979 marca a exacerbação da centralidade das finanças e moedas intrínseca ao sistema capitalista e o aprofundamento do processo de financeirização e desregulamentação que já havia se colocado em marcha desde a década anterior. Os imperativos do capital como propriedade se sobrepõem cada vez mais aos imperativos do capital como elemento funcionante na produção de bens e serviços (PAULANI, 2017, p. 30). O período subsequente caracteriza-se pelo aumento do alcance e da importância dos mercados financeiros, das instituições financeiras, dos agentes financeiros e dos motivos financeiros na operação das economias, tanto nacionalmente quanto internacionalmente (EPSTEIN, 2005, p. 3). O propósito de acumulação sob formas abstratas de riqueza inerente à economia monetária da produção materializa-se no progressivo aumento do peso e da influência dos ativos financeiros – formas quase monetárias – na composição da riqueza social e, por conseguinte, na dinâmica econômica como um todo.

No início da década de 1980, contudo, o processo de retomada da hegemonia dos EUA não estava plenamente concluído: o desafio japonês ainda preocupava os norte-americanos. O último passo da consolidação financeira dos EUA completou-se, então, com o enquadramento da economia japonesa.

Amparado em sua condição como uma das mais estruturadas economias do planeta, em que se converteu em função de sua trajetória própria de desenvolvimento e expansão econômica, o Japão foi dos últimos países a aceitar a proposta estratégica da globalização financeira preconizada de Washington. (MELIN, 1997, p. 347)

Os Acordos de Plaza de 1985 e o *endaka* (choque cambial) que se seguiu, assim, foram o golpe de misericórdia nas expectativas de que a *pax americana* pudesse eventualmente dar lugar à *pax nipponica*¹³. A capacidade exportadora do Japão declinou rapidamente em razão da sobrevalorização do iene. Por uma ironia da história, o país que recusara o Plano Keynes e a ideia de um ajuste do país superavitário, agora pressionava os demais países industrializados por solução nesse sentido. Trata-se, de certo modo, da ambiguidade que marca a política externa norte-americana entre realismo e idealismo quando melhor lhe convém.

Os EUA, ao se colocar no comando do processo, vivenciou período de retomada significativa do crescimento; por outro lado, arrefeceu a concorrência dos demais países desenvolvidos e lançou o mundo periférico na crise da dívida da década de 1980.

Depois de reafirmarem sua hegemonia nas esferas financeira e militar, na década de 1980, os Estados Unidos conseguiram liderar as transformações mundiais em curso e ocupar, na década de 1990, uma posição de destaque no crescimento econômico entre os países da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Na medida em que tiveram sua capacidade financeira reforçada pelo resto do mundo puderam multiplicar os esforços de investimento em múltiplas direções. [...] Os efeitos dos aumentos de riqueza financeira foram capazes de financiar um incrível e prolongado boom de consumo e investimento da velha economia. [...] Embora não tenha beneficiado as demais economias da OCDE – em particular o Japão que ficou prostrado durante a década – foi capaz de perturbá-las na fase recessiva. Na década de 1990, a interdependência das economias não se afirma mais, como no pós-guerra, num círculo virtuoso de crescimento e de emprego, mas surte um efeito de realimentação perverso na fase depressiva e de deflação de ativos, sobretudo para os países periféricos. [...] a economia estadunidense apresentou, nas últimas décadas, uma *performance* de crescimento invejável em comparação com a de seus parceiros da OCDE. As novas regras naturalmente não se aplicam ao seu fator, mas sim aos supostos “concorrentes”, em particular os periféricos, e produzem instabilidade e estagnação na maioria dos países. A chamada globalização foi, na verdade, um processo de expansão concentrada da economia mundial, que levou a uma situação assimétrica na qual são poucos os beneficiários, muitos os perdedores e um só que manda. (TAVARES, BELLUZZO, 2002, p. 155-158)

¹³ Torres Filho (1997). À época, o professor Ernani Torres Filho não descartava a possibilidade de uma recuperação japonesa: “os acontecimentos recentes alimentarão o sentimento de que derrotaram definitivamente o ‘perigo amarelo japonês’. Sem dúvida, estamos assistindo ao início de mais um *round* da luta entre as duas principais potências capitalistas. A ‘guerra’, contudo, ainda está longe de estar definitivamente decidida.” (p. 410)

No padrão monetário que se configura, os países de moeda não conversível¹⁴ internacionalmente têm suas políticas monetárias nacionais fortemente subordinadas ao manejo dos instrumentos de política econômica do país emissor da moeda central. As variações na paridade em relação ao dólar têm uma série de efeitos negativos; por exemplo, perda de competitividade na valorização e pressões inflacionárias em caso de desvalorização.

Para os países não centrais, a instabilidade que a lógica das finanças impõe sobre o ciclo econômico e sobre a gestão do câmbio e dos juros inviabiliza a persecução de políticas econômicas que visem à promoção do crescimento econômico e à manutenção da renda e do emprego. A falta de autonomia de política monetária para os países de moeda inconvertível, decorrente da dificuldade de manejar os principais preços econômicos - câmbio e juros - implica ausência de raio de manobra para a promoção de políticas nacionais de desenvolvimento.

O avanço da globalização financeira, portanto, reduz a capacidade dos Estados emergentes de implementar políticas de desenvolvimento sob uma perspectiva soberana, uma vez que os governos nacionais são obrigados a cancelar os circuitos internacionalizados de valorização abstrata do capital. À mercê dos intensos fluxos de capitais e da discricionariedade da potência hegemônica, resta aos países periféricos a promoção de esforços perenes de estabilização.

Após amargarem crises de liquidez na década de 1980, das quais a crise da dívida dos países latino-americanos deflagrada pela cartada de Volker é um exemplo, nos anos 1990, os países periféricos passaram a ter o acesso a recursos financeiros condicionado à adesão a um receituário de cunho liberal que supostamente promoveria o desenvolvimento, o que lhes obrigou a aprofundar a abertura financeira e comercial e a implementar uma série de ajustes macroeconômicos de modo a supostamente cultivar sólidos fundamentos fiscais.

¹⁴ Termo empregado para a não utilização internacional das moedas periféricas. O conceito será desenvolvido no capítulo 4.

O Brasil e outros grandes países latino-americanos, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida externa, foram literalmente capturados pelo processo de globalização financeira da década de 1990. Todos eles executaram seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados, cuja regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral de concentração e de centralização do capital em escala mundial. (TAVARES, BELLUZZO, 2002, p. 160-161)

Não funcionou: a década de 1990 foi marcada por sucessivos colapsos cambiais e financeiros em diversas partes do mundo - no México, na Ásia, na Rússia, no Brasil e na Argentina. As assimetrias estruturais do atual sistema financeiro e monetário internacional, vulnerável à hierarquia de moedas, à fuga para qualidade, ao *fear of floating*, ao *carry trade* e ao *currency mismatch*, configuram possibilidades excludentes de inserção aos países periféricos que extrapolam as conjunturas domésticas.

É preciso ressaltar, outrossim, a pronta adesão das instituições locais ao receituário neoliberal propagado pelo chamado Consenso de Washington. Em geral, os governos, a academia, o empresariado e a imprensa, notadamente dos países latino-americanos, aceitaram o diagnóstico e a proposta neoliberal. Sem maiores contestações, acreditou-se que a abertura financeira promoveria o restabelecimento da confiança e, por conseguinte, o ingresso de capitais. As forças de mercado trariam ares de modernidade e se encarregariam de fazer avançar o desenvolvimento nacional.

A mensagem neoliberal que o Consenso de Washington registraria vinha sendo transmitida, vigorosamente, a partir do começo da Administração Reagan nos Estados Unidos, com muita competência e fartos recursos, humanos e financeiros, por meio de agências internacionais e do governo norte-americano. Acabaria cabalmente absorvida por substancial parcela das elites políticas, empresariais e intelectuais da região, como sinônimo de modernidade, passando seu receituário a fazer parte do discurso e da ação dessas elites, como se de sua iniciativa de seu interesse. [...] Tudo se passaria, portanto, como se as classes dirigentes latino-americanas se houvessem dado conta, espontaneamente, de que a gravíssima crise econômica que enfrentavam não tinha raízes externas – a alta dos preços do petróleo, a alta das taxas internacionais de juros, a deterioração dos termos de intercâmbio – e se devia apenas a fatores internos, às equivocadas políticas nacionalistas que adotavam e às formas autoritárias de governo que praticavam. Assim, a solução residiria em reformas neoliberais apresentadas como propostas modernizadoras, contra o anacronismo de

nossas estruturas econômicas e políticas. (BATISTA, 1994, p. 7)

Não se trata de menos Estado, mas de colocar o Estado a serviço da acumulação, chancelando a dependência. Nas lições de Belluzzo e Galípolo,

[...] ao contrário do que reza a vulgata de certa esquerda ou pregam os delírios da direita obtusa, a nova etapa do capitalismo – dita neoliberal – não buscou e muito menos realizou a propalada redução das funções do Estado. Em sua sabedoria sistêmica, o neoliberalismo promoveu apropriação do Estado pelas forças da grande corporação transnacional empenhada na concorrência global. Desde os anos 80, o capitalismo “social” e “inter-nacional” do imediato pós-guerra transfigurou-se no capitalismo “global”, “financeirizado” e “desigual”. (BELLUZZO, GALÍPOLO, 2017, p. 39)

Nesse sentido, a financeirização é resultante da interação entre o poder do capital e o poder político em um movimento de dupla determinação no qual as duas dimensões se auto-reforçam e se retroalimentam. Embora os gérmenes da financeirização da riqueza residam na própria lógica do capital, o processo ganha força e, mais, um Estado condutor, com a reconfiguração da correlação de poder geopolítico a partir da década de 1970.

Apesar de as pressões para liberalização e desregulamentação dos mercados já estarem presentes na década de 1960, momento no qual os capitais procuravam driblar os contornos legais em busca de maiores ganhos de valorização, foi a discricionariedade dos Estados Unidos para manter-se à frente do processo que proporcionou a configuração atual do sistema, de modo que, em termos geopolíticos, o país é o maior responsável e também o maior beneficiário da financeirização da riqueza e do padrão monetário que a rege.

A globalização das finanças, contudo, resulta em uma determinada arquitetura do sistema financeiro e monetário internacional na qual privilegiam-se os ganhos especulativos privados de capital em detrimento da renda e do emprego. Conforma-se uma (des)ordem econômica assimétrica, hierárquica e instável, que acentua tanto a clivagem centro-periferia quanto a desigualdade de renda em termos nacionais e internacionais.

O resultado é um sistema econômico internacional extremamente vulnerável ao caráter especulativo e instável das aplicações financeiras. A ordem

econômica como um todo sujeita-se às expectativas voláteis de um ambiente de especulação e de incerteza, marcado por volatilidade cambial, alta mobilidade de capitais de curto prazo e inovações financeiras desreguladas. Nesse contexto, posições de elevado grau de alavancagem e endividamento de maior volume e pior perfil são crescentemente gestadas; a financeirização traz consigo a exacerbação da fragilidade financeira minskyana. Não por acaso, crises econômicas sistêmicas são recorrentes e cada vez mais intensas, profundas e duradouras. A cada episódio crítico, os governos nacionais são forçados a recolocar as bases de valorização do capital de modo a conter a retração econômica, o que em essência significa socializar as perdas da contração da economia. O ciclo, portanto, opera com privatização dos ganhos nos movimentos ascendentes e socialização das perdas nos momentos de crise.

Parte II – Supremacia das finanças, crises e a inserção periférica

Sob o paradigma de acumulação da globalização financeira, a recorrência de crises aumentou significativamente a partir dos anos 1980, em especial nos países emergentes. Ao contrário do que preconizavam os modelos da literatura convencional então existentes, contudo, tais crises não foram previsíveis e tampouco tiveram relação direta com os fundamentos fiscais e monetários desses países.

Em realidade, menos o resultado de gestação endógena e de desequilíbrios internos, as crises que se verificam a partir daí são expressões da fragilidade cíclica que caracteriza o sistema financeiro e monetário internacional desde a ruptura de Bretton Woods, marcado pela exacerbação de sua dimensão geoeconômica hierárquica e pelo impulsionamento do processo de financeirização da riqueza.

Gravitando em torno do poder financeiro dos EUA, a ascensão das finanças na busca incessante do capital por recolocar as bases de sua própria reprodução promove a supremacia do capital fictício em detrimento de maior governança sistêmica e da persecução de objetivos de política econômica não vinculados à mera realização do capital.

Nesse panorama, a inserção dos países emergentes torna-se especialmente conturbada. Em razão da assimetria do sistema monetário e financeiro internacional, tais países são mais vulneráveis às flutuações sistêmicas e mais suscetíveis a crises, das quais têm menor raio de manobra para evitar ou delas se recuperar. A hegemonia do capital financeiro sob o padrão dólar flexível impõe dinâmica econômica que impossibilita a promoção soberana do desenvolvimento, em particular de perspectiva ampla, de projeto agregado, com proposições focadas no médio/longo prazo.

