

A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação¹

Marcos Antonio Macedo Cintra²

O sistema monetário e financeiro americano montado nos anos 30 era um *market oriented financial system*, no sentido de que contava com um mercado de capitais e um mercado creditício sem grandes interferências estatais, no que se refere à seletividade e o direcionamento dos recursos. Era, contudo, regulado para não escapar em direção a uma “indisciplina financeira generalizada”. Sua estabilidade dependia de uma taxa de inflação controlada, para que fosse compatível com os tetos de taxas de juros e de uma expansão creditícia baseada nos depósitos à vista (não-remunerados), mas também que os investidores em ações as mantivessem em carteira, por longos períodos, evitando os movimentos especulativos que o mercado acionário tende a promover (Braga, 1998).

Assim, durante o segundo pós-guerra, o sistema bancário americano manteve em seus balanços grande parte dos contratos financeiros, em suas contas ativas estavam os empréstimos e nas passivas, os depósitos à vista e a prazo. As instituições não-bancárias ficavam restritas a parcelas específicas do mercado de crédito e à colocação de ações e títulos de longo prazo no mercado de capitais. No período recente, houve uma modificação do papel tradicional dos bancos e um aumento da importância dos intermediários financeiros não-bancários no processo de gestão da riqueza, de criação creditícia e monitoramento dos meios de pagamento na economia americana. Conseqüentemente, ocorreu um avanço crescente dos mercados de capitais, à margem da ação direta do Federal Reserve e da regulamentação bancária, sendo que a dinâmica dos mercados de capitais está associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente ao encurtamento do prazo e a cobertura de riscos, aproximando-se cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários (com elevado teor especulativo).

Do nosso ponto de vista, as políticas de desregulamentação monetário-financeira e de liberalização dos fluxos de capitais, a valorização do dólar após 1979, bem como a

¹ Trata-se de uma versão resumida do capítulo conclusivo de minha tese de doutoramento (Cintra, 1997). Sou grato às observações do professor José Carlos de Souza Braga (orientador), bem como de Júlio Sérgio Gomes de Almeida, Maria Cristina Penido de Freitas e Carlos Eduardo Carvalho.

² Pesquisador da Diretoria de Economia do Setor Público da FUNDAP.

ampliação da dívida pública nos portfólios privados, criaram as condições para o aperefeioamento dessas novas formas de intermediação financeira e o desenvolvimento da chamada globalização financeira.

Os Estados Unidos dispõem hoje do mais amplo mercado de capitais em relação a qualquer nação e de investidores altamente sofisticados. Essa característica implica crescente predominância quantitativa e qualitativa da forma financeira do capital sobre as demais. Isto é, constitui-se um “modelo” em que prevalece a lógica financeira de valorização sobre as demais esferas de circulação do capital. Não no sentido de anulá-las - o que é rigorosamente impossível, pois é inexorável para o capital o cumprimento, em qualquer momento ou etapa, do circuito completo da sua circulação (capital-dinheiro, capital-produtivo e capital-mercadorias) -, mas de subordinar a apropriação privada do lucro e a correspondente acumulação de capital aos critérios e requisitos de valorização próprios do capital financeiro como sua forma mais avançada, por ser mais geral e abstrata (Marx, 1867). Trata-se da emergência de uma situação em que o movimento da fração capital-dinheiro tende a imprimir sua marca no conjunto das operações do capitalismo contemporâneo. Nesse sentido, o capital-dinheiro tornou-se uma força praticamente incontrolável, pois “ocorreu a reafirmação de uma *autonomia* do capital-dinheiro perante o capital industrial, cujos limites são estabelecidos apenas através da *viabilidade* a médio e longo prazo de ‘um regime de acumulação rentista’ ” Chesnais (1996a: 7, grifos no original).

A expansão dessa lógica financeira de valorização, característica do mercado de capitais americano, iniciou a montagem de um novo esquema de fluxos financeiros que sintetiza quatro grandes movimentos. Isto é, a desregulamentação e a liberalização promoveram a interligação dos diferentes mercados nacionais, conformando um grande mercado global, a institucionalização da poupança financeira, o processo de securitização das dívidas e os derivativos financeiros. Noutras palavras, a liberalização monetária e financeira, seguida pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global, hierarquizado a partir do sistema financeiro americano³.

³ Estamos sugerindo que o dinamismo da globalização financeira está vinculado às transformações financeiras desencadeadas a partir dos Estados Unidos. Porém, já atingiu uma dinâmica própria. A União

O circuito financeiro que começa a se delinear é expressivamente mais complexo do que os anteriores, mesmo quando nestes se considerava a atuação dos agentes especuladores. Nesse circuito participa um maior número de agentes. O agente superavitário deposita os recursos nas empresas de administração de fundos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, *hedge funds*, companhias de seguro, etc.). Estes mantêm em suas carteiras de ativos *securities* diversas (títulos, notas, *commercial paper*, ações), emitidas pelos tomadores de recursos, mas também moedas, ouro, *commodities*, etc. As emissões de *securities* pelos tomadores (empresas produtivas, Estados soberanos, bancos internacionais ou de países em desenvolvimento) são realizadas através das instituições financeiras, que operam como *broker* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão). Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos que compõem suas carteiras de ativos de forma a conseguirem carregar instrumentos de prazos mais longos através de depósitos de diferentes prazos. Além disso, os fundos figuram-se como emprestadores finais de recursos, enquanto os poupadores são os detentores de quotas destes, sendo assim, os riscos de perda do principal acabam pulverizados na malha de cotistas (pensionistas). A institucionalização dos especuladores termina por bancar o risco de preço (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, etc.), uma vez que a maioria das *securities* emitidas em diferentes moedas apresentam como características prazos relativamente longos e taxas de juros fixas. Essa atuação é pautada pela utilização dos derivativos financeiros, através dos quais os especuladores fazem trocas de taxas de juros fixas por flutuantes, ou de uma moedas para outra, entre os fundos e os tomadores de recursos. As Agências de Classificação de Risco (*Credit Rating Agencies*) são outro grupo de agentes que passa a participar ativamente desse circuito. Sua função é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities*. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesse mercado é estabelecida a partir dessa classificação (Mendonça, 1994: 59-60).

