

FINANCEIRIZAÇÃO DA RIQUEZA: DA FRAGILIDADE E DA INSTABILIDADE FINANCEIRA À POLÍTICA DE COORDENAÇÃO MACROECONÔMICA

Silvio Antônio Ferraz Cário*

1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste 'paper' é evidenciar o caráter endógeno da instabilidade econômica a partir da fragilidade da estrutura financeira capitalista e demonstrar que a existência de arranjos coordenados entre as ações das principais economias não tem gerado crise sistêmica.

Para justificar este argumento, divide-se o trabalho em três partes: na primeira, evidencia-se o processo de desestabilização econômica a partir da fragilidade da estrutura financeira; na segunda, discute-se o caráter da política monetária diante da globalização financeira; e por fim, na terceira, abordam-se aspectos referentes à política de coordenação empreendida pelas principais economias capitalistas e chama a atenção para a necessidade de aumentar a área desta atuação.

2. DESESTABILIZAÇÃO DECORRENTE DA EXPANSÃO DA ATIVIDADE FINANCEIRA

Numa economia capitalista, os agentes avaliam e decidem entre aplicações em ativos de capital produtivo e ativos de capital monetário. Ligam-se, neste âmbito, a gestão da empresa produtiva capitalista e o mercado financeiro. O desenvolvimento dos mercados de crédito e de capitais organizados facilita o acesso aos fundos para investimentos produtivos e abre a possibilidade de aplicações monetárias. As avaliações concentram-se em buscar sempre alcançar um fluxo de rendimento mais elevado e seguro. Com isso, disputam não apenas segmentos de ativos produtivos com os ativos monetários, como também no interior de cada classe alguns tipos são preferidos a outros.

A decisão de investir como parte de um processo de escolha de ativos considera o estoque dos diversos ativos, o estado de expectativas de longo prazo e as condições existentes para financiar tal decisão. Neste

* Professor do Depto de Ciências Econômicas - UFSC e Doutorando em Ciências Econômicas - UNICAMP.

quadro, os agentes econômicos, quando decidem investir, fazem um balanço; de um lado, colocam a escolha de ativos de acordo com os respectivos preços existentes para um dado perfil de retorno esperado e, de outro, posicionam o passivo, expresso através dos prazos, taxas de juros, margens de segurança para financiar a posição ativa.

No contexto do processo decisório de investir sob a composição de um portfólio de ativos, reside a fonte de flutuações cíclicas numa economia capitalista. As decisões de investir baseadas em conhecimentos do futuro vago e incerto somadas às especificidades do padrão de financiamento dos ativos levam a economia a deparar com movimentos de prosperidade e de recessão. Agrega-se, a partir deste entendimento, a concepção de que ciclo não se dá porque os investimentos foram mal orientados, e sim, pelo estado de confiança na eficiência marginal do capital e pelas relações monetário-creditícias entre agentes e instituições financeiras em termos de fluxos de entrada de caixa e fluxo de saída de recursos para saldar compromissos¹.

A decisão de investimentos, a partir da seleção de um portfólio de ativos e da estrutura do passivo, introduz diferentes formas de intermediação financeira e negociações econômicas entre agentes financeiros (banco central, bancos comerciais e demais instituições financeiras) e não-financeiros (firmas e outros investidores). Realçam-se a importância do crédito para as decisões de investimento e a influência das decisões dos bancos sobre a oferta monetária. Primeiro, bancos emprestam recursos às firmas condicionados a gastos em investimentos. Firms tomam recursos emprestados para inversão, na expectativa de obter retornos suficientes para saldar os compromissos financeiros. Segundo, decisões dos bancos referendando demanda por crédito exercem influência sobre a oferta monetária, criando endogenamente moeda a partir de relações financeiras voltadas para aplicação em ativos destinados à produção de riqueza nova².

Nesta perspectiva, existem riscos, tanto para os agentes financeiros, como para os não-financeiros. As margens de riscos são definidas pelos emprestadores e tomadores de recursos no mercado financeiro³. Do lado do tomador, persistentes financiamentos aumentam as obrigações e um maior comprometimento das receitas monetárias esperadas. Do lado do emprestador, a elevação do montante de recursos externos emprestados

¹ SCHULTZ (1992:66)

² MINSKY (1987:104-116); e COLISTETE (1989:112)

em relação aos internos aumenta o grau de 'exposure', deixando-o vulnerável à crise de liquidez. Nesta conjugação o sistema está suscetível à extrapolação do cumprimento das obrigações financeiras e à redução da proteção contra a crise econômica.