Impelidos a adotar práticas neoliberais de modo a conquistar a confiabilidade dos mercados, os países periféricos promoveram ampla abertura financeira, em particular na década de 1990. Em tese, o aumento do grau de confiança e de concorrência nas economias periféricas promoveria elevação do grau de investimento e levaria ao crescimento desses países. O que se viu, no

entanto, foi o aumento da fragilidade dessas economias em contexto no qual se veem desprovidas dos instrumentos de recuperação.

Foster (2007), por exemplo, enxerga o receituário neoliberal como a contrapartida ideológica necessária a sustentação do capital monopolista. A esse respeito, pode-se dizer que há uma aproximação com a abordagem da regulação francesa no sentido de criação de formas institucionais para sustentar o regime de acumulação. Nesse sentido, o discurso neoliberal opera mais em favor da globalização financeira do que propriamente em prol do desenvolvimento dos países para os quais foi recomendado.

O objetivo da segunda parte, portanto, é: i) apreender os impactos da globalização financeira sobre a dinâmica macroeconômica, sobretudo no que diz respeito às consequências da financeirização em relação ao ciclo econômico; ii) analisar o posicionamento vulnerável das economias periféricas, em especial no que diz respeito a sua autonomia. Em outras palavras, pretende-se mostrar a exacerbação do caráter cíclico do funcionamento do capitalismo liderado pelas finanças e o posicionamento vulnerável dos emergentes em virtude da estrutura hierarquizada do sistema.

O terceiro capítulo analisa a fragilidade do ciclo comandado pela inflação de ativos financeiros. O quarto capítulo, em seguida, analisa a inserção hipossuficiente dos países periféricos, apontando as implicações dessas transformações no tocante à formulação de políticas econômicas e à capacidade de promoção do crescimento econômico sustentado.

Capítulo 3 – Da vulnerabilidade sistêmica cíclica: macroeconomia financeirizada

Marx e Keynes definem o sistema capitalista como uma economia monetária da produção. Trata-se, assim, de sistema social no qual o objetivo é a acumulação sob a forma monetária – forma universal da riqueza – e não a maximização do produto global. Com a difusão da globalização financeira, o propósito de acumulação sob formas abstratas de valor transforma-se progressivamente em acumulação de ativos financeiros – formas quase monetárias.

Em um mundo de finanças globais desregulamentadas e sistema plurimonetário sob regime de câmbio flutuante, ancorado em uma moeda fiduciária nacional, o que se verifica a partir daí são transformações profundas nas formas de criação e gestão da riqueza, que alteram a própria morfologia dos ciclos econômicos. A gestão da riqueza capitalista resume-se cada vez mais à gestão de ativos financeiros.

O ritmo e as flutuações dos ciclos passam a estar intimamente subordinados à volatilidade dos movimentos de inflação e deflação desses ativos financeiros. Como o volume de riqueza mobiliária cresce em ritmo muito superior à base produtiva em que se funda o seu valor, pode-se concluir que essa desproporcionalidade ocorre por meio de uma sistemática inflação dos ativos financeiros alheia aos ativos fixos que aqueles, em última instância, representam. Vale dizer, o descompasso entre a massa de títulos financeiros e o ritmo de acumulação dos ativos instrumentais de capital é sustentado por um processo de valorização abstrata descolado dos fundamentos reais de reprodução do valor. Com o surgimento das inovações financeiras, a multiplicação do capital fictício realiza-se a partir do próprio capital fictício, em uma espécie de reprodução autônoma do capital.

Nesse contexto, o predomínio da acumulação financeira alterou profundamente o comportamento do conjunto de agentes econômicos relevantes, envolvendo a todos nos altos e baixos da gangorra financeira. A especulação não é apenas uma anomalia cíclica, ruído de funcionamento ou oportunismo fruto da ganância excessiva de uns e outros, mas, sim, um

fenômeno sistêmico que pauta a atuação de todos os protagonistas da economia. A lógica especulativa altera a natureza das operações e a ação dos atores financeiros e não financeiros e das instituições financeiras e não financeiras, o que modifica o funcionamento dos mercados e de suas formas de concorrência.

Trata-se de um padrão *sistêmico* porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores – o capital bancário, os rentistas tradicionais – mas, ao contrário, **tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes**, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, **modificado a dinâmica macroeconômica**. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado. (BRAGA, 1997, p. 187, *grifos nossos*)

Lapavitsas (2013), inclusive, aponta que se trata de uma deficiência da corrente marxista da *Monthly Review* não ter percebido a disseminação da lógica da circulação entre todos os agentes. Essa transformação na racionalidade dos agentes foi melhor captada pelos pós-keynesianos e regulacionistas.

Monthly Review has broken an innovative path by claiming that financialization reflects an epochal shift in the balance between the spheres of production and circulation, in favour of the latter. This is an appropriate point of departure for a theory of financialization. However, the current has not offered a detailed analysis of the altered conduct of the agents of the capitalist economy – productive capitalists, bankers and workers – which has produced the changed balance between the two spheres. If financialization is not explicitly related to the operations of the fundamental agents of the capitalist economy, its content will remain unclear. (LAPAVITSAS, 2013, p. 795, *grifos nossos*)

À medida que avançou, essa lógica de valorização de estoques provocou importante reconfiguração na estrutura da riqueza social, qual seja, a universalização e o rápido crescimento da participação de ativos financeiros na composição do patrimônio privado. Isto é, famílias e empresas não financeiras passaram deter portfólios significativos de títulos e ações. As decisões de consumo, poupança e investimento desses agentes, então, passaram a estar em grande medida condicionadas às expectativas de variação nos preços desses ativos.

No que se refere às famílias, em momentos de valorização, a inflação de ativos provoca sensação de rápido enriquecimento – o efeito riqueza –, vinculando crescentemente as decisões de gasto a essa expansão meramente financeira, potencialmente frágil e efêmera, sob a impressão de que tais ganhos não estão igualmente sujeitos a súbitos movimentos deflacionários, choques adversos e períodos críticos.

Isso porque o circuito de valorização fictícia do capital é sustentado pela emergência de mercados líquidos e profundos, nos quais é negociada uma série de inovações financeiras. A multiplicação de possibilidades, mecanismos e instrumentos de realização desse valor abstrato gera a falácia de eliminação dos riscos e de superação da incerteza keynesiana e realimenta esse circuito de valorização fictícia. A falsa certeza de que sempre será possível a reconversão dos títulos à forma monetária justifica, então, a tomada de empréstimos junto ao sistema bancário para a busca de posições vantajosas nos mercados financeiros. A crescente alavancagem sistêmica propicia o contínuo endividamento das famílias.

Desse modo, a realização do efeito riqueza em relação ao consumo não ocorre por meio da venda dos ativos financeiros em posse das famílias e da reorientação da receita monetária dela derivada para a aquisição de bens e serviços, mas sim pela maior demanda dos consumidores por crédito junto ao sistema financeiro. Antes variável relativamente estável, o consumo perde proporcionalidade em relação à renda corrente e passa a estar associado à perspectiva de enriquecimento financeiro. Na trajetória ascendente do ciclo de valorização, há elevação da propensão a consumir em relação à renda e diminuição da aversão ao risco, que também se materializa em maior grau de endividamento. No limite, o próprio grau de endividamento perde proporcionalidade em relação à renda e passa a estar subordinado às expectativas de valorização dos ativos presentes nos portfólios das famílias. Até mesmo o crédito direcionado às famílias passa a vincular-se às perspectivas de enriquecimento financeiro.

Em termos de análise econômica, isso significa a migração do parâmetro de gasto de uma variável de fluxo (salários) para uma variável de estoque

(patrimônio), o que, na prática, introduz elemento de maior imprevisibilidade à dinâmica macroeconômica e impõe novos desafios à formulação e à gestão de políticas de crescimento.

O consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável previsto pela função-consumo keynesiana e passa a apresentar um componente típico das decisões de gasto capitalista (BELLUZZO, COUTINHO, 1998, p. 139).

No bojo da financeirização da riqueza, portanto, essas dinâmicas promovem o substancial aumento da alavancagem e do endividamento das unidades familiares. O passivo dos lares norte-americanos é apontado com um dos pilares centrais do regime de acumulação liderado pelas finanças (GUTTMANN e PLIHON, 2008), uma vez que o padrão de crescimento capitalista baseado nos EUA como “comprador de última instância” tem no consumo das famílias americanas a sua fonte de dinamismo. Foi justamente o endividamento excessivo dos lares americanos o estopim para a maior crise do século XXI.

The catalyst of the crisis in 2007 was speculative mortgage lending to the poorest workers in the USA during the 2000s, the loans being subsequently traded in ‘securitized’ form in global financial markets. It is hard to exaggerate what an extraordinary fact this is. Under conditions of classical, 19th-century capitalism, it would have been unthinkable for a global disruption of accumulation to materialize because of debts incurred by workers, including the poorest. However, this is precisely what has happened under conditions of financialized capitalism, an economic and social system that is much more sophisticated than its 19th-century predecessor. (LAPAVITSAS, 2013, p. 792)

Interessante observar como, partindo da tendência à queda da taxa de lucro, Foster (2007) aponta que o endividamento das famílias é decorrente da estagnação capitalista. A bolha imobiliária, na visão de Foster, teria sido uma alternativa à queda dos salários decorrente da falta de dinamismo capitalista.

So crucial has the housing bubble been as a counter to stagnation and a basis for financialization, and so closely related it is to the basic well-being of U.S. households, that the current weakness in the housing market could precipitate both a sharp economic downturn and widespread financial disarray. Further rises in interest rates have the potential to generate a vicious circle of stagnant or even falling home values and burgeoning consumer debts service ratios leading to a flood of defaults. The fact that U.S. consumption is the core source of demand for the world economy raises the possibility that this

could contribute to a more globalized crisis. (FOSTER, 2007, p. 8)

Empresas caracteristicamente produtivas, por sua vez, tornam-se crescentemente financeiras: o que se verifica é um aumento no portfólio de ativos financeiros de corporações não financeiras, com rendimentos financeiros – juros, dividendos e ganhos de capital – tornando-se cada vez mais importantes. As empresas engajaram-se na busca por ganhos não operacionais, valendo-se de instrumentos complexos para obter ganhos de capital advindos da alavancagem financeira, o que revela o caráter cada vez mais financeirizado de suas operações.

Como ressaltou Keynes (1936), num ambiente caracterizado pela predominância de mercados financeiros organizados e líquidos, a lógica empresarial torna-se subordinada, enquanto a especulativa revela-se dominante. Nesse contexto, os investimentos não são mais realizados pela sua capacidade de produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor inicial desembolsado, mas em função do ganho de capital que podem gerar, a partir da expectativa de variação do valor de mercado do ativo no curto prazo. (PRATES, 2005, p. 269)

O caráter financeirizado das operações de corporações não financeiras é parte das formas de concorrência ensejadas pela globalização financeira. Criase cenário no qual a concorrência financeira é parte da sobrevivência das corporações. Trata-se tanto de uma estratégia de custo de oportunidade quanto de sobrevivência. Inseridas em um ambiente arrojado no que se refere ao controle corporativo, sujeitas à insatisfação de acionistas e a súbitas tomadas de controle acionário por concorrentes, fundos de participações e *corporate raiders*, as corporações são impelidas a adotar operações financeirizadas. Nesse cenário, o preço da ação torna-se a variável-chave em torno da qual a gestão corporativa organiza a sua atuação (GUTTMANN, 2008). Introduz-se na gestão corporativa, assim, a lógica de maximização do valor ao acionista em detrimento da mobilização do investimento produtivo e do fomento de atividades de pesquisa e desenvolvimento.

Os rendimentos das ações passam a representar o indicador de desempenho da governança corporativa, o que desloca as prioridades da gestão em direção aos resultados de curto prazo no lugar de investimentos de longa

maturação. Vale dizer, introduz-se lógica de resultados imediatos na gestão corporativa que inviabiliza projetos de longo prazo.

Verifica-se, assim, um desacoplamento entre lucros e investimento, que se manifesta nos níveis apáticos de investimento das últimas décadas, completamente em dissonância e desproporcionais aos níveis historicamente elevados do lucro corporativo. A estratégia de expansão corporativa se dá via compra de capacidade produtiva já instalada: obtém-se controle corporativo por meio de fusões e aquisições, sem investimento em nova capacidade produtiva, que de fato geraria demanda efetiva. A transformação na atuação financeira das corporações não financeiras, assim, parece cancelar a visão pós-keynesiana de desmobilização do investimento em virtude de “desvios” do capital produtivo para a esfera financeira.

Em termos dinâmicos, o desacoplamento entre lucros e investimento agrava o conflito distributivo em virtude dos impactos negativos na distribuição de renda que ocasiona. O declínio dos lucros retidos para reinvestimento e o aumento do pagamento de dividendos gera pressão sobre os salários. Nesse sentido, a financeirização das decisões de gasto das empresas está associada ao aumento da desigualdade entre os rendimentos acionários e os salários.