É essa dinâmica financeira predominante na economia americana, característica dos seus mercados de capitais, que se impôs como paradigma ao resto do mundo, fornecendo a

Européia, por exemplo, propôs um acordo global de liberalização dos serviços financeiros, sob os auspícios da Organização Mundial de Comércio. O acordo compromete os países envolvidos a abrirem mutuamente seus mercados financeiros, com base em um tratamento de país mais favorecido. Isso significa que as concessões oferecidas a uma nação serão automaticamente estendidas às outras. Esse acordo foi ratificado em dezembro de 1997 (Cintra, 1998).

dinâmica da globalização financeira, ancorada nos títulos do Tesouro americano, na dimensão e sofisticação dos seus mercados de ativos privados (ações, títulos e moedas), nos portfólios diversificados dos investidores institucionais, nas operações cambiais estruturadas com instrumentos derivativos pelos bancos e na atuação das grandes empresas americanas que se transnacionalizaram, levando suas formas de produção e de gestão.

Os contratos de derivativos financeiros desempenharam um papel extremamente relevante em todo esse processo. De modo geral, a introdução dos derivativos possibilita um melhor gerenciamento microeconômico da posição credora e devedora das instituições financeiras e não-financeiras, face às oscilações nas taxas de inflação, de juro e de câmbio, nos preços das matérias-primas e dos produtos finais. Os derivativos permitem transformar incertezas financeiras em riscos, na medida em que o *hedge* constitui uma forma de seguro⁴. Assim, propiciam um aumento da *previsibilidade* à medida que se opera o futuro no presente. Porém, esses instrumentos se caracterizam pela transferência de riscos entre os agentes e esta possui um horizonte de tempo relativamente curto. Nos mercados organizados, os prazos máximos de negociação cobrem períodos de 12 a 16 meses. Embora os vencimentos com liquidez, isto é, aqueles em que é possível, a qualquer momento, abrir ou encerrar uma posição e que concentram a maioria dos negócios, sejam de prazos mais curtos. Em princípio, a repactuação periódica das operações de *hedge* poderia ser suficiente para assegurar a transformação das incertezas em riscos passíveis de serem monitorados por prazos mais longos. Entretanto, “as oscilações da base - diferença entre o preço à vista e o preço do futuro - podem inviabilizar a repactuação do *hedge*, em condições aceitáveis, pois incluem a taxa de juros vigente associada às expectativas sobre o futuro. Nos mercados de balcão, alguns derivativos, tais como *Forward Rate Agreement*, *Forward Exchange*

⁴ Segundo Vercelli (1991: 74, nota 3) a “contraposição entre risco e incerteza é terminologicamente ilógica e deveria ser evitada. Incerteza refere-se a qualquer situação em que não há certeza. Risco usualmente designa o ‘custo’ de uma decisão errada e se aplica em qualquer tipo de incerteza”. Assim, Vercelli (1991: 76-77) defende a hipótese de um variável grau de confiança nas projeções para o futuro dos agentes. Propõe, então, que se estabeleça uma distinção entre, num extremo, a incerteza simples (“risco”) em que “apenas uma única distribuição de probabilidade é epistemologicamente possível e seu grau de confiança é máximo” e, noutro, uma definição de incerteza no sentido heurístico de Keynes (1936), denominada “incerteza-k”, em que “nenhuma distribuição de probabilidades é considerada suficientemente confiável” (o caleidoscópio de Schacke, 1967). Entre esses dois extremos, pode haver um contínuo de acordo com o grau de confiabilidade da distribuição de probabilidades (ou peso do argumento). Essa hipótese permite apreender certos movimentos de preços que ocorrem nos mercados financeiros, pois a despeito da incerteza que predomina sobre a evolução futura de preços, as transações são efetuadas.

Agreement e os *swaps*, apresentam maiores possibilidades de alongamento dos prazos, embora o mercado tenha pouca liquidez para operações com maturidade superior a 3 ou 4 anos. No entanto, são úteis em operações de *hedge* para reduzir a incerteza financeira de prazos mais longos (inclusive elementos de decisões de investimento) em riscos passíveis de gerenciamento. Por enquanto, essas operações ocorrem em pequena escala, pois o elevado grau de alavancagem desses mercados faz com que um erro de concepção da transação acabe provocando resultados negativos potencializados ao longo de anos” (Farhi, 1997: 159). De qualquer modo, a evolução dos instrumentos derivativos no período recente permite antever, num horizonte não muito remoto, que a realização de *hedge* de longo prazo poderá reduzir as incertezas financeiras associadas aos processos de investimento produtivo.

Assim, empregados como instrumentos de *hedge*, os derivativos financeiros permitem a redução dos riscos contidos nas posições em seus ativos subjacentes, exercendo uma influência estabilizadora nos mercados de seus ativos subjacentes, melhorando a liquidez e propiciando um ajuste mais rápido dos preços a novas informações. Ademais, “os mercados derivativos financeiros formam um indicador da média das expectativas dos participantes nos mercados sobre a evolução futura dos preços dos mais diversos ativos” (Farhi, 1997: 275). Essa dimensão informacional dos preços exercida pelos derivativos financeiros representa um papel relevante na coordenação das expectativas dos agentes sobre a evolução futura das variáveis financeiras necessária à realização dos cálculos prospectivos das decisões econômicas (de produção e de investimento). Dessa forma, os mercados de derivativos financeiros podem ser considerados como uma inovação que impede a instabilidade das principais variáveis financeiras (taxa de juro e de câmbio, preço de *commodities*, etc.) de se espalhar por todo o sistema econômico. No entanto, Aglietta (1995) nos lembra que esse monitoramento das incertezas financeiras tornou-se possível com as funções desempenhadas pelos *market makers*, que atenuam as variações de fluxos resultantes dos rearranjos de portfólio dos investidores, assegurando a liquidez.

Os derivativos financeiros criados para permitir a redução e o gerenciamento dos riscos decorrentes da volatilidade dos ativos financeiros são, também e contraditoriamente, fonte de riscos mais intensos, tanto no plano microeconômico da gestão das instituições financeiras e não-financeiras que os utilizam, como no plano macroeconômico. No que se

refere aos aspectos microeconômicos, o elevado grau de alavancagem, que caracteriza a maioria desses instrumentos, faz com que sejam ideais para se tentar obter ganhos extraordinários (especulativos). São inúmeras as estratégias conduzidas pelas tesourarias dos bancos e das corporações, bem como pelos administradores de portfólio para imunizar seus investimentos quanto ao risco e/ou, simultaneamente, para desenvolver ganhos de capital. O problema é que apenas uma transação primária (empréstimo, exportação, investimento, etc.) induz uma cadeia de operações. Se cada um se desembaraça do seu risco, isso não significa que a soma dos riscos incorridos ao longo da cadeia não seja superior ao risco engendrado pela operação original (Bourguinat, 1995: 34). Ademais, a complexidade das operações aliada à falta de transparência dos mercados acarreta um aprofundamento do risco, à medida em que não se conhecem as posições (especulativas) assumidas por determinada contraparte⁵.