Assim, numa dada realidade histórica e institucional, as unidades econômicas tomam decisões a todo momento em que estão em jogo decisões de investir, expectativas de retorno dos investimentos, níveis de prudência de endividamento, concessão de financiamentos e cumprimento das obrigações financeiras. Todavia, existe uma natureza distinta dos pagamentos envolvendo os passivos dos agentes e os rendimentos esperados. Nem sempre ocorre acerto nas previsões de fluxos monetários esperados capazes de viabilizar uma política de financiamento adequada. Na medida em que agentes e instituições financeiras superam o grau de prudência e de concessão de empréstimos, pequenas mudanças nas variáveis financeiras podem causar grandes impactos negativos sobre a economia. Nos períodos de prosperidade, expectativas positivas de rendimentos futuros conduzem os agentes a decidirem por investir. Bancos melhoram as condições de crédito e estendem financiamento aos investidores. No contexto de um clima de expectativas positivas, caem os riscos dos tomadores e emprestadores e elevam os desejos de firmamento de contratos de financiamento entre as partes. Como consequência desta relação ocorrem: a) elevação da proporção de recursos externos em relação aos internos dos investidores; b) redução das disposições líquidas dos investidores; c) crescimento das operações de financiamento dos bancos em relação às reservas; d) proliferação de novos instrumentos financeiros com o intuito de atender às necessidades de crédito; e) aumento da proporção do fluxo de caixa para pagamento de compromissos financeiros em relação ao rendimento futuro, f) aumento da necessidade de dinheiro e/ou crédito de curto prazo para salvar ou refinarçar passivos à medida em que vão vencendo⁴. Neste momento de euforia, ocorre um círculo virtuoso, onde os incrementos nas inversões resultam em elevações da produção, da renda, do emprego, dos salários e das transações econômicas.

Os momentos de prosperidade começam a inverter em direção à recessão, quando o pessimismo e a incerteza acompanham o colapso no rendimento futuro esperado e avolumam-se as necessidades de recursos para saldar e refinarçar os passivos⁵. Agentes devedores e bancos começam a rever posições e a tomar atitudes mais

⁴ SCHULTZ (1992:49)

⁵ MENSKY (1987:117-127) (1996:100-106)

conservadoras. Frente à queda na eficiência marginal do capital, os agentes reduzem novos investimentos, utilizam receitas para pagamento de débitos e aumentam a preferência pela liquidez. Os bancos, por sua vez, começam a duvidar da capacidade de pagamento dos devedores e reduzem prazo e montante refinanciado e elevam os custos dos empréstimos. A demanda por liquidez faz: a) as firmas negociarem ativos no intuito de refinar débitos, e b) os bancos buscarem a liquidação de posições patrimoniais devedoras. Na crise econômica ocorrem queda dos investimentos, declínio no preço dos ativos de bens de capital, diminuição da produção, elevação da capacidade ociosa, aumento do desemprego, diminuição de salários e quebra de empresas com passivos insolventes.

No interior do movimento cíclico e de suas fases, agentes assumem ou mudam de posições financeiras decorrentes da relação entre os compromissos de pagamentos contratuais e os fluxos de recebimentos de recursos. Existem agentes cujo fluxo de receitas monetárias excede as obrigações contratuais em qualquer período. Da mesma forma, surgem agentes cujo fluxo de renda esperada não chega a exceder o pagamento de dívidas contratuais, em seus primeiros pagamentos de obrigações, necessitando, portanto, de refinamento; assim como há agentes para os quais o fluxo de receitas esperada nunca é suficiente para cobrir sequer os juros contratos, requerendo, por sua vez, freqüentes aumentos de débitos. Enquanto a primeira natureza de postura financeira constitui um fator de estabilidade, as duas seguintes possuem a matriz da instabilidade. A medida em que a economia caminha progressivamente para a predominância destas últimas, a instabilidade está insaturada face à insuficiência de rendimentos e ao aumento dos encargos financeiros⁶.

No contexto das flutuações econômicas, o sistema é sensível à elevação na taxa de juros. Isto é justificado: primeiro, pelo fato de os investidores, ao acertarem mais endividamento e menos liquidez, pressionarem as taxas de juros em momento de maior demanda por liquidez, e segundo, pela capacidade especulativa dos bancos de criarem instrumentos financeiros que facultam empréstimos e influenciam as taxas de juros em resposta à participação em negócios lucrativos. A demanda de meios de financiamento cada vez mais freqüente e os instrumentos financeiros respondendo a procura por crédito colocam o sistema no rastro do movimento da taxa de juros. Como a taxa de juros constitui um preço básico na economia, níveis elevados tendem a tornar frágil o sistema financeiro, desestimular os investimentos produtivos, elevar custos,

modificar a postura financeira das unidades decisórias e promover a especulação.

No cerne deste processo está o caráter da geração da moeda por mecanismo creditício, cuja oferta referenda os contratos estipulados pela demanda. Na articulação bancos e agentes, moedas são criadas e instrumentos financeiros são instituídos segundo rendimentos e riscos diferentes. A moeda creditícia permite o crescimento do ritmo da economia, mas o endividamento cada vez maior exige crescentes pagamentos líquidos. Com a natureza endógena da moeda, tanto amplia-se a liquidez do sistema como se possibilita a existência de movimentos especulativos no mercado financeiro.