Os bancos e investidores institucionais desempenham papel fundamental na universalização dessa ciranda financeira. É por meio desses agentes que se opera a transição do mercado de crédito bancário para as finanças de mercado. Com a emergência de diversos fundos – fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de *hedge*, inicialmente controlados pelos investidores institucionais e, em seguida, também pelos bancos – e das operações de securitização, o que se verifica é uma guinada qualitativa nas formas de intermediação de empréstimos para valores mobiliários. A securitização refere-se à transformação de ativos inegociáveis (empréstimos bancários) em ativos negociáveis (títulos) e à proliferação de diversas modalidades de títulos ao portador emitidos por empresas, instituições financeiras e governos, ampliando a base de valorização fictícia.

Ao reunir pequenos investidores em busca de ganhos de escala, os investidores institucionais são os responsáveis pela disseminação dos ativos financeiros entre os diversos agentes econômicos, em especial pela introdução das famílias na esfera de valorização fictícia. É sobretudo por meio da gestão de poupança coletiva operada pelos investidores institucionais que as famílias realizam investimentos em ativos financeiros.

A organização dos mercados e a forte presença de investidores institucionais adiciona outro elemento importante de exacerbação do ciclo financeiro. Na busca de bater os concorrentes, de ganhar a dianteira, os administradores dos fundos de pensão e fundos mútuos são obrigados a apresentar à clientela produtos financeiros de alta performance. Isto os induz a ampliar o grau de alavancagem e a buscar combustível em outras praças de maior risco e menor grau de informação. A rentabilidade destes fundos depende de se alcançar “taxas de sucesso” superiores a uma determinada taxa de juros de referência. [...] É um fato pouco sublinhado nas análises convencionais este apontado acima, ou seja, a formação de um bloco importante de instituições gestoras de grandes massas de riqueza, comprometidas com a continuada elevação de preços. A alavancagem excessiva as torna extremamente vulneráveis a reversões abruptas. Neste quadro, agrava-se progressivamente a fragilidade financeira, fenômeno que é mascarado pelo surto de valorização acelerada dos ativos. (BELLUZZO e COUTINHO, 1998, p. 145)

A atuação dos investidores institucionais também é responsável por inserir a lógica de maximização do valor ao acionista no centro da gestão corporativa, uma vez que o rápido ganho de escala dos fundos por eles geridos transformou-os nos principais acionistas das maiores empresas do mundo. São eles os beneficiários dos resultados de curto prazo das empresas.

Os fundos de investimento trilionários levaram a uma enorme centralização da propriedade. Os fundos adquirem participação nos mais diversos negócios, mas não se interessam pela gestão diária destes. Sua participação exige que a administração se submeta à lógica EBITDA, da geração do máximo caixa possível, e a busca incessante da valorização acionária. Transforma a gestão das empresas em uma gestão financeirizada. [...] O jogo da competitividade global se aliou às novas formas de governança das empresas para concentrar o poder nas mãos dos acionistas e dos administradores da riqueza financeira. As empresas ampliaram expressivamente a posse dos ativos financeiros, não como reserva de capital para efetuar futuros investimentos fixos, mas como forma de alternar a estratégia de administração dos lucros acumulados e do endividamento. O objetivo de maximizar a geração de caixa determinou o encurtamento do horizonte empresarial. A expectativa de variação dos preços dos ativos financeiros passou a exercer um papel muito relevante nos lucros

operacionais. A gestão empresarial foi, assim, submetida aos ditames dos ganhos patrimoniais de curto prazo e acumulação financeira impôs suas razões às decisões de investimento, aquelas geradoras de emprego e renda. (BELLUZZO, GALÍPOLO, 2017, p. 31)

Sobre o modo de funcionamento contemporâneo das instituições bancárias, ensina Robert Guttman,

Em vista do atraente potencial de crescimento, os bancos construíram uma máquina de financiamento de várias camadas para apoiar a especulação como atividade econômica principal. (GUTTMANN, 2008, p. 23)

Ao viabilizar a expansão do capital fictício, os bancos impulsionam a inflação de ativos. As instituições bancárias se tornaram verdadeiros supermercados financeiros. Os bancos promovem a liquidez que sustenta a alavancagem das famílias e empresas, criam novos produtos financeiros, articulam mercados nos quais os papéis são negociados e realizam operações próprias que sinalizam os movimentos dos mercados, direcionam as expectativas e ditam o ritmo do ciclo de negócios.

Os bancos comerciais, diante de um declínio possivelmente duradouro de sua função tradicional de intermediação, reagiram à ameaça entrando eles mesmos nos negócios com fundos. Eles também assumiram o controle da criação de mercados de balcão, informais e descentralizados, nos quais muitos dos novos instrumentos de derivativos e securitização passaram a ser negociados. Esta atividade de criação de mercados rendeu-lhes grandes somas de dinheiro. (GUTTMANN, 2008, p. 21)

Não se trata, portanto, de um processo de desintermediação bancária, mas sim de uma virada nas formas de intermediação. Além disso, são instituições cuja própria forma de operação e estrutura de incentivos são destinadas ao encorajamento do excesso.

O crédito bancário e a criação de uma ampla variedade de produtos e instrumentos financeiros amplificam a possibilidade de valorização fictícia da riqueza, aumentando a possibilidade de distanciamento entre os âmbitos produtivo e monetário financeiro e, ao cabo, implicando uma nova dinâmica do modo de produção capitalista. (OLIVEIRA, 2009, p. 730)

Em termos da dinâmica econômica, a mutação na composição da riqueza social decorrente do processo de financeirização e as consequências sobre os parâmetros de gasto dos agentes privados implicam a possibilidade de flutuações

mais bruscas do consumo e do investimento. Altera-se a lógica de concorrência das empresas, que se engajam em ganhos financeiros em detrimento de investimentos de fato capazes de gerar demanda efetiva, o que impacta diretamente a promoção do emprego de fatores de produção e, por conseguinte, de crescimento econômico sustentado.

Configura-se um panorama de subestimação dos riscos associados às operações financeiras e de alavancagem excessiva sem a mínima contrapartida em termos reais. Famílias, empresas, bancos e investidores institucionais passam a condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito em parâmetros especulativos. Com isso, os mecanismos de transmissão da instabilidade financeira estendem-se para o restante da economia: a fragilidade intrínseca às esferas financeiras transplanta-se aos demais setores tipicamente não financeiros, inserindo nesse movimento as famílias e empresas à ciranda financeira. A dominância financeira que se estabelece enseja dinâmica macroeconômica voltada à especulação e não ao desenvolvimento; a especulação tornou-se a principal atividade econômica de grande parte dos atores privados relevantes. O resultado é um ambiente de enorme potencial à formação de bolhas e ao colapso pela reversão repentina de expectativas.

Em sua trajetória ascendente, assim, o ciclo é impulsionado por alto grau de alavancagem e endividamento e pela retroalimentação de processos alistas decorrente, no limite, da própria inflação de ativos. No entanto, por se sustentar em posições majoritariamente especulativas, não ancoradas em fundamentos reais de reprodução do produto e do estoque de capital, o crescimento do ciclo move-se em direção a zonas crescentes de risco e passa, eventualmente, a suscitar desconfiança quanto à manutenção da valorização do preço dos ativos. Como, devido à liberalização e à desregulamentação, os ciclos financeirizados ocorrem em mercados que propiciam elevado grau de negociabilidade de ativos e facilidade de mudança de posições, a flutuação no preço dos ativos ocasionalmente dispara súbita reversão do ciclo de valorização em sentido contrário, o que coloca em marcha mecanismos de reversão rápidos e efetivos em promover a contração da liquidez, o efeito contágio e a deflação de ativos,

instaurando as condições de crise econômica e recessão.

Vale dizer, para além das formas clássicas de reversão do ciclo econômico de uma economia com regulação nacional do crédito e dominância bancária na intermediação financeira (finanças indiretas), quais sejam, uma mudança autônoma de expectativas dos empresários e/ou a perda de confiança dos bancos quanto à realização do valor de suas carteiras de empréstimos, há que se somar a forma financeirizada de reversão: a queda nos preços dos ativos financeiros (finanças diretas).

Numa economia em que os bancos participam indiretamente no financiamento do gasto mediante linhas de crédito destinadas a sustentar posições nos mercados de capitais, Keynes não descartou a possibilidade de uma reversão cíclica originada por quedas de preços dos ativos, rapidamente transmitidas para o sistema de crédito (*Treatise on money*). Foi essa possibilidade que levou os reformadores do sistema bancário americano, em 1933, a inscrever em lei (*Glass Steagal Act*) uma rigorosa segmentação dos mercados financeiros, com explícita proibição de participação, direta ou indireta, dos *money center banks* nos mercados de ativos. A ideia era a de evitar o risco de alavancagem excessiva por parte das corretoras e bancos de investimento, acarretando pressões “inflacionárias” sobre os papéis, sempre acompanhadas de fragilização financeira. (BELLUZZO, COUTINHO, 1998, p. 141)

Ora, como as oscilações de preços são inerentes aos papéis financeiros, a forma financeirizada de funcionamento do sistema capitalista opera sobre permanente e acentuada vulnerabilidade sistêmica e risco iminente de colapso econômico. Reféns das expectativas de valorização dos ativos financeiros, os ciclos econômicos estão sensivelmente subordinados a mudanças bruscas de opinião, à polarização excessiva de expectativas, a profecias autorrealizáveis e à irrupção de comportamentos miméticos.

Ao contrário dos que preconizam que os mercados financeiros teriam as virtudes de melhorar a circulação de informações, reduzir custos de transação e promover uma distribuição do risco, a contínua proliferação de inovações financeiras e o recurso à intermediação financeira via mercado de capitais aumentam a incerteza e a assimetria de informações, características intrínsecas às economias capitalistas, contudo, exacerbadas no período atual, pois dificultam a avaliação dos riscos de crédito ao afastar credores e devedores e tornam as decisões mais vulneráveis ao efeito contágio.

O resultado é a aceleração do ciclo de inflação e deflação de ativos, com ciclos ascendentes mais curtos, interrompidos por momentos críticos recorrentes e longos períodos de recuperação dos colapsos econômicos. A profunda interconexão entre os diversos mercados em razão da securitização, do desenvolvimento e da disseminação de derivativos financeiros, da atuação dos investidores institucionais e da universalização dos bancos reforça os mecanismos de reversão – a retração pelo pânico e o comportamento de manada – e o caráter sistêmico dos períodos contracionistas. Não à toa, a história recente do sistema capitalista, em particular após a configuração da globalização financeira, é marcada pela recorrência de crises com impacto mundial, cada vez mais profundas, agudas e duradouras.

Para agravar, a cada episódio de crise, os esforços para conter a espiral para baixo demandam o socorro das instituições financeiras pelas autoridades monetárias nacionais, o que evidencia a privatização dos ganhos no ciclo inflacionário e a socialização das perdas no ciclo deflacionário. No atual estado de convenções, o capital, ironicamente, impõe aos governos a necessidade de recolocar as bases de sua reprodução em decorrência de crises por ele mesmo gestadas. O fim da segmentação dos mercados financeiros com a revogação do *Glass Steagal Act*, por exemplo, foi um dos fatores institucionais que criou condições para gestação da Crise do *Subprime*, na qual novamente observou-se o resgate das instituições financeiras.

Em 2000 estourou a famosa bolha da tecnologia da informação, mas o FED interveio, com sucesso, e impediu o alastramento da crise. [...] É preciso entender que a crise de 2008 nasce exatamente da vitória sobre a anterior. Os mercados têm certeza de que serão salvos pelo Estado e seus bancos centrais independentes. A baixa dos juros patrocinada por Alan Greenspan em 2000 deu fôlego adicional ao consumo das famílias americanas, que aumentaram seu endividamento para quase 100% do PIB dos EUA em 2007, às vésperas da crise. Os juros baixos e estáveis também animaram os bancos, que passaram a conceder crédito sem avaliar o risco do devedor. [...] A exuberante liquidez proporcionada pela política do FED suprimiu as já frágeis barreiras que ainda impediam os mercados financeiros de tomar riscos maiores. A inventividade desses mercados construiu verdadeira pirâmide de papéis. Os bancos originavam os créditos e tratavam de passá-los a frente, mediante técnicas de securitização que envolviam o “empacotamento” de empréstimos de qualidade variada, misturando o bom, o ruim e o péssimo. [...] Quando explode a crise, toda a cadeia de felicidade entra em pane. [...] A pirâmide começa a desmoronar, os bancos hesitam em conceder créditos uns aos outros e a todos os demais. É a desconfiança generalizada e novamente o FED reduzindo juros rapidamente, apavorado com a profundidade da crise. [...] Após a crise financeira de 2007/2008 a

política de socorro às instituições financeiras grandes demais distribuiu prêmios aos seus arquitetos, flagrantes na autorização do “independente” Federal Reserve para utilizar US\$ 700 bilhões dos contribuintes na compra de títulos podres e nos casos conhecidos como *golden parachutes* (paraquedas de ouro). O *quantitative easing* descarregado nos bancos não recuperou economias, socializou prejuízos e privatizou riqueza pública por meio do endividamento dos Estados, acentuando a concentração de renda. (BELLUZZO, GALÍPOLO, 2017, p. 32-33)

Além de ciclicamente vulnerável, a globalização financeira é ainda excludente e assimétrica, uma vez que determina condições, potencialidades e graus de autonomia diferenciados para as distintas economias nacionais. Constituído por um arranjo institucional hierarquizado em torno das distintas praças financeiras e de uma divisa-chave doméstica, o capitalismo liderado pelas finanças incorpora os diferentes países de forma bastante desigual, o que de fato divide as perspectivas de desenvolvimento entre países centrais e periféricos. Os constrangimentos, riscos e custos da globalização financeira recaem sobretudo sobre os países em desenvolvimento.