Em termos macroeconômicos, o crescente aperfeiçoamento dos derivativos resultou na institucionalização da atividade especulativa dentro dos sistemas monetários, de crédito e de capitais. Além disso, a utilização dos derivativos, em especial as operações de balcão, engendrou um processo de intensa integração intra e entre mercados financeiros nacionais e *off-shore*. Os agentes passaram a realizar operações em mercados específicos que se mostram mais atraentes e seguros, uma vez que podem efetuar uma operações de *hedge* de juros e, sobretudo, de câmbio. Sendo assim, ao viabilizar uma maior integração dos mercados, o desenvolvimento desses instrumentos contribuiu para a elevação da capacidade de alastramento de disfunções ocorridas neste mercado para outros. Em suma, a multiplicação dos instrumentos de transferência de risco intensifica a interconexão dos vários segmentos do mercado, inclusive de alguns muito limitados, pouco conhecidos e munidos de um pequeno número de *market makers*. A propagação pode advir de um segmento (por exemplo as opções de câmbio ou de *swaps* de longo vencimento nos mercados de balcão), passando para outros (mercados organizados e mercados de títulos subjacentes aos derivativos), criando turbulências cuja intensidade depende do grau de liquidez dos sucessivos mercados.

⁵ O crescimento dos novos mercados de derivativos pode reduzir a transparência das posições de mercado. Neste caso, os riscos aumentariam devido à redução da capacidade de reguladores e demais agentes de mercado interpretarem os sinais e controlarem os riscos adequadamente (Goodhart, 1994: 30).

Assim, os derivativos podem acentuar a instabilidade que eles não criam, sobretudo naqueles mercados muito alavancados. Nos períodos de turbulência (*crash* da Bolsa de Nova York em 1987, crise do mercado de bônus em 1994), os comportamentos miméticos e as operações por “rumores” acarretam muitas vezes um distanciamento das cotações com relação aos valores considerados fundamentais, as operações com derivativos seguem a tendência e a reforçam em vez de estabilizá-la. “Afinal de contas, essa *projeção* das operações virtuais que são os derivativos e que perturba na mesma proporção que ilumina os mercados, é realmente preocupante. O que ocorre com os *hedge funds* revela sem cessar que os derivativos estão no centro de um dos modos de gestão atuais mais especulativos e mais desmaterializados” (Bourguinat, 1995: 36-37).

A existência de diversidade de opiniões entre os agentes é fundamental para o funcionamento dos mercados derivativos. Ou seja, pressupõe-se que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que sejam compensadas entre si (*bull* e *bear* na linguagem keynesiana). Como se trata de um mercado de soma zero, os mecanismos de prevenção contra riscos de preço (derivativos de juros, câmbio, etc.) e de crédito (taxas de juros flutuantes, derivativos de crédito, etc.) são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para o outro. Não existe de fato uma eliminação do risco. Ademais, não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá numa única direção (baixista). Quando os agentes decidem realizar as mesmas posições ao mesmo tempo, o mercado quebra. Assim, as operações de cobertura de risco - eficazes aos agentes tomados isoladamente - podem, devido à concentração de ordens em momentos de instabilidade, constituir um fator suplementar de desestabilização e de perda de liquidez, já que reforçam a unanimidade. A necessidade de obter recursos monetários para liquidar posições pode transmitir a vulnerabilidade ao resto do sistema (Fahri, 1997: 272).

Em resumo, os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço e cumprem um papel de estabilização e coordenação das expectativas, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por outro lado, uma vez que operam alavancados, generalizando o “espírito especulativo” dos agentes, e como estão relacionados com amplas redes de transmissão, possuem um potencial para exacerbar

a instabilidade dos mercados, do ponto de vista macroeconômico. Nas palavras de Fahri (1997: 297): “nascidos da volatilidade dos preços dos ativos financeiros, os mercados de derivativos alimentam-se dela e podem contribuir para acentuá-la em períodos de instabilidade financeira mais pronunciada. Mas, em que pese o fato de poderem agravar a ameaça potencial das crises sistêmicas, esses instrumentos permitem aos agentes lidar com as incertezas decorrentes dessa volatilidade e os ligam íntima e permanentemente às condições que lhes deram origem”.

Num sistema baseado no mercado de capitais como o americano, a principal função dos bancos é a oferta de crédito às instituições financeiras e aos agentes que atuam nesse mercado, de modo a garantir o funcionamento do mercado à vista, isto é, garantir a liquidez das carteiras. Nesse sentido, o papel dos bancos não é tanto o carregamento dos títulos, mas o suprimento das necessidades de circulação, sendo o carregamento feito pelos poupadores, com destaque para os investidores institucionais. Porém, isso não significa que os bancos tornaram-se irrelevantes no processo de intermediação financeira por cinco razões principais. Em primeiro lugar, o crédito bancário ainda possui um peso residual considerável. Em segundo lugar, o sistema de pagamento precisa ser operado pelos sistemas bancários. Vale dizer, a liquidação das operações financeiras dos intermediários não-bancários precisa ser realizada pelo sistema bancário. Em terceiro lugar, o sistema bancário continua sendo o principal criador de liquidez, dada a faculdade emissora de crédito, associada à atuação do banco central. Em quarto lugar, os bancos entraram no jogo da intermediação dos ativos, seja como *market makers*, seja através de parcerias com fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento para operarem nos mercados de capitais. Geralmente, essas operações (derivativos, *commercial papers*, etc.) são fora de balanço. Em quinto lugar, os bancos continuam sendo o maior depositário de informações sobre as corporações não-financeiras. Portanto, mantêm um papel relevante na avaliação da qualidade dos projetos de investimento.

Contudo, o crescente envolvimento dos bancos comerciais nos mercados de capitais “significou que muito do dinheiro novo se destina a financiar os mercados de capitais, por meio de empréstimos bancários rotativos e linhas de crédito para investidores institucionais (por exemplo fundos mútuos, fundos de pensão), corretores, bancos de investimento subscrevendo novas emissões de títulos e os próprios emissores. Ao fornecerem recursos

para diferentes agentes do mercado e eles mesmos comprarem mais títulos, os bancos tornaram vários mercados financeiros mais líquidos e, portanto, mais seguros. Sua oferta de recursos também facilitou o financiamento da aquisição de ativos por meio de empréstimos. Essa *alavancagem* multiplica o ganho potencial das negociações com ativos, ao reduzir a quantidade de capital próprio investido por cada investidor. Finalmente, os bancos comerciais têm sustentado o uso de ativos como garantia para empréstimos para financiar novas aquisições de ativos, prática conhecida como *piramidização*, que permite aos investidores constituírem fortes posições de negociação com muito pouco capital próprio” (Guttman, 1996: 68).