A expansão do ritmo de investimento decorre da elasticidade de recursos disponíveis aos agentes para promoção de decisões de gastos. Com isso, bancos e outras instituições financeiras constituem partes importantes na determinação do processo de investimento da economia. Como mercadores de débitos, comercializam seus débitos com detentores de ativos e financiam vários tipos de atividades econômicas. Criam mecanismos com o intuito de aumentar o montante de financiamento disponível⁷. Todavia, no mesmo sentido que facultam o acesso dos agentes aos recursos necessários para inversões, estabelecem condições para o sistema tornar-se frágil e suscetível às crises.

Bancos não são gestores passivos do dinheiro e estão sob a lógica da ampliação do lucro⁸. Através da criação da moeda e da emissão de quase-moeda, procuram fugir das exigências de reservas compulsórias da parte das Autoridades Monetárias e buscam oportunidades de aumentar os lucros. Bancos não aceitam passivamente que o ritmo de suas atividades esteja restrito à evolução de certos indicadores impostos e encontram correspondência junto aos segmentos não-bancários tomadores de empréstimos. Para tanto, buscam inovações financeiras, diversificam instrumentos financeiros e aumentam a massa de recursos para financiamento.

Neste processo, deve-se levar em consideração dois aspectos: primeiro, o grau de avaliação dos empresários e dos bancos sobre o nível aceitável de endividamento; e segundo, a capacidade de obtenção de lucros dos bancos a partir da criação de engenharias financeiras. No âmbito do grau de avaliação dos agentes está implícita a natureza subjetiva das

⁷ MINSKY (1986:224 e 225).

⁸ MINSKY (1986:229)

expectativas quanto ao rumo futuro dos investimentos e à estrutura de obrigações apropriada para concessão de financiamento. Existem diferentes graus de incerteza que afetam não só a formação de expectativas, como também critérios de avaliações de estrutura de obrigações. Mesmo que o risco do credor esteja garantido pela taxa de juros e contratos de provisões, o interesse em induzir tomadores de recursos no intuito de elevar o lucro coloca a ação bancária num contexto especulativo e sujeita a avaliações incorretas sobre o nível aceitável de endividamento.

Desta forma, ao expandir o crédito além do grau de prudência do endividamento das unidades econômicas, o sistema fica exposto à fragilidade financeira. Ao lado da existência de uma estrutura financeira frágil, as mudanças nas taxas de capitalização, nos pagamentos dos compromissos assumidos e nos fluxos de caixa afetam, de forma negativa, a capacidade de pagamento dos agentes, e podem levar o sistema à crise⁹. Na medida em que banqueiros e homens de negócios extrapolam o êxito no cumprimento das obrigações financeiras e reduzem a proteção contra a crise, a estrutura financeira se torna mais suscetível à instabilidade¹⁰.

3. POLÍTICA MONETÁRIA: ALCANCE E LIMITES

Diante deste contexto, cabe levantar duas questões. Primeira, qual é a efetividade da política monetária?; e segunda, qual é a função do BACEN? A efetividade da política monetária deve ser analisada à luz das inovações financeiras e da capacidade de criação interna de moeda, e não no sentido ditado pela política monetária convencional, pois esta não capta o ativismo das instituições financeiras, a essência da natureza e da evolução dos ajustes nos itens dos ativos e passivos de seus portfólios¹¹. A função do BACEN, por seu turno, é proteger os preços dos ativos e garantir a liquidez da economia, sendo que diante da possibilidade de risco sistêmico, age enquanto prestador em última instância¹². Com isso, não se justifica o argumento convencional de que o BACEN deve ser independente para garantir o melhor controle dos agregados.

⁹ MOLLO (1988:107)

¹⁰ MINSKY (1982:26)

¹¹ MINSKY (1986:243) e MADI (1993:39)

¹² MINSKY (1982:26)

Detalhando a resposta da primeira questão (efetividade da política monetária), observa-se que a política monetária torna-se passiva num modelo cuja oferta monetária é endógena. As autoridades monetárias não têm como: a) saber quanto dos ativos financeiros totais os agentes preferem manter na forma de dinheiro em uma carteira ou outra; b) impedir a criação de inovações financeiras destinadas à fuga do controle institucional; c) controlar a capacidade de gasto em face à quantidade de dinheiro ofertada ser apenas parte da estrutura de liquidez; d) impedir que os bancos troquem ativos financeiros que estão nas mãos de instituições financeiras e agentes sempre que houver decisão de gastar; e) ter controle sobre saques a descoberto concedidos pelos bancos; f) regular as práticas oligopolistas dos bancos de fixarem preços; g) deixar de assegurar a liquidez e estabilidade do sistema como a mais elevada prioridade; h) garantir que os bancos sejam obrigados a realizar suas taxas de reservas exatamente seguindo o cotidiano da base monetária; e i) controlar os depósitos bancários que devem crescer ou diminuir a uma taxa pré-determinada¹³.