Como enfatiza Chesnais, a globalização financeira é, além de excludente – penalizando fortemente os países periféricos não inseridos no processo de globalização, caso dos africanos –, hierarquizada, integrando os sistemas financeiros nacionais de forma desigual, imperfeita e incompleta. (PRATES, 2005, p. 278)

Capítulo 4 - Da vulnerabilidade periférica

O predomínio da acumulação financeira trouxe para a órbita da regulação pelo mercado não apenas a universalidade dos agentes econômicos, mas o conjunto das economias nacionais. Com a liberalização dos mercados de câmbio e a desregulamentação dos controles sobre os fluxos de capitais, investidores institucionais, bancos e grandes empresas tornaram-se protagonistas do mercado internacional de capitais. A lógica especulativa, então, extrapolou as fronteiras nacionais e passou a condicionar fortemente a integração dos distintos países ao sistema internacional¹⁵.

Na medida em que se descolam das bases reais de valor, os fluxos de capitais, na prática, descolam-se dos fluxos de comércio e de produção mundiais. Em grande medida motivadas por ganhos especulativos de curto prazo, as operações de valorização de estoques patrimoniais características do sistema financeiro internacional financeirizado apresentam perfil extremamente volátil. Vale dizer, grande parte das decisões de alocação de riqueza dos investidores institucionais, empresas transnacionais e bancos se dá pela expectativa de variação dos preços dos ativos nas diversas praças internacionais, denominados em moedas distintas e sujeitos a diferentes prêmios de risco, o que lhes confere contornos bastante instáveis. Livre de amarras regulatórias, o capital busca espaços de máxima valorização e liquidez, no menor tempo possível.

Ainda que os fluxos tenham diferentes graus de volatilidade a depender da natureza das operações, mesmo os menos voláteis, como os fluxos de investimento direto estrangeiro (IED), por exemplo, têm natureza bastante especulativa e alto grau de liquidez. Isso porque normalmente ocorrem em fusões e aquisições e não em instalação de nova capacidade produtiva. Os

¹⁵ Em maior ou menor medida a depender do posicionamento hierárquico e do grau de abertura financeira. O foco do presente capítulo é nos países periféricos/emergentes, quais sejam, aqueles não totalmente excluídos da globalização financeira), com capacidade mínima de integração ao sistema internacional (parte dos países africanos, por exemplo, encontra-se praticamente excluída do sistema econômico. A escolha se dá sobretudo pela presença brasileira nesse grupo de países, que inclui também a maioria dos países latino-americanos.

fluxos decorrentes de movimentações bancárias e de investimentos em portfólio são ainda mais instáveis.

As intensas movimentações de capitais decorrentes dessa lógica patrimonialista, então, promovem variações nos preços dos ativos e nas taxas de câmbio. As frequentes oscilações de juros e câmbio que marcam o sistema financeiro e monetário internacional (SFMI) desde o colapso de Bretton Woods acentuam o perfil especulativo e intensificam a volatilidade dos fluxos de capitais. As expectativas quanto à trajetória dessas taxas acrescentam elemento de imprevisibilidade que realimenta a especulação e encurta os prazos das transações. O contexto de insegurança que se cria eleva a preferência pela liquidez dos agentes que atuam nesses mercados. O resultado é uma dinâmica de volatilidade que se retroalimenta em um círculo vicioso, no qual os fluxos são simultaneamente causa e consequência da instabilidade de juros e câmbio: ao mesmo tempo em que são pressionadas pelos fluxos, as flutuações das taxas de juros e de câmbio dão ensejo a movimentações subsequentes.

No plano *internacional*, portanto, esse padrão de riqueza [a financeirização] se exercita, concretamente, no mercado de capitais (*latu sensu*), mundialmente integrado, composto por ações, bônus e títulos financeiros em geral, públicos e privados, representantes da grande massa de riqueza mobiliária, desproporcional face à riqueza real, produtiva. Estes títulos impulsionam uma circulação cambial de corte estritamente financeiro num sistema plurimonetário em que o dólar, moeda em que aqueles títulos são maioritariamente denominados, ocupa a posição dominante. Esta circulação determina um movimento interdependente de taxas de câmbio e taxas de juros, uma vez que suas variações estabelecem as rentabilidades dos ativos financeiros e as modificações dos valores patrimoniais nos diferentes mercados nacionais globalizados. Com isto, o que se configura, 'em definitivo', é o regime de taxas flexíveis de câmbio, como aquele pertinente à lógica financeirizada, que, combinado com os juros e a capitalização em bolsas de valores, estabelecem, predominantemente, os critérios de valorização e desvalorização da riqueza. (BRAGA, 1998, p. 199)

Nesse cenário de incerteza estrutural e vulnerabilidade cíclica, a capacidade de inserção dos países periféricos na economia global torna-se bastante problemática e desigual, sobretudo em termos de autonomia para a coordenação de políticas econômicas e, por conseguinte, para a promoção soberana do desenvolvimento. A dinâmica macroeconômica interna – mais instável por si só, como se procurou mostrar no capítulo anterior – sujeita-se

também a ciclo de ativos em íntima correlação com determinantes externos, o que, na maioria dos casos, limita os objetivos das autoridades econômicas apenas à busca por estabilidade. Manifesta-se, assim, uma dinâmica centro-periferia, na qual a última procura se inserir em uma economia mundial muito mais vulnerável ciclicamente, que, no limite, opera em seu desfavor.

Isso porque, na ciranda global das finanças, os países emergentes estão mais suscetíveis à fragilidade sistêmica em razão do caráter assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional¹⁶. Devido à natureza hierárquica dos mecanismos que a regem, os países periféricos apresentam maior exposição ao perfil volátil típico dos fluxos de capitais da globalização financeira. À dependência externa, à deterioração dos termos de troca¹⁷ e aos desequilíbrios tecnológico-produtivos, portanto, soma-se a assimetria monetária e financeira a assolar a capacidade de desenvolvimento dos países emergentes, a reforçar sua posição marginal e a consolidar sua condição periférica.

A face mais evidente dessa dimensão hierárquica do sistema monetário e financeiro diz respeito à moeda. A hierarquia monetária se materializa nos diferentes graus de aceitação que as moedas têm na esfera internacional. Para os países periféricos, ela se manifesta na inconvertibilidade de suas moedas, que consiste justamente na incapacidade de exercerem as funções clássicas da

¹⁶ A ideia de um sistema monetário hierarquizado em torno de uma divisa chave e as consequências dessa hierarquia em termos de autonomia de política econômica e de ajuste no balanço de pagamentos já estavam presentes nos trabalhos de Keynes. Da perspectiva periférica sob o padrão dólar flexível e fiduciário, trata-se de importante contribuição dos autores da Universidade Estadual de Campinas, em especial Belluzzo e Carneiro (2003), Prates (2005), De Conti (2011).

¹⁷ Francisco de Oliveira diverge da tradição cepalina de trocas desiguais baseada na deterioração dos termos de troca.

“[...] tanto a fragilidade da teoria monetária em sua versão cepalino-furtadiana como a da versão marxista Amin-Emanuel não conseguiram desvendar o mistério da ‘troca desigual’: esta não se dá porque exista desequilíbrio na relação de trocas, senão porque é a hegemonia do capital financeiro dos países centrais sobre a produção da ‘periferia’, como é o caso da América Latina, que estrutura o próprio sistema de preços internacional, fazendo com que a moeda nos países dependentes expresse menos o valor da hora de trabalho e mais sua função na circulação interna do excedente e sua relação – a taxa cambial – com a moeda hegemônica. Logo, tentar medir pelos preços a relação desigual entre as produções centrais e as das ‘periferias’ não apenas não permite entender a questão como não faz nenhum sentido. Aqui, uma vez mais, o fetiche do dinheiro tornou opaco o processo real.” (OLIVEIRA, 2003, p. 16)

moeda na ordem econômica global; trata-se do não uso internacional das moedas periféricas, da iliquidez em âmbito externo.

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. [...] Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. [...] As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos no âmbito internacional e são demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros. Já as moedas dos países periféricos participantes do sistema – ou seja, os emergentes – não são conversíveis. Ao contrário dos países centrais, esses países, de forma geral, não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda. (PRATES, 2005, p. 274)

O caráter hierárquico do SFMI, portanto, fica explícito por meio da constatação de que apenas algumas moedas são capazes de exercer plenamente as funções monetárias típicas no plano internacional¹⁸. O dólar estadunidense situa-se no topo da hierarquia, seguido pelo euro; em terceiro plano, encontram-se o yen, a libra e o franco suíço; e, por último, posicionam-se as moedas periféricas. Convém, então, formalizar brevemente o que determina uso internacional de moedas e, por consequência, a hierarquia monetária. A esse respeito, conclui De Conti (2011):

São as características dos países emissores das distintas moedas e a correlação de forças entre essas nações que devem ser encaradas como preponderantes na determinação do uso internacional das moedas. Isso não significa, evidentemente, que a ótica da demanda deva ser ignorada, que a dinâmica de mercado seja inexistente ou que a escolha dos agentes internacionais seja irrelevante. O que se pretende relativizar aqui é a soberania dos agentes nessa escolha. A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do SMI [sistema monetário internacional]. [...] A dinâmica subjacente à escolha da moeda, portanto, não é a causa da hierarquia monetária, mas sim o seu sintoma. Dito de outra forma, não são os agentes privados que

¹⁸ De Conti (2011) apresenta análise quantitativa detalhada sobre o uso internacional das distintas moedas sob a perspectiva da capacidade de exercício das funções clássicas. Comprova, empiricamente, o caráter assimétrico do sistema monetário, regido pela predominância do dólar, seguido por algumas outras moedas centrais, especialmente o euro e o yen. Apresenta, outrossim, rica discussão sobre os determinantes do uso internacional de moedas, na qual, dentre outras, analisa a hipótese de os fundamentos do uso internacional de moedas serem derivados de condições de oferta ou da demanda pelas mesmas. Conclui que vêm da oferta, entendimento compartilhado na presente dissertação, conforme se depreende da supremacia do dólar exposta no segundo capítulo.

escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas – é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional. (DE CONTI, 2011, p. 51-52)

A estrutura hierarquizada do sistema monetário, portanto, é constituída sobretudo pelo lado da oferta, uma vez que reflete a correlação de poder nas relações internacionais decorrente de fatores históricos e institucionais, em particular a retomada da hegemonia dos EUA sob a diplomacia do dólar forte, que inaugura a configuração *geomonetária* atual. Ocorre, porém, que a hierarquia monetária e o padrão de demanda pelas distintas moedas dela derivada implicam graves consequências sobre os juros, o câmbio e o manejo de políticas econômicas dos países periféricos.

A fragilidade das moedas periféricas obriga os países emissores à manutenção sistemática de taxas de juros elevadas em relação aos países centrais. Isso porque a incapacidade de exercício da função de reserva de valor no plano internacional exige o pagamento de maiores prêmios de risco, de modo a promover a atração de capitais e a retenção de riqueza em moedas percebidas como menos líquidas e seguras, inclusive no que se refere à permanência dos estoques locais (proprietários nacionais de capitais). Ainda assim, as relativamente altas taxas de juros praticadas não alteram o estado de convenções e a percepção de segurança sobre os mercados emergentes e tampouco impedem a saída de capitais em momentos de preferência pela liquidez ou incerteza, nos quais se manifesta a fuga para a qualidade em direção às moedas centrais, sobretudo rumo ao dólar e aos títulos da dívida dos EUA.

Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados, os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são, naturalmente, os de maior risco, e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação no caso de mudanças do ciclo financeiro mundial. Independentemente do que possa ocorrer com o ciclo financeiro, os mercados emergentes também estão, em geral, mais sujeitos às alterações nas opiniões dos mercados quanto à sustentabilidade dos respectivos regimes cambiais. (TAVARES e BELLUZZO, 2002, p. 161)

Extraindo lições de Keynes, De Conti (2011) aponta, ainda, que a função reserva de valor adquire preponderância em relação às demais funções e que

tal dominância é intensificada no contexto da globalização financeira em virtude da prevalência da lógica de valorização patrimonial.