Todo esse processo está progressivamente intrincando a administração das taxas de juro de curto prazo e de câmbio pelo Federal Reserve e pelo Tesouro americano. No entanto, isso não implica em perda absoluta de controle sobre essas variáveis. Como afirma Tavares & Melin (1997: 12): “o mundo pós-Bretton Woods deixou de operar como um sistema de reservas bancárias e cambiais dos bancos centrais há muito tempo, pois desde que a moeda interbancária se endogeneizou à escala internacional, a questão que se coloca não é mais de padrão monetário, mas se há ou não uma moeda financeira de origem pública capaz de cumprir o papel na securitização. Esta moeda existe e é, naturalmente, o dólar, sob o comando da política monetária e cambial do Federal Reserve (e do Tesouro)”.

Os procedimentos de intervenção do Federal Reserve nos mercados monetários evidenciam três tendências⁶. Em primeiro lugar, identificamos uma restrição ao recurso do sistema bancário a créditos automáticos, ou um reforço do caráter punitivo das operações de redesconto pela transformação dessa taxa no limite superior do espectro de taxas de curto prazo do mercado monetário. Em segundo lugar, verificamos a diminuição do coeficiente de reservas exigido do sistema bancário e o uso limitado desse coeficiente como instrumento de política monetária. Em terceiro lugar, observamos o emprego crescente de operações de mercado aberto e de outros instrumentos de sintonia fina para administrar a oferta de reservas e minimizar os impactos sobre a liquidez sistêmica. Essas transformações sintetizam a busca de maior flexibilidade na administração da taxa de curto prazo, dotando a política monetária de instrumentos para lidar com choques adversos, volatilidade de expectativas e pressões do mercado cambial.

⁶ Para uma discussão mais geral sobre esses pontos, ver Kneeshaw & Van den Bergh (1989).

As operações de mercado aberto são realizadas com o objetivo de manter a taxa interbancária - *Federal funds rate* - dentro de um intervalo estreito de variação. As mudanças mais significativas na operacionalização da política monetária encontram-se no desenvolvimento de novas técnicas e instrumentos para administrar as reservas bancárias e a taxa de juros de curto prazo. Alguns desses instrumentos são semelhantes aos utilizados pelos mercados financeiros privados. Em alguns casos, pressupõem transações de mercado a preços cotados pelos *dealers* desses próprios mercados. Em outros, a taxa de juros aplicável pode ser administrada de forma mais flexível pelo Federal Reserve dado que as transações realizadas têm especificidades que as diferenciam das operações regulares de crédito de mercado.

As operações no mercado secundário de títulos públicos são transações de mercado balcão, sendo que os *dealers* primários, geralmente departamentos especializados dos grandes bancos comerciais e de investimento, controlam um volume significativo das ordens de compra e venda. Esses *dealers* são chamados a efetuar ofertas para os diversos títulos, com diferentes maturidades. As alocações entre os *dealers* são realizadas pelo melhor preço de oferta que varia até o volume desejado de títulos seja colocado ou comprado. O contexto institucional dessas operações é distinto das operações de administração da dívida pública, conduzidas pelo Tesouro. A implementação da política monetária consiste essencialmente em compras e vendas no mercado secundário, conduzidas pelo Federal Reserve. Entre os novos instrumentos utilizados pelo banco central americano, destacamos as operações de mercado com títulos governamentais, moedas estrangeiras e outros ativos com ou sem cláusulas de recompra, ou as operações reversas.

Nos últimos anos, o Federal Reserve vem fazendo uso crescente das operações reversas para melhor regular seus mercados monetários. As transações de compra reversa (*Repurchase Agreement*), que consistem na compra de títulos com cláusula para recompra a um determinado preço em uma data futura preestabelecida, tornaram-se um instrumento fundamental na expansão temporária das reservas bancárias. Ao mesmo tempo, a venda e recompra (*Matched Sale Purchase Transaction*) servem como veículos de absorção temporária de reservas, sem efeito significativo no preço dos títulos subjacentes.

Esses dois tipos de instrumentos podem também ser empregados no mercado cambial. As operações reversas com divisas procuram estabilizar a taxa de câmbio e minimizar o

impacto das variações cambiais nas taxas do mercado monetário. As reservas em dólares dos principais bancos centrais são aplicadas em títulos do Tesouro americano ou no euromercado. À medida que variações dessas reservas se refletem nos movimentos de depósitos junto ao Federal Reserve, seus efeitos na disponibilidade de reservas bancárias domésticas são constantemente compensados por meio de operações de mercado aberto, alterando a taxa interbancária. Apesar de as reservas em divisas do Federal Reserve e do Tesouro serem pequenas são suplementadas, sempre que necessário, por *swaps* de divisas com outros bancos centrais (Miranda, 1997: 54-56).

Desde a “diplomacia do dólar forte”, um controle rigoroso do Federal Reserve sobre a taxa de juros e de câmbio, marcou a evolução das políticas de globalização financeira dos Estados Unidos, “praticando abertamente uma política monetária e cambial violentamente intervencionista”, independente do estágio no ciclo econômico (Tavares & Melin, 1997). Assim, o principal mecanismo de regulação desse sistema de acumulação financeira que se globalizou é a política monetária americana. Vale dizer, a política monetária dos principais países tem uma tendência a se mover de forma interdependente/interconectada com o Federal Reserve estabelecendo a direção básica. A interdependência dos sistemas financeiros nacionais num contexto de crescente liberalização dos movimentos de capitais, com portfólios cada vez mais plurimonetários, implica que uma simples tensão nas taxas dos títulos públicos de trinta anos do Tesouro americano pode abalar toda a estrutura das taxas de juros, e não apenas o segmento dos títulos. Por efeito indireto, afeta o segmento das ações e, através das exigências de margens, o dos futuros de índices, etc. Como afirma a revista *Business Week* (republicado na *Gazeta Mercantil*, 7.11.1997, p. B-20): “afinal o que acontecer no mercados dos Estados Unidos dará o tom ao resto do mundo”. Assim, a globalização financeira pode difundir, às vezes de forma devastadora, os impulsos desestabilizadores, produzidos nos pontos nevrálgicos dos mercados. Na crise das bolsas de valores de outubro de 1997, assistimos a esse fenômeno de contágio de uma forma sem precedentes, o movimento de queda dos valores das ações se iniciou em Hong Kong, se alastrou pela Ásia, Europa e rebateu nos Estados Unidos, acompanhando a mudança nos fusos horários. Em setembro de 1998, acompanhamos o resgate do fundo de investimento de risco (*hedge fund*), o Long Term Capital Management (LTCM), que poderia ter abalado o mercado de derivativos e “paralisado as finanças globais”, se não fosse a intervenção do