Tentativas de controle do crédito direto através do estabelecimento de percentual de crescimento da taxa de empréstimo bancário, administração da taxa de depósito e de recursos líquidos e controle de demais ativos financeiros no curto prazo mostram-se inconseqüentes no âmbito da política monetária. Na verdade, as Autoridades Monetárias são incapazes de administrar nestes termos a relação entre 'banking lending' e oferta monetária. Não só as equações de empréstimos não são bem definidas, como também tendem a apresentar erros. A imposição de controle do crédito direto encoraja o processo de desintermediação financeira e outras inovações. Tanto tomadores de empréstimos como emprestadores evitam a restrição imposta. Bancos emprestadores buscam outras fontes alternativas: a) substituem o crédito bancário pela intermediação de crédito através de instituições não-bancárias (empréstimo entre dois agentes não-financeiros); b) desenvolvem novos instrumentos monetários no mercado (notas promissórias, comércio de títulos); e c) competem com tomadores de empréstimos e emprestadores não-bancários fora dos registros dos balanços. Como resultado, têm-se: a) o aumento da velocidade de circulação da moeda em contraposição ao crescimento controlado, e b) o comportamento do agregado monetário definido tornando-se irreal como indicador e guia de política monetária¹⁴.

No tocante à resposta da segunda questão (função do BACEN), O BACEN figura numa posição hierarquicamente superior, com condições

¹³ GOODHART (1989:130-137) e (SIMOENS DA SILVA (1989:152-154)

¹⁴ GOODHART (1989a:145-150) e MOORE (1988:132-135)

de prover fundos ao mercado monetário, reestruturar as instituições financeiras e dirigir a evolução do sistema financeiro. Tem a responsabilidade de impedir que o sistema financeiro tome-se especulativo, abortando as crises financeiras, apresenta a capacidade de aprendizagem diante das transformações dinâmicas com que complexas estruturas financiam e inovam atividades em busca de oportunidades de lucro; depara com a obrigação de conhecer como a estrutura institucional se comporta e de fazer avaliações de como modificações afetam o sistema; e, provoca impacto nos negócios em face de seu poder de redefinição dos ativos que são protegidos, da seleção de ativos que constituem a reserva do sistema bancário e pelo poder de monopólio que possui sobre a circulação monetária¹⁵.

Acerca da função do BACEN, a visão convencional tem procurado justificar a independência e autonomia do gestor da política monetária como garantia de melhor controle dos agregados. Todavia, o simples arranjo institucional não garante a consistência temporal da política monetária. A defesa deste arranjo institucional possui uma natureza teórica-abstrata e desconsidera apreciações de natureza política. Na verdade, as Autoridades Monetárias, não agem isoladamente em seu contexto e são submetidas a diversas pressões da sociedade (diferentes interesses: locais, mercados, países, opinião pública e organizações de classes). Existem conflitos de interesses internos e limites na administração das Autoridades Monetárias deixando perguntas sem respostas: a) qual o limite adequado para a alta de juros; b) quanto se afastar da meta de programação monetária; c) qual a arbitragem a respeito das instituições que se deve apoiar; d) qual o nível de pressão política suportável; e) como controlar os conflitos e interesses interbancários; f) qual o nível de independência em relação às outras políticas; e g) de que forças se dispõe para manobrar o poder orçamentário que reside dentro do Estado.

De resto, cumpre à Autoridade Monetária desenvolver uma política acomodativa às múltiplas decisões que ocorrem entre os agentes financeiros e não-financeiros na sociedade. Em face às múltiplas decisões dos agentes, a política monetária busca, ao longo do movimento da economia, acomodar as necessidades de liquidez e evitar a crise sistêmica. Neste sentido, a taxa de juros constitui um importante instrumento. Através do controle sobre a taxa de juros, as Autoridades Monetárias tentam regular a liquidez, tanto atendendo dificuldades localizadas para este ou aquele banco, como evitando a possibilidade de risco sistêmico. Colocam à disposição dos bancos fundos para atender

necessidades inesperadas, com encargos elevados para os tomadores freqüentes (taxas crescentes e prazos menores), como também, em caso de virtual ameaça a estabilidade geral, socorrem o sistema como um todo, exercendo a função de 'lender of last resort', através do relaxamento da política de controle de juros.