Como discutido por Keynes (1936), a função reserva de valor acaba se sobrepondo em relação às demais, sobretudo num contexto de capitalismo financeirizado. O entesouramento da moeda, defende o autor, inibe o exercício de suas demais funções, tornando-a uma unidade intrinsecamente contraditória. [...] As questões patrimoniais ou de manutenção/valorização do estoque de riqueza são primordiais entre os critérios de escolha das moedas e, geralmente, essa lógica acaba se sobrepondo em relação àquelas que dizem respeito às outras funções da moeda. Essa preponderância da função reserva de valor, potencializada por um ambiente de finanças liberalizadas, torna a aquisição e a posse das diferentes moedas sujeita a uma grande instabilidade. (DE CONTI, 2011, p. 18)

O predomínio da função reserva de valor sobre as demais funções acentua a instabilidade dos fluxos de capitais e a vulnerabilidade dos países emergentes, pois exacerba a incapacidade de exercício da função de reserva das moedas periféricas ou torna tal exercício efêmero e limitado à especulação sobre essas moedas, hipótese na qual são adquiridas apenas enquanto ativos financeiros. Se, eventualmente, houver um movimento de valorização em relação à moeda central, as moedas periféricas podem temporariamente exercer a função de reserva, mas sob a lógica especulativa de valorização de ativos, sujeita a súbitas mudanças de expectativas e de preferência pela liquidez, configurando cenário no qual o processo interno de gestão das moedas nacionais sofre intensa interferência externa.

A realocação do portfólio [*para moedas que estejam se valorizando em relação à moeda central*] demonstra, assim, a preponderância da função reserva de valor sobre as demais. Contudo, essa realocação, que segue a lógica da valorização patrimonial, não é definitiva; havendo qualquer insegurança com relação à conjuntura internacional, os agentes realocarão seus recursos na moeda-chave, seguindo a lógica da liquidez. No atual contexto de mercados financeiros liberalizados, os intervalos entre esses dois momentos de realocação de portfólio (aquisição de moedas em valorização e retorno à moeda-chave) estão cada vez mais curtos. Inevitavelmente, essa dinâmica contribui para a volatilidade dos fluxos de capitais e para a instabilidade das finanças internacionais. (DE CONTI, 2011, p. 19)

Por conta dessa assimetria monetária estrutural, assim, os países periféricos têm dinâmica econômica fortemente condicionada por fatores exógenos, a saber, as fases dos ciclos internacionais e os níveis de juros tanto

do país emissor da moeda-chave quanto dos países emissores das demais moedas conversíveis. Subordinados aos circuitos de valorização globais e às políticas econômicas adotadas pelos países centrais, os países emergentes apresentam maior vulnerabilidade à natureza inerentemente instável dos fluxos de capitais em meio à globalização financeira.

Da hierarquia monetária, portanto, decorre assimetria macroeconômica (PRATES, 2005). Suscetíveis às vicissitudes das transações globalizadas, resta aos países emergentes pouca autonomia para manejar o ciclo econômico interno, seja para adoção de políticas anticíclicas de modo a conter a reversão dos fluxos e os choques financeiros, seja para persecução de objetivos econômicos de longo prazo. Alterações nas políticas monetárias do centro e nas expectativas dos agentes globais disparam, frequentemente, movimentos/desajustes para os quais os instrumentos de gestão macroeconômica dos países periféricos são em grande medida inócuos.

Os altos níveis de juros, contudo, embora possam não ser suficientes para atrair financiamento de longo prazo, consolidar o uso internacional das moedas periféricas ou evitar a fuga para qualidade, têm forte impacto no nível de atividade econômica doméstica. A tendência à desmobilização do investimento em favor da busca por ganhos não operacionais é uma característica da financeirização da riqueza, que se manifesta, por exemplo, no desacoplamento entre lucros e investimentos; na periferia, os altos juros a tornam uma tendência ainda mais perversa. A desaceleração dos gastos na acumulação produtiva ocasionado pela necessidade de manter taxas de juros relativamente elevadas tem impacto nas variáveis que determinam o crescimento, o emprego e a renda. Vale ressaltar que essa lógica guarda estreita relação com a interpretação dos pós-keynesianos acerca da financeirização, com aplicação ao caso dos países periféricos na geopolítica global.

A vulnerabilidade estrutural que paira sobre os países emergentes em decorrência da assimetria monetária e financeira também exerce pressão contínua sobre o câmbio, o que dificulta ainda mais a gestão macroeconômica desses países. A instabilidade dos fluxos de capitais que se dirigem aos países periféricos resulta em tendência à flutuação das taxas de câmbio e vice-versa,

em dinâmica de causalidade simultânea e de retroalimentação, uma vez que o câmbio também é elemento de determinação dos fluxos e avaliação/composição dos portfólios, já que interfere na formação dos preços dos ativos.

As maiores amplitude e volatilidade da variação cambial nos países periféricos acarretam, então, efeitos nocivos às perspectivas de crescimento econômico e à promoção de emprego e renda desses países. Ao conectar as economias nacionais aos mercados internacionais, o câmbio é elemento fundamental nas transações correntes e, no limite, determina a capacidade dos países de se inserir competitivamente nas relações de troca globais. O comércio internacional dos países periféricos está sujeito a fortes variações e ao uso intensivo de derivativos de câmbio, o que inaugura amplo espaço de especulação intertemporal em relação as suas moedas. O nível do câmbio determina, outrossim, a viabilidade de importar ou exportar determinados bens, o que influencia diretamente nas decisões de alocação de recursos em âmbito nacional. Além disso, via efeito *pass-through*, a taxa de câmbio impacta diretamente os níveis de preços e, ao interferir na inflação, influencia as variáveis reais dos demais preços econômicos básicos, quais sejam, salários e juros reais, o que, novamente, intervém na coordenação de políticas econômicas e nas possibilidades de desenvolvimento.

Dada a extrema relevância do câmbio para as economias nacionais, portanto, o fato de sua determinação advir crescentemente de fatores financeiros é mais um elemento a acrescentar precariedade à inserção das economias periféricas, em função da maior exposição destas em relação ao setor externo em comparação aos países centrais.

O privilégio exorbitante do país emissor da moeda central, de um lado, livre de restrições externas, e o pecado original¹⁹ dos países incapazes de se financiarem externamente na moeda que emitem, de outro, revela outro aspecto perverso da hierarquia de moedas no sentido de acentuar a vulnerabilidade dos países emergentes à volatilidade dos fluxos, às crises financeiras e aos gargalos internacionais ao crescimento, qual seja, o não exercício das funções de reserva

¹⁹ *Original Sin* (Eichengreen, 2003).

de valor e de unidade de conta e de denominação de contratos ocasiona o problema do descasamento monetário (*currency mismatch*) justamente em contexto em que a instabilidade dos fluxos de capitais enseja frequentes variações cambiais.

O descasamento dos passivos em relação aos ativos em razão da denominação em moedas distintas, em especial no que se refere ao aumento do passivo em razão da desvalorização da moeda na qual estão denominados os ativos, coloca os países periféricos em permanente exposição a risco cambial. Sob a ótica dos passivos, ao contrair compromissos externos denominados em moeda estrangeira em virtude do *original sin*, há o perigo de intensas oscilações no grau de endividamento. Sob o ângulo dos ativos, por seu turno, em razão do acúmulo de divisas estrangeiras, as oscilações cambiais provocam significativa variação patrimonial.

A propósito, a necessidade de acumular reservas internacionais desponta no limitado raio de ação dos países periféricos não apenas com o objetivo de preservar riqueza em moeda forte, em razão da incapacidade de as moedas nacionais exercerem a função de reserva de valor, mas em especial como estratégia de compensação da volatilidade cambial a qual estão expostos. Por conta dos impactos negativos que amplas variações cambiais provocam no desempenho econômico, os países emergentes realizam vultosos esforços para mitigar oscilações cambiais excessivas, frequentemente valendo-se das reservas internacionais para promover intervenções nos mercados de câmbio. A literatura econômica refere-se a esse temor das oscilações cambiais como “*fear of floating*” (CALVO e REINHART, 2000). Cabe ressaltar, no entanto, que o acúmulo de reservas para sustentação do câmbio gera um custo de oportunidade em relação ao emprego desses recursos para outros fins, em particular no que se refere à destinação ativa em prol da promoção do desenvolvimento.

No mesmo intuito de manutenção de relativa paridade, as taxas de juros são igualmente utilizadas como instrumento de intervenção cambial, porém com estreita amplitude de atuação em função dos já elevados níveis de juros que os países periféricos são impelidos a adotar. A volatilidade das taxas de câmbio,

assim, implica volatilidade das taxas de juros. Além de elevadas em relação às das dos países centrais, as taxas de juros da periferia são também significativamente mais instáveis.

A preponderância dos fatores estruturais do SFMI, contudo, frequentemente se sobrepõe aos árduos esforços das autoridades monetárias nacionais em defesa de estabilidade cambial ou de relativa paridade. Os desequilíbrios provenientes da estrutura hierarquizada do SFMI desencadeiam dinâmicas de comportamento distintas entre as taxas de câmbio periféricas e centrais, em relação às quais as ferramentas domésticas podem não ser suficientes. Vale dizer, os instrumentos de política econômica dos países periféricos são ineficazes para alterar expectativas já formadas com base nos parâmetros estruturais de funcionamento do SFMI. Ao constatar a estabilidade das taxas de câmbio dos países centrais em comparação à volatilidade daquelas dos países periféricos, De Conti (2011), apoiando-se em Orléan, aponta que, em adição à motivação especulativa dos fluxos que se dirigem aos países emergentes, há elemento de autorreferencialidade que auxilia a compreender essas distintas trajetórias.

Entende-se nesta tese, porém – na linha de Orléan –, que essa relativa estabilidade das taxas de câmbio dos países centrais possui um forte componente de “auto-referencialidade”. A imitação está no centro da racionalidade auto-referencial e, num quadro dinâmico, essa imitação é feita com base na opinião majoritária e nos eventos passados. [...] De acordo com Orléan, “a auto-referencialidade das interações faz emergir uma opinião comum pelo mero jogo da auto-realização das crenças, não porque ela é intrinsecamente verdadeira, mas porque todos crêem que ela é verdadeira”. Caracteriza-se, então, o que o autor chama de convenção de “continuidade” ou de “normalidade”, na qual as expectativas – e portanto as ações – baseiam-se no passado e no fato de que os saltos aleatórios, nas variações cambiais dos países centrais, são pequenos e raros. Dessa forma, quando há alterações nas taxas de câmbio dos países centrais, os agentes têm, por vezes, uma ação anti-cíclica, porque não esperam que a variação será muito grande; no fim, a própria ação anti-cíclica dos agentes colabora para que a taxa não se mova muito. Não porque existe uma taxa de câmbio de equilíbrio, baseada nos fundamentos macroeconômicos, como propunha Friedman (1953), mas apenas porque os agentes costumam basear suas ações em convenções pré-estabelecidas, gerando esse forte componente de auto-referencialidade na determinação e comportamento das taxas de câmbio (Orléan, 1999). (DE CONTI, 2011, p. 116)

Nos países periféricos, em contrapartida, a lógica é a contrária e a convenção que se forma não espera a manutenção da taxa de câmbio no patamar em que se encontrava, mas sim a continuidade do movimento de apreciação ou (sobretudo) de depreciação que se iniciou. Não há um preço convencional, mas sim um comportamento convencional dos agentes, que adotam a seguinte postura: nos momentos de incerteza, quando percebem que a taxa de câmbio

está se elevando, eles aderem rapidamente a um “comportamento de manada” que amplifica as variações cambiais. A grande amplitude cambial desses países periféricos, por sua vez, aumenta o estímulo à especulação – já que pode proporcionar ganhos diários extremamente elevados aos agentes – estabelecendo uma espécie de círculo vicioso. (DE CONTI, 2011, p. 126)

Enquanto os mecanismos de mercado promovem certa estabilidade nos países centrais, nos países periféricos, por outro lado, ensejam comportamentos pró-cíclicos. De Conti assinala, ainda, que a trajetória de evolução do câmbio dos países periféricos apresenta disparidade entre tendências de valorização ou desvalorização: no primeiro caso, o percurso é geralmente lento, ao passo que, no sentido contrário, o movimento é repentino, brusco.

As variações cambiais dos países periféricos têm uma dinâmica e um *timing* diferentes quando são no sentido da apreciação ou da depreciação da moeda. A elevação das taxas de câmbio é, às vezes, expressiva e súbita. Em apenas um dia, uma moeda periférica pode ter seu valor externo reduzido em 5%, 10% ou mesmo 20% diante do dólar. É o fenômeno de *overshooting*, proposto por Dornbusch (1976) [...]. No sentido da apreciação da moeda, no entanto, o movimento não é quase nunca súbito. (DE CONTI, 2011, p. 118-119)

Nesse cenário, além do risco de inocuidade, as políticas monetária e cambial podem promover a fuga de capitais, incentivar o inchaço de bolhas ou disparar uma perigosa reversão brusca de expectativas. A fragilidade de inserção das economias periféricas, portanto, manifesta-se também na ambiguidade dos efeitos das políticas econômicas diante do ciclo de inflação e deflação de ativos.