Federal Reserve. Com US\$ 4 bilhões em capital, tinha ativos de US\$ 120 bilhões e girava apostas, com base em empréstimos e utilizando instrumentos derivativos, que ultrapassavam um valor nocional de US\$ 1,2 trilhão. Depois dessa operação de resgate, muitos bancos de investimento revelaram detalhes de suas exposições ao LTCM e, em alguns casos, aos fundos de investimento de risco de um modo geral. Essas revelações mostraram que os bancos haviam seguido estratégias semelhantes às adotadas pelo LTCM, mas numa escala muito maior, no agregado. Noutras palavras, enquanto o LTCM tinha exposição de US\$ 80 bilhões em arbitragens entre títulos do Tesouro americano, os bancos tinham US\$ 3 trilhões comprometidos em apostas semelhantes. Esse foi o motivo fundamental da decisão do Federal Reserve em patrocinar a operação de salvamento do LTCM. Se esse fundo de investimento de risco fosse à falência e suas posições liquidadas, transformaria as apostas dos bancos em enormes prejuízos. Uma vez que as posições eram reavaliadas diariamente, os bancos teriam-se tornado tecnicamente insolvente (*The Economist*, “O papel dos fundos de *hedge* na crise mundial”, republicado na *Gazeta Mercantil*, 21.10.1998, p. B-6).

A dimensão internacional da política monetária americana decorre da combinação de vários fatores, tais como a hierarquização e a heterogeneidade própria da “mundialização do capital” e o papel desempenhado pelos Estados Unidos, a interconexão dos mercados de títulos privados, ações e moedas, e o crescimento da participação de não-residentes no financiamento do déficit público e, por conseguinte, da dívida pública americana.

Os dados para investimentos estrangeiros nos EUA, divulgados pela Securities Industry Association, mostram que em 1996 atingiram um valor sem precedentes de US\$ 480 bilhões: a circulação financeira absorveu US\$ 384 bilhões, numa combinação de demanda por papéis de renda fixa e por ações, enquanto que o investimento direto representou apenas 1/5, US\$ 96 bilhões. No final de 1996, o estoque de investimentos estrangeiros em ativos financeiros atingiu US\$ 2,4 trilhões. Os investidores japoneses detinham US\$ 277,9 bilhões em títulos do Tesouro americano, e os ingleses, US\$ 190,1 bilhões (Schwartz, 1997).

Os títulos do Tesouro americano em poder de investidores estrangeiros chegaram a US\$ 1,1 trilhão no final de 1996. Apenas nesse ano houve um crescimento de quase 33%. É o dobro do que os estrangeiros detinham em 1992 (US\$ 549,7 bilhões). Equivale ainda a 33,2% de

todos os papéis do Tesouro americano em mãos privadas. Isso num período em que as taxas de juros nos EUA ficaram estáveis ou caíram. Em 1997, os investidores estrangeiros continuaram comprando grande volume de títulos públicos americanos, atingindo US\$ 1,3 trilhão ou quase 38% do estoque detido pelos setor privado (US\$ 3,4 trilhões). Os maiores detentores de títulos do Tesouro americano eram o Reino Unido e o Japão, combinando ativos de US\$ 590 bilhões, 52% dos títulos mantidos nas carteiras dos investidores estrangeiros. Alemanha, Antilhas Holandesas, Espanha, China e Hong Kong também aparecem como substanciais detentores de títulos públicos americanos⁷. Destaca-se ainda um declínio relativo da participação das instituições financeiras oficiais (bancos centrais, BIS, FMI, BIRD, etc.) no estoque de dívida pública americana detida por investidores estrangeiros, de 52,8% em 1996 para 45,8% em fevereiro de 1998 e, por conseguinte, ampliando a participação dos investidores privados nas compras líquidas de títulos do Tesouro americano.

Os investidores americanos também procuraram ativos estrangeiros, comprando US\$ 57,9 bilhões em ações, o segundo valor mais alto da história. O recorde continua sendo o ano de 1993, quando as compras por americanos nas bolsas do resto do mundo alcançaram o valor de US\$ 62,7 bilhões. Destes, apenas 22%, ou seja, US\$ 13 bilhões foram direcionados aos mercados emergentes. A Ásia recebeu cerca de 60% (US\$ 8,1 bilhões) e a América Latina ficou com apenas US\$ 3,2 bilhões, dos quais US\$ 2,5 bilhões vieram para o Brasil.

Esses dados mostram por que os Estados Unidos se tornaram o epicentro da globalização financeira. Assim, torna-se possível compreender por que as decisões sobre as taxas de juros nos EUA afetam os mercados do mundo todo. A riqueza financeira mundial está extremamente concentrada em títulos denominados na moeda americana e as decisões do Federal Reserve e do Tesouro são decisivas em seus processos de valorização/desvalorização. Como maior devedor do mundo, os Estados Unidos dependem dos fluxos de financiamento do exterior e, portanto, da necessidade de garantir a confiança dos investidores nos títulos do Tesouro. Isso implica a manutenção de uma taxa de juros real

⁷ Devemos salientar que os dados apresentados pelo U. S. Treasury não refletem necessariamente a nacionalidade do último detentor do título negociado. Muitos investidores - privados ou oficiais - estrangeiros de títulos públicos americanos podem manter seus títulos em contas fora de seus próprios países, a fim de preservar o sigilo nas suas transações. Seguramente, essa decisão contribui para o grande volume de títulos públicos americanos arrolados ao Reino Unido, um grande centro financeiro mundial, bem como para as Antilhas Holandesas, um grande centro financeiro *offshore* (Sobol, 1998: 4).

positiva para evitar a fuga de capitais, fundando o que Chesnais (1996b: 262) denomina de um regime de taxa de juros real positiva. Inicialmente muito elevadas (entre 12% e 8%, em termos reais, de 1980 a 1984), as taxas de juros foram progressivamente caindo, à medida que o regime de financiamento das demandas públicas e privadas de liquidez nos mercados de capitais foram se estendendo para outros países.