As Autoridades Monetárias têm como objetivo acomodar a oferta monetária, evitando grandes alterações na taxa de juros. Por se tratar de um instrumento que afeta decisões, as ocorrências de grandes flutuações provocam instabilidades financeiras e reduzem a produção e o emprego. Contudo, as mudanças estruturais contemporâneas estão fazendo o sistema tornar-se menos acomodativo que outrora. Com a globalização financeira, interdependência dos mercados e a mobilidade de capitais, a taxa de juros passa a estar condicionada ao comportamento do mercado de câmbio, cuja natureza está fora do controle das Autoridades Monetárias nacionais. Juros e câmbio tornam-se interdependentes e sujeitos a maiores volatilidades. Se, por uma lado, redobram-se os esforços em buscar flutuações moderadas da taxa de juros, por outro torna-se evidente que se os mercados financeiros são vistos como instáveis em economias fechadas, mais instáveis ficarão em economias abertas.

Os movimentos cambiais afetam diariamente a composição dos portfólios. Alterações na taxa de câmbio resultam em variações nas taxas de juros segundo ativos e mercados específicos, levando os agentes a realizarem ajustes nos portfólios que possuem ativos expressos em diferentes moedas. Sob esta consideração, novas informações no mercado ou prenúncio de mudanças na política econômica dos principais países emissores de moedas-reservas podem gerar alterações nas expectativas sobre o nível cambial, provocando modificações de preços, composição e volume de ativos¹⁶. Neste jogo, não há norma comportamental definida; numa situação de comportamento explosivo de câmbio, tanto pode como não ocorrer alteração na composição dos portfólios, depende da concepção dos agentes sobre o tempo, risco e o ganho em mudar ou não de posição.

As Autoridades Monetárias têm procurado ter uma participação ativa no mercado de câmbio a título de evitar a volatilidade da taxa cambial. Através da intervenção evita perturbações ou movimentos erráticos e molda o comportamento futuro da taxa de câmbio influenciando a formação das expectativas dos agentes no mercado. A intervenção constitui uma forma de manter o valor das cotações de moeda nacional

¹⁶ MIRANDA (1993:87 e 88)

num patamar que não comprometa o nível das reservas cambiais. As Autoridades Monetárias podem utilizar da administração da taxa de juros como uma forma de alcançar a estabilidade cambial, elevando ou diminuindo seu nível para estimular ou desestimular o movimento de demanda por outra moeda.

O entrelaçamento existente entre câmbio e juros, evidencia a impossibilidade de a política monetária administrar a taxa de juros sem levar em conta condicionantes externos. Atualmente, vários determinantes influenciam a administração da taxa de juros de curto prazo, dentre eles: a) grau de abertura da economia; b) conversibilidade das moedas; c) estrutura do balanço de pagamento; d) comportamento das taxas de juros nos mercados internacionais; e) decisões quanto ao portfólio de empresas multinacionais, instituições financeiras e investidores privados; e f) arcabouço institucional¹⁷. A inter-relação destes elementos contribui para problematizar o alcance e os efeitos da política monetária.

A gestão da política monetária torna-se complexa nos dias atuais. O controle direto das Autoridades Monetárias nacionais mostra-se cada vez mais restrito. Além de os determinantes da taxa de juros de curto prazo contarem com vários fatores que fogem do controle interno, segue-se ainda que: a) o circuito do crédito não é mais nacional, está internacionalizado; b) os bancos não têm mais hegemonia no processo de circulação creditícia - instituições não-financeiras atuam de forma crescente no campo creditício; c) não são mais restritos os números de ativos com liquidez, - existe liquidez acentuada nos ativos plurimonetários; e d) as reservas para fundos bancários em moeda de curso legal como instrumento de controle de liquidez respondem cada vez menos frente às variações das operações interbancárias no mercado internacional¹⁸.

Por seu turno, a perda de eficácia da política monetária dificulta a compatibilização entre finalidades dos instrumentos da gestão macroeconômica. As Autoridades Monetárias encontram dificuldades em compatibilizar o financiamento público, a gestão do balanço de pagamentos e a estabilidade interna e internacional da moeda. As contradições começam a se expressar a partir do uso de um mesmo instrumento para finalidades diferenciadas. Por exemplo, ao se utilizar uma política de taxa de juros elevada com o intuito de resolver dificuldades no financiamento corrente do balanço de pagamento numa

¹⁷ MADI (1993:99 e 102)

¹⁸ FRANKLIN (1993:912-913); BRAGA (1993:97-98)

economia com moeda sobrevalorizada, geram-se outros problemas: a) eleva-se o déficit da balança comercial; b) acentua-se a perda de competitividade internacional do sistema produtivo; c) encarece o financiamento da dívida pública; e d) dificulta o controle da liquidez. Externamente, por sua vez, a gestão da política monetária mostra-se cada vez mais interconectada, assumindo, às vezes, comportamento às avessas. Por exemplo: uma política macroeconômica de valorização do dólar, objetivando manter diferencial câmbio-juros favorável à economia americana, corresponde à desvalorização do marco e do iene, em face das políticas alemã e japonesa estarem mais atreladas ao contexto internacional do que a objetivos nacionais¹⁹.