Em momentos de abundância de liquidez internacional, determinados pelas condições das economias centrais, sobretudo a taxa de juros dos EUA, o capital se dirige à periferia com base em uma estratégia especulativa de diversificação de portfólio. As altas taxas de remuneração atraem os fluxos de capitais em busca de valorização. A euforia em obter ganhos rápidos superam a aversão às moedas periféricas, então demandadas enquanto ativos financeiros com perspectivas de elevada rentabilidade.

Devido à conjuntura expansiva, manifesta-se tendência à valorização do câmbio e surgem pressões inflacionárias. A inflação de ativos decorrente do momento de confiança ocasiona efeito riqueza que promove aquecimento da demanda, provocando inflação dos bens *non tradables* e aumento das importações de *tradables*, o que gera pressão sobre o saldo de transações

correntes e, eventualmente, origina déficits comerciais. A intensificação do ingresso de capitais estrangeiros amplia a propensão à valorização do câmbio, o que agrava a pressão comercial e o potencial de déficit em transações correntes, mas atenua temporariamente as tensões inflacionárias. No entanto, a tensão cambial e, porventura, a deterioração da situação comercial, passam a causar desconfiança em relação aos ativos denominados na moeda do país periférico.

Nesse ponto do ciclo, há um tensionamento das expectativas. A suspeição em relação à moeda configura uma inclinação à desvalorização do câmbio. A depreciação cambial teria como consequências a reversão súbita dos fluxos de capitais por investidores estrangeiros temerosos em incorrer em perdas futuras e a explicitação das tensões inflacionárias que estavam contidas por conta da valorização proveniente da entrada de recursos em momento anterior.

Para evitar tal cenário, as autoridades monetárias nacionais procuram valer-se das reservas internacionais, se destas dispuserem, para impedir que a entrada de capitais provoque amplas oscilações cambiais. Caso contrário, abre-se, outrossim, a possibilidade de uma subida dos juros de modo a evitar as pressões inflacionárias e uma desvalorização abrupta do câmbio. Porém, esse aumento do prêmio de risco pode alimentar ainda mais a inflação de ativos e deflagrar um perigoso colapso na bolha de ativos inflacionados, caso suscite dúvidas quanto à sustentabilidade dessa trajetória.

Nos auges cíclicos começa, no entanto, a se manifestar a desconfiança de alguns agentes que suspeitam da possibilidade de sustentação do nível de preços atingidos pelos ativos. Estes agentes começam a formar posições baixistas nos elos mais fracos destes mercados globalizados, ainda predominantemente altistas. Apostam contra moedas apreciadas, bolsas de valores da periferia consideradas sem fôlego para capitalização ulterior, mercados imobiliários excessivamente valorizados e com oferta sobrando. (BELLUZZO e COUTINHO, 1998, p. 146)

A tentativa de controlar o câmbio via juros, assim, pode intensificar movimentos especulativos e reforçar o caráter pró-cíclico das economias periféricas. A política monetária dos países periféricos encontra-se na seguinte encruzilhada: o temor de uma aceleração inflacionária e de saída de capitais recomendaria a subida dos juros de curto prazo, porém essa medida pode ser o

estopim da reversão do ciclo e da fuga para qualidade e ainda assim se mostrar ineficaz para conter a desvalorização cambial.

Configurando-se a incerteza e a reversão, as consequências já são bastante conhecidas: *default* e insolvência de famílias e empresas, retração do crédito privado, processo de contágio e deflação de ativos. Devido à assimetria de poder e de informações nos mercados financeiros entre os operadores – bancos, investidores institucionais e tesourarias de grandes empresas – e aqueles que seguem os movimentos de mercado (famílias e empresas de menor porte), deflagram-se processos miméticos e comportamentos de manada.

Para evitar a disseminação do pânico, assim, os Bancos Centrais veem-se obrigados a intervir para evitar consequências ainda mais devastadoras, provendo abundante liquidez aos mercados em crise e lançando o perigoso sinal de que sempre haverá socorro às instituições financeiras, o que normalmente leva à redução das taxas de juros da economia. Porém, essa redução pode ser inócua se persistirem a tendência à fuga de capitais e as pressões para desvalorização do câmbio. Nessas circunstâncias, novamente, a política monetária é necessária para tentar debelar a crise, porém não é suficiente.

A sucessão de episódios críticos em diversos mercados ao longo das décadas de 80 e 90 foi, em geral, neutralizada com intervenções de suporte de liquidez que visavam impedir a generalização da queda de preços para outros ativos. Esta atitude dos Bancos Centrais foi, sem dúvida, fortalecendo a crença de que os mercados estarão sempre a salvo de perdas pronunciadas e definitivas. As eventuais crises seriam momentâneas, apenas oportunidades em que se apresentariam “pontos de compra” convidativos para o início de uma nova temporada de alta generalizada. (BELLUZZO e COUTINHO, 1998, p. 146)

O que se verifica é a exacerbação da economia das bolhas e do risco moral. Inseridas em contexto de especulação e vulnerabilidade latente, o foco das políticas econômicas passa a ser mais o de evitar gatilhos de crises do que propriamente buscar ativamente desenvolvimento e justiça social. As autoridades monetárias concentram-se em esforços perenes de estabilização e adoção de medidas macroprudenciais. As políticas monetárias tornam-se reféns do imperativo de evitar fugas de capitais e desvalorizações cambiais bruscas, o que revela a impotência das economias periféricas, pois isso normalmente

resulta em políticas de juros altos que geram desconfiança em relação à sustentabilidade da âncora cambial, engendrando desvalorizações ainda mais abruptas em momentos subsequentes. Ainda que se busque promover o desenvolvimento, a formulação de política monetárias e cambiais pode ser inócua na promoção do crescimento econômico e na manutenção da renda e do emprego a depender das expectativas dos agentes e do posicionamento financeiro já assumido pelos protagonistas dos mercados.

Na verdade, a recente evolução dos mercados financeiros exacerbou o predomínio da lógica inerente à avaliação dos estoques de riqueza já existente e não reprodutível *sobre* os fluxos de comércio e de produção. Isto significa que as antecipações quanto aos movimentos dos diferenciais de juros ou alterações nas taxas de câmbio podem provocar distúrbios de grandes proporções, forçando a adoção de políticas fiscais e monetárias perversas para as perspectivas de crescimento das economias. (BELLUZZO e COUTINHO, 1998, p. 148)

Nesse contexto de especulação e valorização de estoques, em razão da hierarquia monetária, o direcionamento de capitais à periferia se dá pelas condições de liquidez dos ciclos internacionais e por cálculos de rentabilidade e não pelos fundamentos macroeconômicos internos aos países. É simplesmente o capital em busca de valorização. As taxas de câmbio respondem às expectativas de valorização dos ativos denominados nas distintas moedas, relegando a segundo plano os resultados em transações correntes. Os fundamentos domésticos importam em alguma medida apenas em termos da concorrência entre países não-centrais no que diz respeito à capacidade de atração de capital em tempos de abundância de liquidez; em momentos de mudanças de expectativas e incerteza, o capital se dirige às praças consideradas mais seguras, saindo indiscriminadamente dos países periféricos.

A estrutura hierarquizada do SFMI, portanto, é dos principais fatores a limitar a capacidade de desenvolvimento dos países emergentes. As características domésticas elencadas pelo neoliberalismo são fatores secundários. Na ótica do capital, estabilidade macroeconômica, disciplina fiscal, política monetária transparente, equilíbrio de balanço de pagamentos são importantes apenas na medida em que se tornam oportunidades de acumulação. Os fluxos de capitais são, em realidade, determinados sobretudo por fatores exógenos às economias periféricas.

A mera abertura financeira e a liberalização do câmbio dos países periféricos não têm o condão de promover o uso internacional de suas moedas. Pelo contrário, a desregulamentação dos mercados promove a fragilização dessas moedas ao colocá-las em competição assimétrica com as moedas centrais. É a incapacidade exercer funções da moeda em âmbito externo que explica o desempenho macroeconômico dos países emergentes, incapazes de obter financiamento na moeda que emitem, e não o inverso. O *original sin* não apenas impede a correção de desequilíbrios, como também não permite o financiamento para a busca ativa de desenvolvimento econômico.

Os países da periferia encontram-se marginalizados do processo de acumulação: desprovidos de autonomia de políticas econômicas, não se beneficiam do ciclo ascendente em termos de crescimento efetivamente sustentado, porém são mais gravosamente prejudicados pelos momentos de retração e crise. Impossibilitados sequer de coordenar plenamente políticas econômicas sob o ponto de vista conjuntural, menor ainda é a raio para implementação de projeto agregado de desenvolvimento de longo prazo. A complexidade e a impotência a que estão expostas as autoridades econômicas nacionais, portanto, em virtude dos gargalos impostos pela estrutura econômica internacional, impõem condicionantes para realizar a gestão macroeconômica dos países periféricos que tornam inviável a busca ativa de efetiva promoção do crescimento econômico, do emprego e da renda. Pelo contrário, o que se verifica é precarização do trabalho, desmobilização produtiva, decadência econômica, aumento da desigualdade.

A estas forças negativas o Estado e a sociedade não podem responder com ações compensatórias de outros tempos porque nos mercados globalizados, cresce a resistência à utilização de transferências fiscais e previdenciárias, aumentando ao mesmo tempo as restrições à capacidade impositiva e de endividamento do setor público. Isto porque a globalização ao tornar mais livre o espaço de circulação da riqueza e da renda dos grupos integrados, desarticulou a velha base tributária das políticas keynesianas e submeteu a capacidade de endividamento do Estado ao poder de veto dos mercados financeiros. (BELLUZZO, 1998, p.19)

Considerações finais

A supremacia do capital financeiro decorrente do aprofundamento da lógica especulativa e a imposição da liberalização e da desregulamentação no bojo da retomada da hegemonia dos Estados Unidos e da consolidação do dólar flexível configuraram o atual padrão de internacionalização do sistema financeiro e monetário. A globalização financeira corresponde à expansão concentrada da riqueza, geopoliticamente determinada, fruto da indisciplina do capital combinada com a conformação de determinada correlação de forças na arena internacional, que inaugura processo de financeirização sem precedentes do sistema capitalista.

Configura-se, então, período de rápida ascensão das finanças e de dominância da lógica financeira sobre a racionalidade econômica. Nesse padrão financeirizado de acumulação, predomina o capital fictício, cujas manifestações modernas – os derivativos e valores mobiliários ancorados em ativos financeiros – estão completamente descolados de suas bases de geração de valor que, no limite, conferem-lhes legitimidade. A prevalência do capital fictício traduz-se na realização da riqueza estritamente na circulação financeira em detrimento do emprego na esfera produtiva. Sem conexão com o processo efetivo de criação do valor ou ao menos cada vez mais distante, a valorização financeira assenta-se em bases progressivamente frágeis.

O ciclo econômico passa a estar subordinado ao ciclo de inflação e deflação de ativos financeiros. A manutenção de trajetória econômica ascendente condiciona-se crescentemente às expectativas de valorização financeira, que se alimentam por meio de alto grau de alavancagem e endividamento. A própria determinação dos gastos em consumo e investimento passa a depender da variação dos valores mobiliários. A especulação torna-se a principal atividade econômica da acumulação capitalista. Pautados por expectativas voláteis – infladas por mentalidade especulativa, porém desvinculadas das atividades econômicas reais – os ciclos se tornam cada vez mais curtos e vulneráveis, sujeitos a mudanças bruscas de opinião, amplo efeito contágio, comportamentos de manada e à retração pelo pânico.

Nesse panorama, a busca por novos espaços de sustentação da acumulação promoveu a interpenetração dos mercados financeiros e monetários nacionais e suas conexões com os mercados globalizados. Todos os países (em maior ou menor grau) e os principais agentes econômicos foram inseridos na ciranda financeira global. Os impactos desse processo, então, são extremamente significativos tanto do ponto de vista da gestão macroeconômica doméstica quanto em termos da inserção dos países na economia mundial. A globalização financeira é marcada pela introdução e/ou reforço de elementos e dinâmicas de maior instabilidade nas principais relações macroeconômicas e de maior vulnerabilidade dos países à volatilidade dos fluxos de capitais.

O resultado é um sistema econômico internacional extremamente vulnerável ao caráter especulativo e instável das aplicações financeiras. A ordem econômica como um todo sujeita-se às expectativas voláteis de um ambiente de especulação e de incerteza, marcado por volatilidade cambial, alta mobilidade de capitais de curto prazo e inovações financeiras desreguladas. Nesse contexto, posições de elevado grau de alavancagem e endividamento de maior volume e pior perfil são crescentemente gestadas; a financeirização traz consigo a exacerbação da fragilidade financeira minskyana. Não por acaso, a história econômica recente é marcada pela recorrência de crises econômicas sistêmicas, cada vez mais intensas, profundas e duradouras. A cada episódio crítico, os governos nacionais são forçados a recolocar as bases de valorização do capital de modo a conter a retração econômica, o que, em essência, significa socializar as perdas da contração. O ciclo, portanto, opera com privatização dos ganhos nos movimentos ascendentes e socialização das perdas nos momentos de crise.