Formou-se, então, a partir dos Estados Unidos um sistema financeiro aberto e integrado, que busca a manutenção de um rendimento real positivo. No sistema de crédito característico do pós-guerra, o relevante era a manutenção dos fluxos de financiamento pelos bancos comerciais e pelo Federal Reserve; nos mercados de capitais contemporâneos o relevante é a permanente avaliação dos estoques, pois o ajuste ocorre na variação dos preços dos ativos⁸. De acordo com Belluzzo (1995: 17, grifos no original): “os mercados de capitais, de maneira geral, tendem a *individualizar* as perdas, isto é, descarregar sobre os agentes privados o risco da inadimplência ou da iliquidez. Isso significa que essas formas são intrinsecamente deflacionárias. Dito de outra forma: as tensões de iliquidez ou de inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são ‘resolvidas’ pela queda de preços dos instrumentos financeiros. Essas características contrastam com as tendências ‘inflacionárias’ implícitas no sistema de crédito em que as situações de iliquidez e possibilidade de ‘quebra’ eram enfrentadas pelo Banco Central por meio do redesconto ou de ações de *last resort*. Por isso mesmo, nos novos mercados financeiros a *informação* elaborada pelas agências de avaliação de crédito torna-se um elemento fundamental na decisão dos investidores”.

A gestão dos estoques de ativos fica submetida a uma grande vulnerabilidade das taxas de juros às expectativas de inflação, a fim de manter um retorno real positivo. A taxa de inflação constitui uma ameaça permanente de desvalorização da massa de riqueza financeira. O sistema torna-se intrinsecamente “desinflacionista”: a inflação é um tumor que precisa ser eliminado, estabelecendo um viés deflacionário nas políticas macroeconômicas para evitar ataques especulativos contra as moedas. As taxas de juros

⁸ Sobre os processos de ajuste por variações de preços dos ativos, ver Goldstein *et alii* (1994: 2-6), que descreve a crise e os ajustes no mercado de bônus, no início de 1994.

devem permanecer relativamente baixas para possibilitar a digestão dos processos especulativos e de sobreendividamento nos ciclos de negócios cada vez mais curtos⁹.

Uma pronunciada e súbita reversão do ciclo de “inflação de ativos” pode acarretar o aparecimento de desequilíbrios patrimoniais. “Aos primeiros sinais de aquecimento do nível de atividade e diante da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados e de que as taxas de juros de longo prazo estão baixas - diante da inflação projetada - os agentes mais ágeis atiram primeiro e precipitam um *sell off*, provocando uma espiral baixista dos preços dos títulos e, conseqüentemente, as taxas de juros longas se elevam abruptamente. Com isso, o mercado emite sinais para as autoridades monetárias de que considera adequada e, ao mesmo tempo, inquietante a elevação das taxas de juros curtas. Isto explica, aliás, o aumento da volatilidade dos preços (e das taxas longas) durante as etapas de baixa do ciclo financeiro. Parece ser uma peculiaridade destes mercados de riqueza e de sua dinâmica cíclica, a endogeneização dos movimentos da taxa de juros longa e a subordinação do manejo das taxas curtas às expectativas que comandam as alterações no curso das primeiras” (Coutinho & Belluzzo, 1996: 133-134).

A condução da política econômica torna-se sensivelmente mais constrangida pela forma de atuação desses mercados globalizados. A exacerbação dos comportamentos especulativos e os volumes empregados exercem uma verdadeira “tirania” sobre as políticas econômicas e constroem as autoridades a não interferir nas suas antecipações. A magnitude dos títulos públicos em poder de investidores estrangeiros, bem como a liberalização dos mercados reforçam consideravelmente o elo entre a política fiscal (sobretudo da dívida pública) e a taxa de câmbio, e através dessa relação, também com a política monetária. Qualquer ampliação do gasto público e, por conseguinte, da dívida pública, pode provocar desconfiança nos investidores estrangeiros quanto à viabilidade futura de se honrarem os contratos de dívida. Essa desconfiança poderia desencadear um movimento de saída de capitais (ataque especulativo a moeda nacional) com profundas conseqüências desestabilizadoras. Então, as políticas nacionais ficam sob uma severa vigilância dos

⁹ Na comunidade financeira, no Tesouro e no Federal Reserve Board, generaliza-se a convicção de que a capacidade de crescimento não-inflacionário da economia americana ficou limitada entre 2 e 2,5%, uma taxa de expansão de 4,1% seria perigosamente elevada. Isso porque a inflação decorrente de um crescimento acelerado ameaçaria desvalorizar os estoques de ativos (cambiais, acionários, de títulos, imobiliários, etc.). A economia financeira, à qual o Federal Reserve reage, está mais preocupada com a inviolabilidade do mercado de títulos e associa a expansão mais baixa à solidez financeira.

investidores, impondo maior rigidez à política fiscal e elevação da taxa de juros (dado um maior prêmio de risco). Em suma, o mercado financeiro global torna-se um *censor permanente* das políticas econômicas nacionais. Segundo Bourguinat (1995: 49): “o campo de possibilidades das escolhas públicas foi ampliado pelas finanças internacionais, mas também claramente restringido, de tal forma que se pode, desde já, perguntar se não estamos indo em direção a uma ‘tirania dos mercados financeiros’?”.

Finalmente, nesse mercado de capitais globalizado o financiamento da acumulação produtiva torna-se mais seletivo, amplificando a heterogeneidade: as empresas que não dispõem de uma boa classificação de risco são excluídas ou devem pagar taxas de risco muito elevadas. “Os mercados de capitais são mais sensíveis à avaliação do risco, o que determina uma maior seletividade na escolha dos papéis oferecidos à consideração dos gestores de carteira” (Belluzzo, 1995: 18), a despeito da natureza globalizada dos mercados que permite às grandes empresas amplo acesso aos mecanismos de *hedge* e de precaução contra oscilações nas taxas de câmbio e nas condições de crédito nos diversos países onde atuam. Além disso, no contexto da globalização financeira, os rendimentos das corporações são constantemente monitorados pelos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias de seguro, etc.), detentores de grandes carteiras de ações, que têm a possibilidade de comparar tal rendimento aos demais ativos financeiros. Assim, os grupos empresariais precisam ser eminentemente rentáveis. Essa rentabilidade não pode mais ser ancorada unicamente na produção e comercialização do grupo e de suas filiais, mas deve incluir operações ativas nos mercados financeiros mundializados, inclusive no mercado de câmbio.

O crescimento dos investidores institucionais determina alterações importantes, nem de longe concluídas, nas formas de entrelaçamento entre as finanças e a indústria. Parte significativa de seus ativos financeiros está sob a forma de pacotes de ações, de maior ou menor vulto, porém suficientes para ditar as estratégias dos grupos industriais. Dessa forma, os investidores institucionais influem no comportamento do investimento ou acentuam suas características, fortalecendo a propensão às fusões e aquisições, priorizando investimentos de reestruturação e racionalização, pressionando por reduções de custos, inclusive de pessoal e automatizando de forma acelerada, etc. Trata-se de condicionar as decisões de produção e de investimento diante do objetivo dos investidores de portfólio,

mediante transformações no regime de *corporate governance*, exacerbando a busca de um rendimento financeiro mínimo de curto prazo, ancorado num lucro patrimonial (ganhos de capital na gestão dos estoques).

Os diversos administradores de dinheiro buscam a maior rentabilidade possível dos ativos e, portanto, procuram uma taxa de juros elevada (*high-expected-return*) com liquidez a curto prazo, o que contrasta com as necessidades de financiamento das empresas (taxa de juro inferior à taxa de retorno esperada dos investimentos). Isso faz com que o financiamento da inovação tecnológica fique mais complexo dado o maior risco, o resultado é uma redução na taxa de crescimento do investimento e do PIB. Nos primeiros cinco anos da década de 90, a relação entre o investimento privado líquido e o PIB situou-se em torno de 13% e, a taxa de crescimento do PIB ficou em torno de 2% aa, após expansões anuais médias de 2,8% na década de 80, 3,6% na de 70 e 5% na de 60.

Segundo Minsky (1994: 20): “tendências recentes indicam que os fundos mútuos tornaram-se o principal investimento das famílias e a precípua fonte de financiamento das empresas. O passivo dos fundos é administrado na forma de portfólios, que são continuamente avaliados pelos mercados. As técnicas de investimento dos fundos mútuos utilizam principalmente os instrumentos que podem ser negociados a partir de informações gerais disponíveis, ao contrário das informações privadas presentes num processo de contratação de um empréstimo bancário”. Noutras palavras, o sistema de financiamento da economia americana está fundado num passivo incerto, continuamente avaliado pelo mercado, bem como num sistema de pagamento baseado numa carteira de ativos públicos e privados, geridos sob a forma de investimento de portfólio pelos investidores institucionais, o que constitui um padrão profundamente instável de gestão da riqueza. No entanto, a globalização dessa forma de gestão da riqueza está induzindo um progressivo alinhamento de todos os sistemas económicos com o americano¹⁰.

¹⁰ Apesar das diferenças que ainda persistem entre os principais países, o modelo de gestão da riqueza americano (e por semelhança o inglês) se estabelece como eixo do processo, com a notável reafirmação da posição central dos Estados Unidos na dominação capitalista mundial, após 1982. Nas palavras mais prosaicas de Thomas L. Fredman (*New York Times*, *apud* Ricupero & Gall, 1997: 4): “esse fenómeno que chamamos ‘globalização’ - integração de mercados, comércio, finanças, informação e propriedade de empresas em todo o globo - é atualmente um fenómeno muito americano: usa orelhas de Mickey Mouse, come Big Macs, bebe Coca-Cola, fala em celulares Motorola e rastreia seus investimentos com a Merrill Lynch usando Windows 95. Em outras palavras, os países ligados na globalização estão na realidade se conectando a um alto grau de americanização”.

Vários problemas podem surgir dessa nova dinâmica financeira globalizada. O principal é o recrudescimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos (cambial, acionário, de títulos e imobiliário). Se o desenvolvimento dos instrumentos derivativos viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, também introduz novos riscos, sobretudo em nível agregado, uma vez que aumenta a opacidade dos sistemas financeiros, com profundos riscos de ruptura. Dada a crescente interpenetração, o risco sistêmico assume amplitude planetária. Por “risco sistêmico” entendemos o risco de instabilidade global que resulta da propagação dos movimentos especulativos nos mercados, quando a interação dos comportamentos individuais, longe de desembocar em ajustes corretivos, agrava os desequilíbrios. A “crise sistêmica” está ligada ao funcionamento do próprio sistema e não basta uma melhor repartição dos riscos individuais através da diversificação dos portfólios. Ela só pode ser resolvida por uma regulação de origem externa (extra-mercado), efetuada pelas autoridades monetárias (Aglietta, 1995: 72).

Alguns autores (Barber & Ghilarducci, 1993: 289; Guttman, 1994: 293; Tavares & Melin, 1997: 9) referem-se a esse regime de finanças mundializado como “capitalismo-cassino” (Keynes, 1936: 116). Não há dúvida de que esse comportamento foi levado ao paroxismo com a globalização financeira - “*the global casino of high finance*” (Strange, 1986: 1) -, que trouxe consigo uma nova regulação financeira mundial marcada pela lógica dos investidores de portfólios, procurando “otimizar” globalmente os rendimentos financeiros líquidos, através de operações que visam antecipar as variações dos preços dos ativos nos diferentes mercados e, assim, obter ganhos de capital, inclusive utilizando os instrumentos derivativos. Bourguinat (1995: 11) chamou esse processo de “economia internacional de especulação”. A especulação definida como uma operação que não tem nenhuma finalidade além do lucro que pode gerar. Tais operações desejadas por si mesmas, e que se baseiam na antecipação da variação dos preços dos ativos para realizar um lucro a partir de uma tomada de posição, atingiram uma proporção sem precedentes. Ou seja, o motivo especulação (Keynes, 1936) penetrou profundamente nas finanças contemporâneas¹¹. A multiplicação dos ativos dos investidores institucionais, inclusive dos *hedge funds*, e a

¹¹ Na verdade, com os instrumentos derivativos a especulação passa a determinar o comportamento de todos os agentes (financeiros e não-financeiros).

possibilidade crescente de uma gestão multimercados abriram caminho para operações até então confinadas a um grupo muito restrito de operadores especializados. A diversificação internacional torna-se cada vez mais um imperativo, o que tende a aumentar a parcela dos ativos estrangeiros nos portfólios. As compras (vendas) dos ativos estrangeiros se fazem de acordo com considerações relativas às taxas de câmbio e aos diferenciais de rendimentos esperados. Isso se torna verdadeiramente uma obsessão das diferentes tesourarias e, assim, a linha divisória entre uma gestão prudente e uma especulação fica cada vez mais tênue. Utilizando os derivativos financeiros, que causaram “uma profunda desmaterialização das finanças”, os investidores procuram gerenciar os riscos das taxas de juro e de câmbio, mas também explorar as oportunidades de um mercado que se ampliou extraordinariamente ao se globalizar (Bourguinart, 1995: 22).

Fahri (1997: 163-164) levanta a hipótese de que o crescimento e o aprofundamento dos mercados derivativos financeiros implicaram alterações no próprio conceito de especulação financeira. Atualmente, especula em ativos financeiros aquele que detém uma posição no mercado à vista ou de derivativos sem uma posição oposta no outro. Vale dizer, “consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado, com outra temporalidade no mesmo ativo ou num ativo efetivamente correlato. Essa definição permite estabelecer a distinção entre as posições especulativas, de *hedge* e de arbitragem. Posições líquidas compradas ou vendidas num mercado de ativos financeiros são, evidentemente, mantidas para tirar benefício de um esperado movimento de preços. Mas, após a criação dos mercados de derivativos financeiros e a sua difusão à maioria dos ativos, é o fato de as posições serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo, ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas, e não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados”.

Enfim, o espetáculo dos mercados financeiros contemporâneos, com o aprofundamento da dinâmica comandada pelos mercados de capitais globalizados, parece indicar que a era keynesiana - os chamados “anos dourados” do crescimento capitalista liderado pelos Estados Unidos - foi sucedida por turbulências e instabilidades, a despeito de imperar no

mundo a idéia de que os mercados são perfeitos e, portanto, tendem ao equilíbrio. Esperamos ter mostrado que os mercados operam num “desequilíbrio dinâmico” globalizado, em que os agentes econômicos, buscando livremente seus interesses, não geram uma prosperidade global, como propaga a ideologia dominante. Impõe-se a necessidade de se construírem instâncias públicas de decisão capazes de coordenar e ordenar as finanças globalizadas, bem como de disciplinar os megapoderes privados. Isso porque o mercado sozinho não pode construir uma nova organização monetária internacional, pois instituir novas regras e novas estruturas não é um processo meramente econômico, mas um ato de soberania.

Bibliografia

- AGLIETTA, Michel (1995) *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions la Découverte.
- BARBER, R. & GHILARDUCCI, T. (1993) “Pension funds, capital markets, and the economic future”. In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. financial system*. Economic Policy Institute. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello (1995) “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados ‘organizados’ ”. *Revista Economia e Sociedade*, No. 4. Campinas: IE/Unicamp.
- BOURGUINAT, Henri (1995) *La tyrannie des marchés*. Essai sur l’économie virtuelle. Paris: Economica.
- BRAGA, José Carlos de Souza (1998) “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza - um estudo sobre os Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. (Orgs) *As transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp.
- CHESNAIS, François (1996a) “Introduction générale”. In: IDEM: *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.
- CHESNAIS, François (1996b) “Mondialisation financière et vulnérabilité systémique”. In: IDEM: *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1997) “*As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro*”. Campinas: IE/Unicamp (tese de doutoramento).
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1998) “As negociações multilaterais e regionais sobre serviços financeiros e seu impacto doméstico”, in: FREITAS, M. C. P (Org.) *Abertura externa e sistema financeiro*. São Paulo: Fapesp/Edições Fundap e Brasília: IPEA/Seplan (no prelo).

- COUTINHO, Luciano G. & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996) “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. *Revista Economia e Sociedade*, No. 7. Campinas: IE/Unicamp.
- FARHI, Maryse (1997) *O Futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Doutorado).
- GOLDSTEIN, Morris; FOLKERTS-LANDAU, David *et alii* (1994) *International capital markets*. Developments, prospects, and policy issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund (World Economic and Financial Surveys).
- GOODHART, C. A. (1994) “Private financial dynamics and the challenge for the policies of the Central Banks”. *Paper* apresentado no seminário “Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional”, CEBRAP/FUNAG, São Paulo. (Tradução brasileira na *Revista Economia e Sociedade*, No. 4. Campinas: IE/Unicamp, 1995)
- GUTTMANN, Robert (1994) *How credit-money shapes the economy. The United States in a global system*. Armonk, N.Y.: M. E. Sharpe.
- GUTTMANN, Robert (1996) “A transformação do capital financeiro”. *Revista Economia e Sociedade*, No. 7. Campinas: IE/Unicamp.
- KNEESHAW, J.T. & Van den BERGH, P. (1989) “Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s”. *BIS Economic Papers*, No. 23. Basle: Bank for International Settlements.
- KEYNES, John Maynard (1936) *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan Press Ltd. (Tradução brasileira *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, “Os Economistas”, 1985).
- MARX, Karl (1867) “*O capital*. Crítica da economia política”. São Paulo: Nova Cultural, “Os Economistas”, 1985.
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de (1994) *Inovações financeiras e o papel da autoridade monetária*. Um estudo a partir da economia americana. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado).
- MINSKY, Hyman P. (1994) “Financial instability and the decline (?) of banking: public policy implications”. The Jerome Levy Economics Institute, *Working Paper*, No. 127. Annandale-on-Hudson, N.Y.
- MIRANDA, José Carlos da Rocha (1997) “Dinâmica financeira e política macroeconômica”, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (Orgs.) *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio e Janeiro: Ed. Vozes.
- RICUPERO, Rubens & GALL, Norman (1997) “Globalismo e localismo”. *Braudel Papers*, No. 17. São Paulo: Instituto Fernando Braudel de Economia Mundial/Fundação Armando Álvares Penteado.
- SCHWARTZ, Gilson (1997) “Tesouro dos Estados Unidos já está globalizado”, *Folha de São Paulo*, 2o. Caderno - Dinheiro, São Paulo, 6.4.1997, p. 2.
- SHACKLE, G. L. S. (1967) *The years of high theory*. Cambridge: Cambridge University Press. (Tradução brasileira *Origens da economia contemporânea*. Invenção e tradição no pensamento econômico (1926-1939). São Paulo: Editora Hucitec, 1991).

- SOBOL, Dorothy Meadow (1988) “Foreign ownership of U.S. Treasury securities: what the data show and do not show”. *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 4, No. 5. New York: Federal Reserve of New York, May.
- STRANGE, Susan (1986) *Casino capitalism*. New York: Basil Blackwell Ltd.
- TAVARES, M. da Conceição & MELIN, L. E. (1997) “A retomada da hegemonia americana revisitada”, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (Orgs.) *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Ed. Vozes.
- VERCELLI, A. (1991) *Methodological foundations of macroeconomics*: Keynes and Lucas. Cambridge: Cambridge University Press.

Resumo

O artigo apresenta uma hipótese de interpretação sobre a dinâmica atual do sistema monetário e financeiro americano, suas relações com as empresas, com o Federal Reserve, com o Tesouro e com o resto do mundo. Procura mostrar a emergência de um modo de funcionamento específico do capitalismo predominantemente financeiro e rentista, em que prevalece os mercados de capitais sofisticados e abrangentes, destinados a uma avaliação diária da massa de ativos (cambial, acionário, de títulos e imobiliário). Ademais, essa forma de gestão da riqueza se impôs ao resto do mundo como paradigma: as finanças passaram a operar num “espaço mundial”, hierarquizado a partir do sistema financeiro americano e viabilizado pela política monetária do Estado hegemônico, imitada pelos demais países industrializados e em desenvolvimento.