4. POLÍTICAS DE COORDENAÇÃO

Mesmo sob a existência da fragilidade e instabilidade financeiras e limites à eficácia monetária, a realidade tem evidenciado, ao longo de praticamente uma década e meia, que a gestão da riqueza capitalista segue dentro de um quadro que estão presentes a valorização e o crescimento. Dentro do processo de ampliação da riqueza capitalista, tem-se verificado: a) o acirramento das formas de disputa pelos espaços e tempo financeiro; b) a concentração dos movimentos da massa de capital nos vários mercados; c) o aumento do número de corporações multifuncionais, multissetoriais e internacionais; d) a interação das ações entre empresas financeiras nacionais e internacionais; e e) o acesso ao capital, a informações, a *networks* tecnológicos e aos mercados globais²⁰. A riqueza capitalista valoriza-se sob uma articulação paradoxal: capitalização produtiva e capitalização da riqueza caminham juntas na busca da rentabilidade acelerada. Combinam-se formas simultâneas de mobilidade, liquidez, rentabilidade e especulação na circulação dos capitais. As empresas buscam firmar estratégias que possibilitem no curto prazo alavancar recursos provenientes de lucros operacionais e não-operacionais; a médio prazo, adotar estratégias de exportação e, a longo prazo, desenvolver o progresso técnico. Ao operar a escala internacional, interpenetram-se patrimonialmente os capitais, criando nexos objetivos de solidariedade de interesses com o objetivo de proteger e assegurar a valorização da riqueza capitalista.

Neste contexto, governos têm procurado demonstrar momentos de cooperação macroeconômica a título de garantir a reprodução da riqueza privada e evitar o risco sistêmico. Aspectos como acordos internacionais

¹⁹ MIRANDA (1992:331-336)

²⁰

em torno da redução da taxa de juros, negociação em torno das 'target zones' para o câmbio e políticas orçamentárias movendo em torno de uma convergência e compromissos com o processo de estabilização e crescimento mundial marcaram a coordenação política das economias centrais na segunda metade dos anos 80. Mesmo com a ocorrência de problemas sem soluções na ordem dos desequilíbrios externos entre países, pressão inflacionária e evidência de fragilidade das políticas macroeconômicas no controle sobre movimentos de capitais especulativos privados, que levaram a suspensão de políticas de coordenação explícitas a partir do início dos anos 90, não têm sido verificadas profundas turbulências a ponto de provocar risco sistêmico. Tensões, conflitos e falta de regras persistem no âmbito internacional. Todavia, nos momentos que eclodem os problemas com mais veemência, governos e bancos centrais intervêm com o intuito de manter os preços básicos - juros e câmbio menos voláteis e menos sujeitos a imporem grandes perdas patrimoniais aos agentes privados.

O processo de coordenação política, explícita ou não, tem no mercado cambial o núcleo central de sua administração. Para tanto, entre diferentes moedas nacionais, o sentido de ação coordenada ocorre através de barganha nas trocas. Entretanto, como evidenciado, existem limites postos no contexto da globalização financeira que tornam juros e câmbios sujeitos a volatilidades. Os esforços têm sido direcionados a manter a moeda forte (uma ou poucas moedas) para que: a) a confiança existente torne improvável que ocorra emergência para salvá-la; b) existam investimentos externos feitos nesta moeda; c) os pagamentos externos mantenham-se em equilíbrio ou em processos; e d) na ocorrência de desequilíbrio, existam reservas ou crédito internacionais.

Que conteúdo dar à cooperação monetária? A cooperação monetária no sistema de múltiplas moedas requer organizar coletivamente a coexistência de várias divisas, de maneira a atingir uma coerência tal que substitua as funções da moeda internacional. Por seu turno, a busca da coerência requer: a) realizar intervenções coordenadas sobre uma base permanente nos mercados de câmbio; e b) as intervenções devem ser sustentadas por políticas monetárias que levem em consideração as repercussões de suas próprias decisões sobre os outros países²¹. Afinal, cooperação e boa vontade são pré-requisitos para o sucesso de propósitos que visam melhorar a performance das relações econômicas internacionais²².

²¹ AGLIETTA (1988:130)

Na verdade, no cerne desta realidade, onde se observa, de um lado, a presença de elementos de instabilidade estrutural de dominância financeira e, de outro, o desenvolvimento do sistema produtivo, ampliação da capacitação financeira e impulso tecnológico, está a presença de uma macroestrutura financeira expressa através de articulação entre o Estado e mercado, entre instituições privadas e BACENs. Mesmo considerando em cada país as particularidades da intervenção estatal, as conotações políticas ideológicas e as características da estrutura industrial, diferentes respostas de ajustes econômicos e reestruturação industrial ocorrem a partir da articulação entre a regulação macroeconômica e a decisão empresarial nos termos 'company led', 'tripartite negociated' e 'state led'²³. A articulação pública e privada tem possibilitado assegurar a sustentação continuada dos fluxos privados de investimento produtivo e a difusão de um 'cluster' de inovações baseadas em novas tecnologias de impacto sobre as estruturas produtivas e possibilitado administrar os movimentos espasmódicos de crise financeira, cujas perdas de desvalorização da riqueza não têm comprometido a dinâmica acumulação privada²⁴. A adoção de ações conjuntas, coordenadas e agregadas tem visado traçar estratégias para os problemas que vão sendo postos, na certeza de que o crescimento econômico terá de conviver com a instabilidade e na convicção de que, se, não há grandes colapsos, também não se constata uma regulação harmoniosa²⁵.

Faz-se necessário, por seu turno, aumentar a dimensão da política de coordenação entre as economias. A capacidade de articulação para a administração da instabilidade e a rapidez das soluções encontradas quando os problemas mais contundentes aparecem capacitam as principais economias a estenderem o alcance das medidas adotadas. O crescimento virtuoso entre 1983-90, em que conjugaram coordenação política e inovação econômica, possibilitou que as principais economias alcançassem a senda do crescimento econômico, em que estiveram presentes: a) a vitória da estabilidade e da sustentabilidade do crescimento sobre os surtos especulativos nos mercados cambiais e de capitais; e b) a retomada dos fluxos privados de capital com recuperação do crescimento da produtividade e da aceleração crescente da difusão de inovações técnica, organizacional e financeira²⁶. Todavia, a preocupação com a estabilidade e com o crescimento econômico visto dentro da

²³ ZYSMAN (1983:234-267)

²⁴ COUTINHO (1993:70)

²⁵ BRAGA (1993:43-48)

²⁶ COUTINHO (1993:69)

economia como um todo ficou circunscrita aos países centrais. As decisões de investimentos das grandes corporações transacionais concentraram-se principalmente nesta região, seguidas, da mesma forma pelos agentes financeiros internacionais. Os países periféricos ficaram excluídos da rota de investimentos internacionais de capitais, tanto produtivo como financeiro; depararam com perda de dinamismo da estrutura produtiva e com a desmontagem das estruturas de financiamento; passaram de importadores a exportadores de capital; e enfrentam hoje vários dilemas: a) erosão progressiva das vantagens comparativas tradicionais com comprometimento externo e até interno; b) efeitos negativos do processo de reestruturação sobre os fluxos internacionais de comércio, investimento e tecnologia; c) redução da participação na divisão internacional do trabalho devido à concentração da produção em setores com baixo conteúdo tecnológico, intensivo em energia e recursos naturais; e d) possibilidade de desarticulação econômica e acirramento dos conflitos políticos.

No âmbito nacional, seguindo esta preocupação, faz-se necessário criar condições para ocorrência de articulações entre o público e/o privado. A 'fuga para frente' como recurso historicamente utilizado pelas elites conservadoras e dirigentes com rebatimento nas contas públicas não é mais possível de ser empreendida como caminho para o crescimento econômico. Os anos 90 colocam o esgotamento de um projeto desenvolvimentista firmado através de um pacto conservador que logrou manter vários interesses setoriais, corporativos e regionais intocáveis. Este pacto conservador sempre vetou permanentemente qualquer reforma fora de seus interesses e sempre buscou a cartorialização do espaço público e a subordinação ao capital produtivo e financeiro internacional²⁷. Reformas deverão ser empreendidas: a) O Estado tem que passar por reformulações administrativa e patrimonial e por recomposições fiscal e financeira, visando recapacitar o controle macroeconômico e a coordenação política; b) o setor privado tem que passar por reformas, pois o modelo empresarial vitorioso, nesta etapa recente de desenvolvimento capitalista, não se fundamenta pelo individualismo, pragmatismo e visão extrema de curto prazo, características tão marcantes na cultura empresarial nacional. Requisitos como a presença de grupos empresariais multinacionais com indústrias ligadas ao novo paradigma tecno-econômico, articulação orgânica entre bancos e indústrias, visando financiar o risco pacientemente a longo prazo e a interação cooperativa e solidária entre agentes econômicos e o Estado são transformações que o empresário deve absorver para construir uma base privada, ágil e competitiva. O núcleo das reformas

deve passar por um novo posicionamento e relacionamento entre o Estado e o mercado em torno da construção da modernização competitiva e crescimento econômico equitativo²⁸.

5. CONCLUSÃO

No contexto do processo de valorização capitalista, a decisão de investir decorre da seleção de um portfólio de ativos e a estrutura do passivo na qual firmam negociações agentes financeiros e não-financeiros.

Nesta relação, agentes formam expectativas de retorno dos investimentos e financiamentos são concedidos. Todavia, existe uma natureza distinta envolvendo os passivos dos agentes e os rendimentos esperados. Quando os fluxos monetários esperados não são capazes de obrigações financeiras, a estrutura fica sujeita à fragilidade. A reprodução em escala ampliada desta fragilidade pode levar o sistema à instabilidade sistêmica.

No cerne desta questão está a instabilidade estrutural de dominância financeira. Bancos não são gestores passivos do dinheiro, estão sob a lógica da acumulação privada. Buscam lucro e, para tanto, criam inovações financeiras, diversificam investimentos financeiros no intuito de aumentar volume de recursos para empréstimos.

As Autoridades Monetárias, por sua vez, procuram desenvolver uma política acomodatória, a título de não potencializar a instabilidade. Contudo, esta gestão tem-se tornado limitativa em face da globalização financeira, vinculação dos mercados e a mobilidade dos capitais. Juros e câmbio tem-se tornado interdependentes, colocando critérios externos, portanto fora de controle, na gestão interna da moeda e dificultando a compatibilização entre finalidades dos instrumentos da política macroeconômica.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. Os grandes problemas da moeda internacional. In: *Revista de Economia Política*, SP, Brasiliense, 8(2), abr-jun. 1988, p.126-130.

- BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza. In: **Economia e Sociedade**, Campinas - S.P. UNICAMP, p.25-58, 1993.
- CÁRIO, S. A. F. **Desenvolvimento capitalista recente no Brasil: dos limites postos a gestão da política econômica às reformas requeridas**. Campinas - SP, 1993, p.19.
- COLISTETE, R. P. Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes. In: **Revista de Economia Política**. 9(2), abril-junho/89, p.108-120.
- COOPER, R. N. **The international monetary system-essay in world economics**. Cambridge - Mass., The MIT PRESS, 1987.
- DOW, S. C. Money supply endogeneity. In: **Economie appliquée**, Paris, tome XLI, nº1, 1988, p.19-39.
- DAVIDSON, P. **International money & the real world**. N. York, ST. Martin's Press, 1992.
- FIORI, J. L. **Ajuste, transición y gobernabilidad: el enigma brasileiro**. Washington, D.C., 1993, 65p. (version preliminar).
- _____. Reforma ou sucata: o dilema estratégico do setor público brasileiro. In: **Texto para discussão**, SP, IESP-FUNDAP, 6(4), 1991, 14p.
- GOODHART, C. A. Central banking. In: EATWELL, J. et all. **The new Palgrave: a dictionary of economics**. London, The Macmillan Press Limited, 1989b, p.88-92.
- GOODHART, C. A. **Money, Information and Uncertainty**. MIT Press., Cambridge, 1989, p. 129-155.
- HICKS, J. **A market theory of money**. Oxford, Clarendon Press, 1990.
- _____. **A crise na economia Keynesiana**. SP, Vértice, 1987, p.69.
- MADI, M. A. C. **Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-Keynesiana**. Campinas - S.P. Unicamp-IE, 1993. (tese de doutorado).
- MINSKY, H. P. Financiamentos e lucros. In: **Cadernos Ange-Textos didáticos 2**. RJ, ANGE-CFE, 1992, p.40.

- _____. **Las razones de Keynes**. México, Fondo de Cultura Económica, 1987, p.182.
- _____. **Stabilizing an unstable economy**. Yale University Press, 1986, p.353.
- _____. The financial instability hypotheses: capitalist process and the behavior of the economy. In: KINDLEBERGER, C. & LAFFARGUE, J. (eds) **Financial crises**. Cambridge J. Wiley and Sons, 1982.
- MIRANDA, J. C. Incerteza, antecipação e convenção. In: **Economia e Sociedade**. Campinas - SP, Unicamp-IE, nº2, ago. 1993, p.81-96.
- MIRANDA, J. C. R. **Câmbio, juro e fisco: a experiência internacional**. Campinas-SP, UNICAMP-IE, 1992, 381p. (tese de doutorado).
- MOLLO, M. R. L. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. In: **Revista de Economia Política**, SP, Brasiliense, 8(1), jan-mar/1988, p.100-123.
- MOORE, B. J. **Horizontalists and Verticalists - The macroeconomics of credit money**. Cambridge Univ. Press, 1988, p.109-142.
- SCHULTZ, V. J.L. **Os limites da heterodoxia: Minsky e Tobin e a teoria do investimento**. RJ, UFF, 1992, p.196. (dissertação de mestrado).
- SIMOENS DA SILVA, L. A. **A teoria quantitativa da moeda e a política monetária**. Campinas-SP., UNICAMP-IE, 1989, p.218. (tese de doutorado).
- ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth**. Ithaca, Cornell University Press, 1983.