A globalização financeira, ainda, é excludente e assimétrica, uma vez que determina condições, potencialidades e graus de autonomia diferenciados para as distintas economias nacionais. Constituído por um arranjo institucional hierarquizado em torno das distintas praças financeiras e de uma divisa-chave doméstica, esse capitalismo financeiro incorpora os diferentes países de forma bastante desigual, o que divide as perspectivas de desenvolvimento entre países centrais e periféricos. Os constrangimentos, riscos e custos recaem sobretudo

sobre os últimos, de maneira que a inserção destes nesse cenário torna-se especialmente turbulenta.

A lógica das finanças e a hierarquia monetária impõem grave incerteza sobre o ciclo econômico e sobre a gestão do câmbio e dos juros desses países. Em virtude da hegemonia do dólar, a maior instabilidade sistêmica afeta especialmente os países emergentes, mais sujeitos à volatilidade dos fluxos e à especulação com suas moedas. A estrutura hierarquizada do sistema financeiro e monetário internacional e as assimetrias de ajustes daí decorrentes conformam dimensão externa que impõe fortes restrições ao desenvolvimento dos países periféricos, muito além dos determinantes internos.

A incerteza que se projeta sobre os países emergentes inviabiliza a formulação de políticas econômicas que visem à promoção do crescimento econômico sustentado e à manutenção da renda e do emprego. Refém do escrutínio do mercado e presa em círculo vicioso de volatilidade cambial e de juros altos em relação aos países desenvolvidos, a gestão macroeconômica desses países concentra-se sobretudo em esforços perenes de estabilização. Em cenário de incerteza estrutural e vulnerabilidade cíclica, marcado por dinâmica centro-periferia, não resta autonomia para coordenação de projetos agregados capazes de elevar o grau de internalização da dinâmica econômica desses países. O horizonte curto de expectativas inviabiliza cálculos econômicos de longo prazo, o que inibe investimentos de longa maturação, necessários à promoção do crescimento, do emprego e da renda.

À mercê dos intensos fluxos de capitais e da discricionariedade dos países centrais, contudo, em particular dos Estados Unidos, mesmo a busca por estabilidade pode ser inócua. Nesse padrão de acumulação financeirizado e hierarquizado, nos momentos de desconfiança e escassez de liquidez, os instrumentos de política econômica dos países emergentes podem ser impotentes para evitar a fuga de capitais, a volatilidade cambial e a instalação de choques adversos, uma vez que os fluxos de capitais internacionais são determinados sobretudo por fatores exógenos, independentemente dos fundamentos econômicos internos. A maioria das crises financeiras dos

emergentes a partir da década de 1990 não decorreram dos alicerces fiscais e monetários desses países.

Em termos dinâmicos, o avanço da globalização financeira e a consolidação das ideias neoliberais foram progressivamente minando a capacidade de implementar políticas de desenvolvimento sob perspectiva soberana ao impelir os governos nacionais a sempre cancelar o circuito de valorização fictícia do capital. A subordinação das políticas econômicas nacionais ao manejo dos instrumentos de política econômica do país emissor da moeda central, por sua vez, na dinâmica do tempo, reduz ainda mais a capacidade de desenvolvimento da periferia, visto que reforça o caráter assimétrico de ajuste dos balanços de pagamentos entre países de moeda forte e moeda fraca e a determinação do câmbio destes últimos pelos movimentos de preços dos ativos. Consolida-se o *original sin*, reafirma-se a intolerância ao endividamento dos periféricos.

É equivocada, portanto, a atribuição da carência de desenvolvimento periférico exclusivamente a condições internas e fatores endógenos que impedem abertura e estabilização e, por conseguinte, atração de poupança externa. Nesse sentido, o neoliberalismo, há décadas impelido aos países periféricos como estratégia de progresso, em especial aos latino-americanos, é sobretudo modo de regulação de sustentação do padrão de acumulação da globalização financeira e do realinhamento de poder a ela associado. Ao contrário de promover a integração virtuosa dos países, para a periferia, o período é marcado por deslocalização e desnacionalização da produção, desestruturação do Estado, destruição de empregos e anomia social de uma parcela significativa da população, diminuição geral da capacidade de expansão, dentre outros impactos negativos.

A globalização atual é muito menos um produto das ideias atualmente possíveis e, muito mais, o **resultado de uma ideologia restritiva adrede estabelecida**. Já vimos que todas as realizações atuais, oriundas de **ações hegemônicas, têm como base construções intelectuais fabricadas** antes mesmo da fabricação das coisas e das decisões de agir. A intelectualização da vida social, recentemente alcançada, vem acompanhada de uma forte ideologização. [...] **o discurso da globalização serve de alicerce às ações hegemônicas dos Estados, das empresas e das instituições internacionais** [...]

para agravar essa **sensação de que agora não há outro futuro senão aquele que nos virá como um presente ampliado** e não como outra coisa. Daí a pesada **onda de conformismo e inação** que caracteriza o nosso tempo, contaminando os jovens e, até mesmo, uma densa camada de intelectuais. (SANTOS, 2008, grifos nossos)

Após duas décadas de recorrência de crises nos países emergentes, a primeira década do século XXI encerrou-se com um fenômeno atípico: grave crise financeira se instalou no país central do sistema com o estouro da bolha imobiliária dos EUA.

Quando de sua eclosão, não foram poucas as vozes que anunciaram a derrocada da preeminência do dólar. Exponentes da literatura econômica vaticinaram que a crise levaria inevitavelmente ao questionamento e à perda de centralidade da moeda norte-americana²⁰. Esperava-se, outrossim, que a crise pudesse trazer significativas alterações nos marcos regulatórios internacionais, de modo a domar os ímpetus especulativos da globalização financeira e promover maior governança sistêmica.

Uma vítima adicional da crise atual pode bem ser o status internacional do dólar estadunidense. A crise está fadada a acelerar o declínio da moeda norte-americana – tanto em termos de valor quanto de participação no mercado. [...] Um dos novos desafios à frente diz respeito à necessidade de se preparar para a nova economia mundial policêntrica emergente, composta de zonas regionais aproximadamente equivalentes para o dólar, o euro e o yuan/iene. Não há instituições multilaterais de governança global com as quais seja possível exercer a coordenação entre os blocos em competição pelo poder. Na sua ausência, atritos entre a centralização financeira e a fragmentação monetária, endêmicos a um sistema como esse, poderão dominar a próxima longa onda na evolução do capitalismo dirigido pelas finanças. As finanças são muito importantes e instáveis para ser deixadas nas mãos dos banqueiros. (GUTTMANN, 2008, p. 33)

Passada uma década dos primeiros choques, contudo, não houve alterações estruturais no modo de funcionamento do sistema financeiro internacional. Pelo contrário, o dólar parece ter reforçado sua posição de moeda-reserva, uma vez que serviu de receptáculo da incerteza mesmo no epicentro da crise. Houve breve esboço de concertação política e de regulação internacional, que logo se esvaiu em saídas nacionais, paliativas, conjunturais, em prol do restabelecimento da acumulação financeira e da valorização abstrata do capital.

²⁰ Carneiro (2010), Ocampo (2009), Stiglitz (2009), Cohen (2009) e Eichengreen (2009).

À semelhança do que se verificou na década de 1930, visões divergentes sobre o período “pós-crise” nas principais economias desenvolvidas têm levado a políticas macroeconômicas muito distintas. Esta divergência contraria o que se constatou no decorrer da crise, em que os países participantes do Grupo dos 20 (G20) buscaram coordenar suas políticas macroeconômicas e afirmar conjuntamente os princípios das reformas a serem adotadas no intuito de prevenir nova ocorrência de eventos semelhantes. No atual período “pós-crise”, as divergências ressurgiram e passaram a constituir – agora como então – um fator agravante da tênue recuperação econômica, já que conduzem esses países a se engajar em políticas do tipo “cada um por si” ou “salve-se quem puder”, levando a desvalorizações competitivas. [...] Essa divergência de políticas macroeconômicas condiciona a evolução da economia mundial e, eventualmente, pode agravar seus desequilíbrios. No entanto, os dados apontam que, embora as intervenções públicas tenham tido sucesso em reverter o processo de deflação de ativos, nenhuma das políticas adotadas no “pós-crise” foi capaz de atingir os objetivos fixados: seja para resolver os desequilíbrios fiscais, seja para restaurar um crescimento econômico sustentado e reduzir os elevados níveis de desemprego. Este insucesso suscita a hipótese de que, face à magnitude da crise do capitalismo com dominância financeira (*market led*), instrumentos fiscais e monetários estão atingindo seu limite. Em outras palavras, quando a crise atinge mercados financeiros que se tornaram maiores que os Estados, a correlação de forças é favorável aos mercados e à sua busca de rentabilidade a qualquer custo, fazendo que as intervenções públicas possam mostrar-se insuficientes. (FARHI, 2012, p. 124-125)

A recolocação das bases de reprodução financeira, assim, ocorreu em detrimento de concertação política e de coordenação macroeconômica que poderiam promover algum grau de reestruturação do sistema financeiro e monetário internacional, ancorar a acumulação em bases mais sólidas, conter inflação excessiva de ativos, alongar o ciclo de negócios com menor nível de especulação ou impulsionar recuperação econômica efetiva. A incapacidade de articulação, por outro lado, arrasta a recessão em várias partes do mundo. Belluzzo e Galípolo (2017) lembram como o *New Deal* foi importante instrumento político-social no sentido de evitar que a reação às agruras econômicas pusesse em risco a própria democracia e se transformasse em legitimação do autoritarismo.

Muitos anos depois, os debates sobre a experiência do *New Deal* concentraram-se sobre o êxito limitado do programa. Os críticos sublinham a debilidade da recuperação (que só ganha sustentação com a mobilização bélica) e o constante ziguezague da política econômica. Poucos consideram as consequências políticas e sociais da verdadeira “revolução democrática” que contrastava fortemente com a tragédia vivida pela Europa Continental, com a ascensão do nazi-fascismo. Karl Polanyi, em sua obra *A Grande Transformação*, escreveu sobre esse momento da história. Ele mostrou como a revolta contra o despotismo “econômico” poderia se revelar tão brutal quanto os males que a economia destravada impunha à sociedade. [...] O desamparo entregou os indivíduos livres à desesperada busca do *führer* opressor. Com o colapso dos mecanismos

econômicos, a super-politização das relações sociais tornou-se inevitável. O despotismo da mão invisível teria de ser substituído pela tirania visível do chefe. [...] O *New Deal* demonstrou que era possível governar o ciclo econômico num ambiente de liberdade e de conquistas sociais. Só a ação coletiva, empreendida através do Estado democrático, impediu o mergulho da sociedade americana no desconhecido. Seria difícil imaginar o destino das economias capitalistas, sem que a mão visível do Estado as tivesse protegido do autoflagelo da mão invisível do mercado. Somente a substituição dos mecanismos “automáticos” do mercado pela ação consciente do Estado foi capaz de evitar a desordem social e o avanço do totalitarismo à esquerda e à direita. (BELLUZZO, GALÍPOLO, 2017, p. 21)

Em sentido contrário, pode-se argumentar que a dificuldade de recuperação da Crise do *Subprime* é fator de ascensão de lideranças autoritárias ao redor do planeta. A condição excluída de parcela significativa da população mundial e a insegurança econômica prolongada, sem a explicitação dos mecanismos econômicos estruturais que lhes causam, dão margem à emergência de messianismos, despotismos, populismos e outras formas escusas de apropriação do poder político. A contemporânea tirania dos mercados já criou anomalias políticas por aí.

É preciso, portanto, subordinar a economia à política nos marcos dos valores democráticos, de forma a ser possível “*governar o ciclo econômico num ambiente de liberdade e de conquistas sociais*” (BELLUZZO, GALÍPOLO, 2017).

Ao contrário do que tanto se disse, a história não acabou; ela apenas começa. Antes o que havia era uma história de lugares, regiões países. [...] **Somente agora a humanidade pode identificar-se como um todo e reconhecer sua unidade**, quando faz sua entrada na cena histórica como um bloco [revolucionário].

Diante do que é o mundo atual, como disponibilidade e como possibilidade, acreditamos que as condições materiais já estão dadas para que se imponha a desejada **grande mutação**, mas seu **destino vai depender de como disponibilidades e possibilidades serão aproveitadas pela política**. [...] **A globalização atual não é irreversível**. (SANTOS, 2008, grifos nossos)

Sob perspectiva periférica, assim, a recuperação de possibilidades efetivas de transformação desse cenário demanda, em primeira instância, articulação de ordem política. O instrumental econômico é importante para a compreensão da hipossuficiência da inserção emergente, mas não basta: ao possibilitar o entendimento da repressão econômica a qual estão submetidos os países periféricos, deve, então, embasar a persecução de consensos políticos,

de modo que, no limite, a própria linguagem econômica esteja em maior grau imbuída de dimensão moral e filosófica para além da neutralidade liberal e do utilitarismo individualista. Vale dizer, o “diagnóstico” é econômico, a primeira etapa do “tratamento” nem tanto.

A abordagem econômica contempla interpretação histórico-teórica que explicita a estrutura desigual de poder instaurada no mundo a partir dos EUA e de seu conglomerado financeiro, submetendo países e sociedades a sua dinâmica política e desastres econômicos. Em outras palavras, historicizar a economia permite revelar que os modos de regulação criados pelo capital para favorecer a acumulação financeira, sob o argumento de maximização de eficiência, estão totalmente desvinculados de valores de igualdade e justiça.

A partir daí, então, é preciso contestar a forma hierarquizada de funcionamento do sistema financeiro e monetário internacional, da qual a moeda é manifestação evidente, ao invés de aceitá-la como ponto de partida das formulações de políticas econômicas domésticas. Cabe aos países em desenvolvimento promover ação política em prol do direito ao desenvolvimento; criar pressão nos foros internacionais no sentido de incluir na pauta a necessidade de propiciar um raio de manobra mínimo para políticas nacionais de desenvolvimento e progresso social; pugnar por concertação política, governança efetivamente multilateral e coordenação macroeconômica que permitam o crescimento da periferia capitalista. Não se pode encarar a economia apenas como xadrez geopolítico estratégico, no qual se joga com as variáveis econômicas disponíveis; é preciso transformar o tabuleiro, reformar as regras do jogo, retomar as rédeas de como a humanidade escolhe suas formas de existência.

Essa visão normativa, inclusive, já consta expressamente em diversos instrumentos internacionais. Na recente história global, sobretudo no período pós-1945, as instâncias internacionais experimentaram um grande salto no sentido de normatizar premissas universais de legitimação do poder político por meio de substanciosos instrumentos que, a seu modo, estampam a ideia de justiça econômica entre os povos.

Os exemplos são pródigos: dentre os propósitos de criação da Organização das Nações Unidas, está “conseguir uma cooperação internacional para resolver os problemas internacionais de caráter econômico” (artigo 1º, item “3” da Carta da ONU, de 1945); a Declaração Universal dos Direitos Humanos (1948) estabelece que toda pessoa tem direito à segurança social e à realização dos direitos sociais, econômicos e culturais indispensáveis ao livre desenvolvimento de sua personalidade (artigo XXII); o Pacto Internacional dos Direitos Sociais, Econômicos e Culturais (1966) deixa claro, dentre outros dispositivos correlatos, que as obrigações decorrentes da cooperação internacional se baseiam no princípio do proveito mútuo e do Direito Internacional (artigo 1º). O diploma mais eloquente nessa temática, no entanto, parece ser a Declaração sobre o Direito ao Desenvolvimento (1986), que estabelece que “os Estados têm a responsabilidade primária pela criação das condições nacionais e internacionais favoráveis à realização do direito ao desenvolvimento”, e têm, ainda, o dever de “cooperar uns com os outros para assegurar o desenvolvimento e eliminar os obstáculos ao desenvolvimento”, cumprindo-lhes promover uma nova ordem econômica internacional baseada na igualdade soberana, interdependência, interesse mútuo e cooperação entre todos os Estados (artigo 3, itens “1” e “3”).

O arcabouço normativo internacional, portanto, já incorpora a ideia de que as condições universais de coexistência demandam o compromisso e a cooperação permanente de todos os Estados pelo progresso econômico comum, afirmando a pessoa humana como protagonista e igual detentora do direito ao desenvolvimento em todas as partes do globo. Nesse contexto, a racionalidade discursiva empregada nas instâncias de deliberação globais não pode se furtar dos princípios que fundamentam a existência última dos fóruns de concertação política internacional, a qual, em matéria de justiça econômica, há de ser, para além de toda contaminação de interesses outros, voltada à igual oportunidade de desenvolvimento de todas as nações e dos indivíduos que a compõem. Os princípios de igualdade soberana e de autodeterminação dos povos só valerão plenamente se abarcarem o desenvolvimento econômico.

É nesse contexto, assim, que ideias como a concertação política em torno de um padrão monetário efetivamente internacional devem constar reiteradamente na pauta dos fóruns de deliberação internacional. A operação desses espaços, outrossim, deve promover igual oportunidade de participação política nas instâncias deliberativas, de maneira a forjar mecanismos de efetiva realização de justiça econômica.

Ainda que, em princípio, pareçamos distantes de alcançar uma democracia deliberativa (Habermas) na ordem internacional, olhando em retrospecto, muito já se caminhou, no último século, no sentido de normatizar as condutas internacionais e permitir a exigibilidade de comportamentos de Estados e governantes, com responsabilidade refletida em sanções e condenações nas instâncias internacionais²¹. A própria luta histórica em torno dos direitos e garantias fundamentais é exemplo de como é possível avançar o processo civilizatório. O ponto é: o direito ao desenvolvimento precisa ser afirmado e exigido, se preciso, à exaustão.

Não há discussão quanto à natureza essencial de direito humano do direito ao desenvolvimento econômico. Como oportunamente elucida Norberto Bobbio, “o problema fundamental em relação aos direitos humanos, hoje, não é tanto o de justificá-los, mas o de protegê-los. Trata-se de um problema não filosófico, mas político” (BOBBIO, 2004, p. 23), como condição necessária para o desenvolvimento global da civilização humana. A luta, portanto, não é de constituição e de reconhecimento da existência dos direitos humanos, dentre os quais, reitera-se, figura o direito ao desenvolvimento, mas de exigibilidade.

Nesse sentido, o *power of shame* ou *power of embarrassment* tem se mostrado uma importante forma de constrangimento político e moral dos Estados e governantes que reiteradamente se mostram refratários ao cumprimento dos acordos internacionais. Isso ocorreu, por exemplo, nos

²¹ A título de exemplo, a Lei Maria da Penha, conhecida por instituir diversos mecanismos de combate à violência contra a mulher, foi criada em decorrência da condenação do Estado Brasileiro no caso Maria da Penha Maia Fernandes v. Brasil, junto à Comissão Interamericana de Direitos Humanos. Disponível em: <https://cidh.oas.org/annualrep/2000port/12051.htm>. Acesso em: 05 mar. 2019.

regimes internacionais referentes ao clima e ao desarmamento nuclear – Acordo de Paris e Tratado para a Proibição de Armas Nucleares (TPAN), respectivamente, que pareciam irrealizáveis não muito tempo atrás – nos quais a adesão do conjunto de países cria embaraço de ficar de fora, isolamento político, desafinação em relação ao consenso universal. A pauta econômica, sobretudo contra os privilégios e a hierarquia das relações internacionais, pode carregar uma bandeira semelhante, de maneira a demonstrar a incoerência da manutenção do *status quo*. Não se trata, assim, de contar com espontaneidade e boa vontade do *hegemon*, mas de construir articulações que reduzam o espaço da hegemonia, tornando-a progressivamente insustentável.

O caminho de reenquadramento da economia à política e de transformação social passa também pela modificação do próprio ser humano. O avanço do capitalismo culminou na economização e na monetarização da vida social. Em essência, é preciso buscar transformação cultural de modo a promover a deseconomização da vida em sociedade e a re-humanização coletiva. Trata-se de desfazer os modos de regulação criados pelo capitalismo financeiro e de recompor ética de solidariedade em detrimento de ética de eficiência. A permanência de ideias neoliberais no tempo promoveu a naturalização da base axiológica do liberalismo, modificando o conjunto de valores sobre o qual o indivíduo pauta sua ação e extrai sua satisfação. A eficiência é há tanto tempo estampada como forma legítima de organização social que racionalidade econômica passou a condicionar racionalidade humana como um todo. Os indivíduos passaram a reger a vida por cálculos de alocação em detrimento de valores como o justo, o solidário, o fraterno. É preciso, pois, ressignificar a existência em valores pautados no ser humano.

Milton Santos, ao dialogar com a ideia de “fim da História” de Francis Fukuyama, propõe a ideia de “começo da História”, pois seria a primeira vez em que a humanidade vive de fato uma história mundial, em virtude do grau de compressão de tempo e espaço que alcançou. Vislumbra na globalização, então, a possibilidade de se resgatar uma visão internacionalista da governança global. Com certa desilusão, é verdade, comunga-se dessa esperança. O idealismo de nutri-la deve superar o receio de frustrar-se. Afinal de contas, a arbitrariedade

também se alimenta da acomodação. O preço da injustiça econômica é demasiadamente alto. Por tudo isso, é preciso manter vivos os sonhos e as utopias.

Referências bibliográficas

- ALMEIDA, M. C. C. (2006) Harvey, David. O novo imperialismo. POLITEIA: História e Sociedade, Vitória da Conquista, 2006, v. 6, n. 1.
- BAUMAN, Z. (1999) Globalização: as consequências humanas. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed.
- BAUMAN, Z. (2003) Comunidade: a busca por segurança no mundo atual. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed.
- BELLUZZO, L. G. M. (1997) Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes.
- BELLUZZO, L. G. M. (2004) Ensaio sobre o capitalismo no século XX. São Paulo: Editora UNESP, Campinas, SP: IE/UNICAMP.
- BRAGA, J. C. S. (1997) “Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes.
- BURLAMAQUI, L. (2015) As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo Estado. In: Marcos Antonio Macedo Cintra; Edison Benedito da Silva Filho; Eduardo Costa Pinto. (Org.). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. 1ed. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, v. 1.
- CARNEIRO, R. (2010) *O dólar e seus rivais*. Observatório da economia global, Textos avulsos n° 1, abril/2010.
- CARVALHO, F. J. C. (2012) O G20 e a reforma do sistema financeiro: possibilidades e limitações. In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. (2012) *As transformações no sistema financeiro internacional*, Ipea.
- CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo. Ed. Xamã.
- CINTRA, M. A. M; PRATES, D. M. (2011) Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: Acioly, L.; Leão, R. P. F. *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil – Livro 2*. Brasília: Ipea.
- COHEN B. J. (2009) *The Future of Reserve Currencies*. Finance & Development, IMF Sept 2009 – Volume 46 – Number 3.
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L.G.M. (1997) Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas, *Economia e Sociedade*, IE/UNICAMP.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L.G.M. (1998) "Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11.

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

EICHENGREEN, B. (2009) *The dollar dilemma*. Foreign affairs. September/October.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R., PANIZZA, U. (2003) *Currency Mismatches, Debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper No. 10036).

EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*. Northampton, MA: Edgar Elgar, 2005.

FARHI, M. (2012) Os dilemas da política econômica na "pós-crise". In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. *As transformações no sistema financeiro internacional*, IPEA.

FOSTER, J. (2007) The financialization of capitalism. *Monthly Review*, vol. 58, n. 11, 2007.

GUTTMANN, Robert. (2008) Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Revista Novos Estudos Cebrap*, n.82.

HARVEY, D. *Condição pós-moderna*. Edições Loyola: São Paulo, 1992.

LAPAVITSAS, C. *Profit without producing: how finance exploits us all*. London and New York: Verso, 2013.

METRI, M. (2004) *O Sistema Monetário Internacional Dólar-flexível*. Rio de Janeiro: UFRJ.

OCAMPO, J. (2009) *Reforming The Global Reserve System*. In: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A & J. E. STIGLITZ (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. New York: Oxford University Press.

OLIVEIRA, G. C. de. (2009) Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.30, n.2, p.727-57, dez.

OLIVEIRA, G. C. de. (2012) Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. *As transformações no sistema financeiro internacional*, IPEA.

PALLEY, T. I. (2007) *Financialization: What It Is and Why It Matters*. Working Paper n.525, Levy Economic Institute, Washington DC, 2007.

PERSAUD, A. D. (2012) Como seria um sistema financeiro sistemicamente resiliente? In: Cintra, M. A. M.; Gomes, K. *As transformações no sistema financeiro internacional*, IPEA.

PRATES, D. M. (2005) As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro - RJ mai/ago, v. 9, n.2, p. 263-288.

SANTOS, M. (2008) Por uma outra globalização: do pensamento único à consciência universal. Rio de Janeiro: Record.

SERRANO, F. (2002) Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.11, n.2 (19), p.237-53, jul./dez.2002.

SERRANO, F. (2004) Relações de poder e a política econômica americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: Fiori, J.L. (org.) *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.

STIGLITZ, J. E. (2009) *Death cometh for the Greenback*. The National Interest online 10.27.2009.

TAVARES, M.C. (1998) A Retomada da Hegemonia Norte-Americana. In: Tavares, M. C. e Fiori, J. L. (orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*, 1998. Petrópolis, RJ: Ed. Vozes.

TAVARES, M. C.; MELIN, L. E. (1998) Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: Tavares, M. C. e Fiori, J. L. (orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Ed. Vozes.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. (2002) Desenvolvimento no Brasil – relembando um velho tema. En: *Políticas para a retomada do crescimento: reflexões de economistas brasileiros* - Brasília : IPEA/CEPAL.

TORRES, E. T. FILHO. (1998) A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana. In: Tavares, M. Conceição & Fiori José Luís (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes.

TORRES FILHO, E. T. (2014) O sistema financeiro globalizado contemporâneo: estrutura e perspectivas. Cintra, M.A.M; Calixtre, A.; Biancarelli, A. (org.) *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea