

A quarta dimensão: os derivativos em um capitalismo financeirizado

Guilherme Santos Mello
Pedro Rossi
Marcos Vinicius Chiliatto-Leite*

Resumo

Esse artigo tem como objetivo colocar em discussão o papel dos derivativos na dinâmica capitalista contemporânea. Sugere-se uma construção analítica a partir de uma leitura de Marx, onde se apresentam quatro dimensões do desenvolvimento do modo de produção capitalista. O objetivo dessa construção é destacar o mercado de derivativos como um desdobramento do capital fictício e como uma esfera particular da acumulação financeira: a quarta dimensão. A forma de acumulação proporcionada nessa esfera diferencia-se das outras formas de capital financeiro uma vez que os derivativos não negociam a propriedade em si, mas as variações patrimoniais. Argumenta-se que o mercado de derivativo atua sobre a dinâmica de preços dos estoques de ativos e condiciona a acumulação capitalista à formação dos preços futuros nesses mercados. Dessa forma, propõe-se que os derivativos não são apenas coadjuvantes no processo de acumulação financeira, mas desempenham um papel central que condiciona todo esse processo.

Palavras chave: Derivativos, Marx, Capitalismo, Financeirização.

Abstract

This paper aims to discuss the role of derivatives in the contemporary capitalist dynamics. It suggests an analytical construction, from a particular reading of Marx, which features four dimensions of the capitalist mode of production. The purpose of this work is to highlight the derivatives markets as a development of the fictitious capital and as a particular sphere of the financial accumulation: the fourth dimension. The form of accumulation provided in this sphere differs from other forms of financial capital since the derivatives do not negotiate the property itself, but the variations of property values. It is argued that the derivative markets act on the price dynamics of assets and conditions the capitalist accumulation to the determination of future prices in these markets. Thus, it is proposed that the derivatives are not only supporting the process of financial accumulation, but they play a central role which affects the entire process.

Key-words: Derivatives, Marx, Capitalism, Financialization.

JEL: P16; G10; G32

ANPEC 2011: Área 1 - Escolas do Pensamento Econômico, Metodologia e Economia Política

* Os três autores são doutorandos do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisadores do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON-IE/Unicamp). Pedro Rossi é bolsista do Centro Internacional Celso Furtado. Ademais, os autores agradecem ao prof. Dr. Ricardo Carneiro que inspirou e fomentou as discussões presentes neste artigo, além da equipe do CECON. Como de praxe, isentando-os de responsabilidade por eventuais erros e imprecisões do trabalho.

1. Introdução

O mercado de derivativos é o mercado financeiro mais importante do mundo considerando como critério o volume de operações. Apesar da importância desse mercado, observa-se uma grande escassez de estudos que se aprofundam sobre o tema no campo da Economia política, não há um conjunto de análises aprofundadas sobre a natureza desse instrumento e seu impacto no processo de acumulação de capital. Contudo, alguns textos exploratórios colocam os derivativos como variável central para dinâmica econômica, tais como Lipuma e Lee (2005), Bryan e Rafferty (2006), Blackburn (2006) e McKenzie (2010).¹

Esse estudo propõe-se a avançar na discussão dos derivativos a partir da ótica da Economia política dialogando com os autores acima citados. Para isso constroem-se analiticamente quatro dimensões da acumulação capitalista. O objetivo dessa construção é destacar o mercado de derivativos como um desdobramento do capital fictício e como uma esfera particular da acumulação financeira. Há três eixos metodológicos utilizados para caracterizar cada uma das dimensões. O primeiro é a análise marxista das formas de circulação do dinheiro e das relações de subordinação no processo de acumulação capitalista. O segundo eixo parte da análise de Bryan e Rafferty (2006) que identificam graus de separação na propriedade do capital no processo de acumulação capitalista. Já o terceiro eixo de análise é a descrição da lógica do sistema e das transformações no capitalismo em cada uma das dimensões.

Essa construção, apesar de exploratória, aponta características importantes da lógica de acumulação financeira proporcionada pelos derivativos. Na operação com derivativos não há transferência de propriedade, eles são trocados sem mudança na propriedade dos ativos subjacentes. Dada essa e outras características dos derivativos, que serão abordadas no trabalho, busca-se argumentar que os mesmos se tornam a locomotiva da valorização da riqueza quando os mercados a termo assumem a prerrogativa da formação de preços. Nesse momento, alguns dos principais mercados à vista tornam-se dependentes dos mercados a termo e a variação de preços é transmitida por arbitragem na direção oposta do usual. Pode-se dizer, de forma contraditória, que os preços à vista “derivam” dos preços futuros.

Destarte, esse estudo também dialoga com a literatura acerca da dominância financeira – representada por Chesnais (1995; 1996; 2003; 2005), Aglietta e Rebiérioux (2005), Aglietta (2006), Palley (2007), Guttmann (2008), dentre outros – que aponta o controle sobre a propriedade das empresas, representadas pelo capital acionário, como responsável pela difusão de uma lógica financeira de operação entre os agentes econômicos. Argumenta-se que a quarta dimensão exacerba a financeirização, além de conferir a ela novos contornos. O núcleo das finanças contemporâneas se desloca crescentemente das relações de propriedade representadas pelas bolsas de valores, para o mercado de derivativos onde operam os agentes que comandam a dinâmica financeira, como os grandes bancos e os *hedge funds*.² Nesses termos, o mercado de derivativos condiciona a esfera da propriedade à sua lógica ao comandar sua dinâmica de preços e desloca o epicentro das finanças dos mercados de bolsa para o mercado de derivativos.

Para além dessa introdução, o artigo se divide em quatro partes. Na parte seguinte se discute a natureza dos derivativos, ponto indispensável para iniciar a discussão, na medida em que os derivativos são instrumentos financeiros objeto de frequentes mal-entendidos acadêmicos. A seção 3 descreve as quatro dimensões do capitalismo destacando a nova forma de acumulação proporcionada pelo mercado de derivativos. A seção 4 ilustra como a lógica dos derivativos pode ser observada no capitalismo contemporâneo, particularmente no que se refere à subordinação dos mercados à vista aos mercados de derivativos. Por fim, a última seção tece considerações finais e aponta para futuros estudos.

¹ Blackburn (2006) inspirou o uso do termo “quarta dimensão”, apesar de carregá-lo com significado diverso daquele utilizado neste texto.

² “It is not household names like Nike or Coca-Cola that are the capstones of contemporary capitalism, but finance houses, *hedge funds* and private equity concerns, many of which are unknown to the general public. In the end even the largest and most famous of corporations have only a precarious and provisional autonomy within the new world of business – ultimately they are playthings of the capital markets.” (BLACKBURN, 2006:42).

2. Sobre a natureza dos derivativos

Os derivativos não são uma invenção das finanças modernas, sua origem remonta a períodos pré-capitalistas. No livro *Política*, Aristóteles descreve um contrato de opção e refere-se à venda de contratos a termo de arroz. A função original desses instrumentos é de proteger os agricultores das flutuações dos preços agrícolas. Os derivativos são, portanto, instrumentos que surgem organicamente do processo produtivo e posteriormente são apropriados e remodelados pelas finanças para potencializar o processo de acumulação financeira.

A definição mais usual de derivativos, repetida nos manuais de finanças, estipula que esses são contratos financeiros que estabelecem pagamentos futuros, cujo valor deriva de um ativo, instrumento financeiro ou ocorrência de evento. Essa definição pode ser enganosa na medida em que sugere um sentido de determinação nem sempre verdadeiro, ou seja, propõe que a formação dos preços dos contratos de derivativos depende dos preços do mercado à vista.³ No entanto, há mercados de derivativos em que os preços à vista e futuro se determinam mutuamente, e outros em que o lócus de determinação é o futuro.⁴ Dessa forma, adota-se o conceito de derivativo como um contrato bilateral que estipula pagamentos futuros cujo valor está vinculado ao valor de outro ativo (bem, índice ou taxa) ou, para alguns casos, depende da ocorrência de um evento.⁵

Uma característica importante de uma operação de derivativo é que ela representa um “jogo de soma zero” onde os ganhos são iguais às perdas:

“Mercados virtuais não criam riqueza, apenas a redistribuem entre os participantes. No agregado, só se pode ganhar, nos mercados de derivativos, os valores perdidos por outros participantes. A única riqueza criada nesses mercados é constituída pelas corretagens e emolumentos às Bolsas pagos por todos os participantes, quer tenham ganhado ou perdido dinheiro em suas operações.” (FARHI, 1998:7)

Dessa forma, se há uma pressão de operações especulativas em um só sentido no mercado de derivativos, há necessariamente agentes que assumem a outra ponta, seja para cobrir risco em operações comerciais ou financeiras, seja para arbitragem.

Para melhor entender os derivativos deve-se atentar para as três motivações que levam os agentes a operar com derivativos: o hedge, a arbitragem e a especulação. O agente *hedge* tem como motivação cobrir os riscos de suas atividades no mercado à vista.⁶ Para esse agente, a operação de derivativos tem caráter compensatório na medida em que seu resultado cobre perdas ou compensa ganhos de atividades no mercado à vista. Já as operações especulativas com derivativos são aquelas cuja posição do agente não tem correspondência no mercado à vista, logo eles estão expostos a riscos de variações de preço ou ocorrência de eventos. Por ser um contrato de duas pontas, é comum o argumento de que o especulador é fundamental para assumir os riscos das empresas produtivas e assim prover o *hedge*. Essa afirmação não é verdadeira, uma vez que o especulador pode ser dispensável em contratos onde há interesses opostos de empresas que demandam *hedge* como, por exemplo, entre uma empresa exportadora cujo risco é a apreciação cambial e uma empresa importadora que teme uma depreciação da taxa de câmbio. Nesse caso, o derivativo de câmbio atende a dois agentes com motivações *hedge* e proporciona redução de riscos para ambos ao “travar” o preço futuro da taxa de câmbio. Por fim, a operação de arbitragem é caracterizada por duas operações simultâneas, uma no mercado à vista e outra a termo, onde a motivação é de explorar distorções de preço entre as cotações nos dois mercados e obter ganhos sem risco.

³ Essa causalidade está na origem do termo “derivativo”.

⁴ Essa questão, retomada ao longo do artigo, é corroborada pela afirmação de Bryan e Rafferty (2006, p. 12): “Many empirical studies have shown that prices are first formed in derivatives markets (a process called price discovery) and are transmitted back to cash markets, while others have found that this process occurs more or less simultaneously.”

⁵ A bolsa de Chicago, por exemplo, negocia *weather futures* destinados a prover proteção contra a ocorrência de eventos climáticos. A indústria de seguros de certa forma também negocia derivativos cujos pagamentos futuros dependem da ocorrência de eventos. No entanto, a forma de tratamento do risco é bem diferente dos mercados de derivativos propriamente ditos: uma empresa de seguros lida com milhares de riscos individuais enquanto, nos mercados de derivativos, um determinado risco específico é transacionado por milhares de agentes.

⁶ “As operações de cobertura de riscos (*hedge*) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista.” (FARHI, 1999: 94).

Diferentemente de uma operação especulativa onde o resultado da operação é conhecido *ex post*, na arbitragem sabe-se o ganho *ex ante*. Essa motivação é responsável pela transmissão de preços entre o mercado à vista e futuro.

Há duas formas de liquidação dos contratos de derivativos, quais sejam: por entrega física do ativo subjacente ou por diferença financeira. Os mercados que operam com entrega física exigem das partes do contrato a entrega e o recebimento do ativo em questão. Por exemplo, um contrato a termo de petróleo com entrega física implica que em uma data futura uma das partes venderá a outra um determinado montante de barris de petróleo ao preço pré-acordado no contrato. Esse tipo de mercado restringe o conjunto de participantes àqueles que atuam na produção do produto, que usam o produto como insumo, ou que ao menos tenham a logística necessária para estocar a mercadoria. Portanto, a determinação de preços nesse mercado reflete a interação desses agentes, que de alguma forma estão ligados a produção, processamento ou estocagem dos ativos subjacentes.

Já nos mercados com liquidação por diferença financeira não há troca física dos montantes estipulados, mas um ajuste de margem em dinheiro. Esse fator permite a atuação no mercado de agentes desvinculados com a produção ou o uso do ativo subjacente e abre amplo espaço para os especuladores. Por exemplo, um investidor japonês pode vender dólares contra reais com liquidação em yen. Nesse caso, ele pode não possuir os dólares tampouco querer receber os reais, uma vez que ele está interessado apenas no resultado em yen da variação da taxa de câmbio entre o dólar e o real. Ademais, um mercado de derivativos com liquidação financeira confere aos participantes desse mercado um enorme poder de alavancagem. As restrições para o grau de alavancagem se resumem a uma margem de garantia que corresponde a um pequeno percentual do valor nocional do contrato.⁷ Nesse contexto, McKenzie (2011) afirma que o crescimento dos mercados por liquidação financeira possibilita uma elevação substancial da alavancagem dos agentes e dos volumes negociados nos mercados de derivativos, se configurando seguramente como um amplo espaço para atuação da especulação financeira.

Nesses termos, o contrato de derivativo permite uma separação entre os ativos em si e a volatilidade do preço dos mesmos. Negociam-se os atributos dos ativos e seus riscos inerentes, e não a posse, ou propriedade, dos ativos. Uma ação é um contrato que estabelece propriedade de parte de uma companhia, um título de dívida estabelece o direito à propriedade de um montante de crédito, já os derivativos não pressupõem nenhuma relação de propriedade (BRYAN & RAFFERTY, 2006). Os derivativos são precificados, comprados e vendidos sem nenhuma mudança na propriedade do ativo ao qual ele está relacionado. Dessa forma, os agentes podem “vender o que não possuem ou comprar o que não desejam possuir” (FARHI, 2010: 209).

Pode ser atribuída ao mercado de derivativos uma função social – ou macroeconômica – específica e extremamente importante: transferir risco entre agentes. Ao precificar e proporcionar a transferência de risco, os derivativos se tornam ferramentas para conviver com incertezas macro e microeconômicas.⁸ Eles cumprem um papel de estabilização e de coordenação das expectativas dos agentes e atenuam fortemente a transmissão da instabilidade financeira à esfera da produção. Nesse sentido, apesar de não criarem riqueza diretamente, os derivativos podem gerar efeitos positivos indiretos

⁷ O valor nocional corresponde ao valor de face do contrato de derivativo. Como na maioria dos casos os contratos são liquidados por diferença financeira os valores efetivamente transferidos são bem menores. Nos mercados de balcão, a exigência de margem de garantia fica a critério das partes envolvidas no contrato, já nos mercado de bolsa, há exigências de margens uma vez que a liquidação do contrato é garantida por uma contraparte central.

⁸ O fato do conhecimento sobre o futuro ser vago, instável e incerto, em uma realidade econômica não ergódica, tem implicações fundamentais sobre as decisões presentes de alocação de riqueza, como discute Keynes (1992; 1937) e vasta literatura pós-keynesiana. Para os objetivos do presente trabalho é importante explicitar claramente o significado de incerteza, que não pode ser confundido com o risco probabilístico. A incerteza significa que há eventos no transcorrer das atividades econômicas em que não há conhecimento probabilístico de seus resultados. Há eventos cujos efeitos são simplesmente não quantificáveis, ou mesmo desconhecidos, em um mundo em que o passado não se repete invariavelmente e o futuro é necessariamente incognoscível. Desse modo, no momento em que os derivativos quantificam a incerteza acerca da variação de preços, ou a incerteza sobre a ocorrência de qualquer evento, em um “risco” mensurado, reduz-se a incerteza a um “risco” supostamente conhecido e, portanto, como se fora administrável. Justamente por isso estão sujeitos a cometer erros e amplificar volatilidades.

na produção de riqueza que são consequências de como os produtores respondem à incerteza em relação aos preços.⁹

Naturalmente, quanto mais voláteis são as variáveis econômicas que afetam a produção de bens e serviços, mais importantes são os derivativos. Entretanto, a análise da importância dos derivativos torna-se mais complexa quando se admite a possibilidade do próprio mercado de derivativos gerar instabilidade dos preços macroeconômicos. Em outras palavras, eles podem resolver problemas de eficiência microeconômicos e agravar problemas de instabilidade macro.¹⁰ Nessa linha, Farhi (1998) argumenta que os derivativos são de natureza contraditória, onde a lógica inicial vira seu contrário; ao mesmo tempo mecanismos indispensáveis para cobertura de riscos e meios privilegiados de especulação que imprimem volatilidade aos mercados:

“A análise sistemática da repercussão dos derivativos financeiros mostra o papel dual, e por vezes, ambíguo desses instrumentos. Eles cumprem um papel de estabilização e de coordenação das expectativas dos agentes e atenuam fortemente a transmissão da instabilidade financeira à esfera da produção. Ao mesmo tempo, o amplo uso feito pelos agentes econômicos dos mecanismos de derivativos, seja para cobrir riscos, seja para operações de arbitragem ou ainda para especular, ligado ao poder de alavancagem presente nesses mercados possuem o potencial de exacerbar a volatilidade e a instabilidade dos mercados.” (FARHI, 1998: 262-263)

3. As quatro dimensões do capitalismo

As quatro dimensões são construções analíticas que buscam descrever a formação e o desenvolvimento do modo de produção capitalista. O objetivo dessa construção é destacar o mercado de derivativos como um desdobramento do capital fictício e como uma esfera particular da acumulação financeira. Há três eixos metodológicos utilizados para caracterizar cada uma das dimensões. O primeiro é a análise marxista das formas de circulação do dinheiro e das relações de subordinação no processo de acumulação capitalista. O segundo eixo parte da análise de Bryan e Rafferty (2006) que identificam graus de separação na propriedade do capital no processo de acumulação capitalista. Já o terceiro eixo de análise é a descrição da lógica do sistema e das transformações no capitalismo em cada uma das dimensões.

As quatro esferas apresentadas não estão necessariamente associadas a um contexto histórico específico, mas podem coexistir historicamente. Destaca-se também que a separação analítica das esferas de acumulação não implica em independência entre elas. Tampouco as relações de subordinação entre as finanças e a produção implicam em relações de autonomia absoluta da primeira ante a segunda. Ou seja, não há um processo de valorização auto-referenciado onde as finanças determinam ilimitadamente seu próprio valor, pelo contrário, a relação de subordinação sugerida não isenta a dependência da esfera financeira com relação à esfera da produção, essas são esferas inter-condicionadas. Nesse sentido, os descolamentos potenciais entre as esferas são limitados temporalmente e serão recorrentemente ajustados através de crises.

3.1. A primeira dimensão: a esfera da mercadoria

Marx (1985, livro primeiro, cap. III), dentre outras coisas, apresenta as funções do dinheiro em uma sociedade mercantil, juntamente a um esquema que explicita o processo de intercâmbio e circulação de mercadorias. O dinheiro em Marx (1985) é entendido como a mercadoria cuja função, socialmente determinada, configura-se como a de ser o equivalente geral. Isso significa que “a ação social” faz com

⁹ “However, while such derivatives may be a zero sum in monetary terms, in a broader context, they can be seen to involve a positive sum. By permitting the better planning and organization of production and trade, derivatives may generate positive effects on resource allocation and accumulation.” (BRYAN & RAFFERTY, 2006:42)

¹⁰ Quando isso ocorre cabe uma comparação que pode ser pertinente dependendo do tipo de mercado e do momento histórico: os derivativos estão para volatilidade macro assim como a indexação de preços está para inflação. Ou seja, ao mesmo tempo em que esses instrumentos são fundamentais para que o sistema econômico possa conviver com volatilidade, eles também a agravam.

que uma determinada mercadoria represente universalmente os valores das mercadorias, de modo que a mesma se conforma como o meio de pagamento socialmente aceito. Além de ser medida dos valores, o meio circulante e meio de pagamento, o dinheiro – equivalente geral – cumpre em uma sociedade mercantil outra função importante, qual seja, o de reserva de valor. Desse modo, o dinheiro pode servir como meio de “entesouramento” e conservação de valor no tempo.¹¹

A categoria analítica da “primeira dimensão” se refere à forma mais primitiva de circulação mercantil. O que Marx (1985) tratou como a “forma direta de circulação de mercadorias”, um tipo abstrato de circulação de mercadorias em relações não necessariamente capitalistas.¹² Isso quer dizer que Marx (1985) explicita a maneira pela qual, em uma sociedade mercantil (hipotética) simples, com trocas de mercadorias equivalentes e sem que o dinheiro tenha função de capital, os valores, ou os produtos do trabalho humano, são intercambiados segundo o esquema: Mercadoria (M) – Dinheiro (D) – Mercadoria (M). Nessa esfera, o dinheiro é um meio de circulação e não um fim do processo.

Destaca-se nessa esfera de circulação que não há separação entre o trabalho e a propriedade dos meios de produção. Por conseguinte, ainda não estão construídas, nessa etapa da análise marxista, as ideias de classe social, extração de mais-valia, tampouco a ideia de capital. A lógica do processo é a obtenção de uma nova mercadoria, ou seja, a produção de uma mercadoria tem a obtenção de um valor de uso como o fim, em um modo de produção pré-capitalista.¹³ O movimento de intercâmbio de mercadorias M – M se conforma em dois processos distintos – separados temporal, espacial e logicamente – que Marx (1985) denominou de “metamorfoses da mercadoria”, quais sejam: M-D, a venda; e D-M, a compra. Em síntese, trata-se de um intercâmbio de mercadorias equivalentes intermediado por uma mercadoria peculiar, qual seja, o dinheiro. Dessa forma, produz-se para obter outra mercadoria, sem preponderância da lógica do lucro.

3.2. A segunda dimensão: a esfera da produção

Marx (1985, livro primeiro, cap. IV) discute a transformação do dinheiro em capital e expõe a “fórmula geral do capital”, que se conforma como uma etapa analítica posterior à primeira dimensão apresentada acima. Na circulação de mercadorias, parte-se de uma mercadoria e encerra-se em outra mercadoria, com fins de consumo, ou nos termos de Marx, o objetivo é a obtenção de valor de uso em um processo de troca de equivalentes. Já a segunda dimensão transforma as relações de produção e a lógica do sistema torna-se a obtenção do lucro, como se argumenta a seguir.

O primeiro elemento para afastar-se da primeira dimensão se dá com a instituição do processo de circulação na forma: D-M-D, na qual, o ponto de partida é o dinheiro e encerra-se em dinheiro, como um fim; e, então, o objetivo não é mais o valor de uso, mas o valor de troca. Portanto, diferentemente da primeira dimensão em M-D-M, o dinheiro é o fim no circuito de troca de equivalentes. Assim sendo, o dinheiro é mais do que um meio de troca, torna-se a motivação da produção de mercadorias.

A segunda dimensão se constitui como esfera de acumulação quando o objetivo da produção é partir de um montante de dinheiro e no processo D-M-D’, encerrar com um acréscimo de ΔD , ou seja, um $D^2 = D + \Delta D$. O dinheiro adicional da segunda dimensão é o lucro obtido por meio do processo produtivo. Esse acréscimo de ΔD é viável com a constituição do capital no processo produtivo, em que a valorização

¹¹ Os motivos para reservar valor, entesourar, ou conservar dinheiro, são apontados por Marx (1985) como necessário para satisfação de necessidades e também fruto do “desejo”, do “fetiche” e da “forma estética” que a posse do ouro e prata representam. Os motivos para preservar valor na forma monetária, independente da forma que o dinheiro assume ser metálica, fiduciária ou ainda ser a forma de papel-moeda garantido pelo Estado, são melhores discutidos por Keynes (1992), o qual expõe os motivos e razões para “preferir liquidez”, como “propensão a entesourar”. Por fim, o debate sobre a moeda na teoria marxista e keynesiana é bastante amplo e aqui não está apresentado.

¹² Ou, eventualmente, seria possível dizer “pré-capitalista”, mas o termo poderia implicar em precedência histórica, ao passo que se quer destacar uma precedência lógica na construção do argumento de Marx.

¹³ Não configura parte dos objetivos deste trabalho discutir a teoria do valor de Marx. Supõe-se do leitor o entendimento básico do valor em Marx. Para detalhes, ver: Marx (1985, Vol. I, cap. I e II), Napoleoni (1991, cap. V), ou muitos outros textos da vasta bibliografia sobre o tema.

se dá por meio do trabalho. Ou seja, a adição de riqueza na segunda dimensão ocorre pela subordinação do trabalho ao capital, a constituição da “mais-valia” e do lucro.¹⁴

Para a constituição do lucro na segunda dimensão é necessário que estejam estabelecidas as relações de produção capitalista. Bryan e Rafferty (2006) referem-se à separação do trabalhador de seus meios de produção como o “primeiro nível de separação da propriedade do capital”. Tal separação permite a formação de uma classe de proprietários, capitalistas, e outra de trabalhadores “livres” disponíveis no mercado, de modo que a segunda dimensão é marcada pela subsunção do trabalho ao capital, que por sua vez manifesta-se na relação de assalariamento. Isso tudo em uma sociedade cujas decisões de produção são individuais e têm como um fim a obtenção de dinheiro adicional, ou a valorização do capital.

Estabelecida essa sociedade, a força de trabalho torna-se uma mercadoria, a qual quando comprada por capitalistas, tem como especificidade o fato de seu valor de uso ser justamente a capacidade de criação de valor, ou seja, uma mercadoria cujo consumo fornece um valor maior do que seu próprio valor. Uma vez que o assalariamento é inferior à riqueza total gerada pelo processo produtivo, permite-se a geração de uma renda ao capitalista. Na segunda dimensão, a obtenção do lucro é socialmente aceita como a parcela da renda do capitalista, sendo que a sua origem repousa no valor adicionado pela força de trabalho que não é pago ao trabalhador (mais-valia).¹⁵

Dessa forma, o ciclo do capital na segunda dimensão pode ser apresentado como: D-M-[Processo Produtivo]-M'-D'. O dinheiro se converte em capital produtivo no momento em que o capitalista combina as mercadorias força de trabalho e meios de produção. Após o tempo de produção, caso se efetive a venda da mercadoria produzida, haverá, ao fim do processo de produção e circulação das mercadorias, a posse de um D+ΔD nas mãos do capitalista. Desse modo, o dinheiro se converte em capital para produzir mais-valia, como discute Marx (1985, Livro Segundo).

Portanto, na segunda dimensão está definida a fórmula geral do capital, D-M-D', em que o dinheiro se valoriza na esfera da produção. Ademais, já se manifesta na segunda dimensão a necessidade de valorização incessante do capital. A circulação do dinheiro na forma capital significa que o objetivo não é a obtenção de valores de uso, tampouco serve o dinheiro, apenas, à circulação. A circulação do dinheiro como capital, que se valoriza, é um fim em si mesmo. Dadas as condições de concorrência intercapitalista, o processo de valorização não pode ser interrompido, afinal, deixar de acumular significa “perder espaço” para a concorrência e, no limite, o fim do capitalista como tal. Torna-se “o movimento do capital insaciável” (MARX, 1985, Vol. I: 129).

Em síntese, na segunda dimensão chega-se ao processo em que se inicia com um montante de riqueza e encerra-se com um incremento à riqueza original, o que é possível pela subordinação do trabalho ao capital e pela mais-valia. Portanto, na aqui denominada segunda dimensão, o dinheiro transforma-se em capital.¹⁶

3.3. A terceira dimensão: a esfera da propriedade

O primeiro elemento para a constituição da terceira dimensão, por sua vez, é a ocorrência da valorização do capital sem a mediação da produção de mercadorias, de forma que a circulação se reduz aos extremos D-D'. A forma D-D' surge, no seio da segunda dimensão, como uma forma de apoiar a

¹⁴ A circulação é etapa central para haver realização da mercadoria produzida, porém, como destaca Marx (1985), a circulação não produz valor, essa se dá na produção.

¹⁵ Mais detalhes sobre o conceito marxista de “mais-valia”, aqui apenas apresentado sem discussão profunda, ver Marx (1985, livro primeiro), apenas considerando uma frase síntese: “Esse incremento, ou o excedente sobre o valor original chamo de mais-valia (*surplus-value*). O valor originalmente adiantado não só se mantém na circulação, mas altera nela sua grandeza de valor, acrescenta mais-valia ou se valoriza” (MARX, 1985, Vol. I: 128).

¹⁶ Conclui Marx (1985, Vol. I, p. 131): “O valor torna-se, portanto, valor em processo, dinheiro em processo e, como tal, capital. Ele provém da circulação, entra novamente nela, sustenta-se e se multiplica nela, retorna aumentado dela e recomeça o mesmo ciclo de sempre de novo. D-D', dinheiro que gera dinheiro – *money wick begets money* –, diz a descrição do capital na boca dos seus primeiros tradutores, os mercantilistas”.

acumulação D-M-D'. Isso quer dizer que o crédito, por exemplo, nasce como um meio de ampliar a capacidade de mobilizar força de trabalho e meios de produção. Mais do que isso, vale lembrar que entre o D o processo de formação de M' até o D' há um tempo para a circulação das mercadorias e também um tempo para o exercício da produção, cujo total é denominado por Marx (1985) de tempo de rotação. Esse tempo a ser percorrido limita o ritmo da valorização. O crédito, por sua vez, permite reduzir o tempo de rotação do capital ao promover uma ampliação do capital dinheiro adiantado.¹⁷

Nesse contexto, o denominado capital portador de juros permite ao possuidor de dinheiro alienar o seu capital monetário a um terceiro, que o lançará na circulação, efetuará o processo produtivo e o lucro gerado terá que ser repartido. Desse modo, a origem do capital a juros se constitui como um fenômeno “orgânico” da segunda dimensão, cujos lucros gerados devem ser um limite superior à taxa de juros.

A separação dos capitalistas em capitalistas monetários e industriais, como pessoas “juridicamente” diferentes e também com papéis distintos no processo de valorização, cria a concorrência dos capitalistas em disputa por juros e lucros. Os juros devem variar de acordo com a capacidade de barganha do capitalista monetário. Enquanto os lucros são extremamente complexos, pois a incerteza acerca da realização da produção faz a variável taxa de lucro ser desconhecida *ex ante*. Ademais, comparar as diferentes taxas de lucros em diferentes atividades na concorrência capitalista é bastante impreciso. Diferentemente, a taxa de juros é conhecida, “tangível”, uniforme e fixada constantemente. Segundo Carneiro (2010, pp. 35-36),

“com o desenvolvimento capitalista, ganha autonomia o capital propriedade, a forma geral do capital, que na origem é apenas uma duplicação ou espelho, na esfera jurídica ou contratual, do capital em processo. Isso porque, com este desenvolvimento e ampliação da massa de riqueza financeira, a remuneração do capital em geral, o juro, se impõe como parâmetro geral de remuneração do capital, definindo o custo de oportunidade do capital sob a forma líquida ou a remuneração mínima das suas formas concretas de aplicação. A fluidez desse capital e as relações contratuais que lhes são próprias sustentam sua utilização como parâmetro. Ou seja, o juro constitui a remuneração do modo mais geral do capital e, portanto, um padrão para as demais formas.”

Então, pode-se resumir que há uma diferenciação quantitativa (juros \times lucros) e qualitativa (capital monetário e em função), de modo que a relação entre os juros e o lucro é conflituosa, como apresenta Marx (1985, Livro Terceiro). Essas características fazem com que o capital monetário ganhe a aparência de algo autonomizado aos olhos do portador do dinheiro, ou seja, ele aparenta deixar de ser “cota” do lucro. A valorização se autonomiza, como se o dinheiro rendesse mais dinheiro, como uma qualidade inata da moeda, o capital *par excellence*, que é pago como juros.¹⁸

Como discutido, a acumulação como D-D' se manifesta no seio da segunda dimensão. Ademais, autonomiza-se e se consolida no momento em que a dinâmica das finanças passa a subordinar a dinâmica da acumulação produtiva. Em Marx, a esfera D-D' apresenta condições de subordinar o capitalista industrial, na medida em que a centralização e concentração do capital se dão sob a tutela de bancos. O capital bancário concentrado dá ao banqueiro a capacidade de orientar os rumos da produção e barganhar taxas de juros, de modo a organizar a acumulação, o progresso do modo de produção e, assim, coordenar o “capital social”. Portanto, a valorização financeira surge, analiticamente, como uma forma de apoiar o capital em função, mas o seu desenvolvimento e sua concentração permitem que a esfera financeira exerça poder sobre a segunda dimensão.

Além do capital portador de juros, Marx (1985) traz os primeiros elementos para o entendimento do “capital fictício”, cuja autonomia com relação ao capital industrial é ainda maior que o capital a juros – o que não significa dizer que sejam completamente independentes. A constituição de instrumentos financeiros mais complexos do que o crédito, tais como os títulos, letras de câmbio, ações, são formas de capital cujo valor patrimonial correspondente a fluxos de renda esperados de um capital já realizado,

¹⁷ Nas palavras de Marx (1985, vol. III, p. 163): “Á medida que o crédito medeia, acelera e eleva a concentração de capital em uma mão, ele contribui para abreviar o período de trabalho e, com isso, o tempo de rotação”.

¹⁸ Portanto, conclui Marx (1985, Vol. IV, p. 279): “Aqui a figura fetichista do capital e a concepção do fetiche-capital está acabada. Em D-D' temos a forma irracional do capital, a inversão e reificação das relações de produção em sua potência mais elevada: a figura portadora de juros, a figura simples do capital, na qual é pressuposto de seu próprio processo de reprodução; a capacidade do dinheiro, respectivamente da mercadoria, de valorizar seu próprio valor, independente da reprodução – a mistificação do capital em sua forma mais crua.”

descontados por uma taxa de juros. Alterações no que se espera dos fluxos, ou nas taxas de juros, significa alteração na grandeza da riqueza. Dessa forma, é possível haver obtenção de dinheiro adicional sem a contrapartida da esfera produtiva, sem produzir substância associada ao valor-trabalho, ou seja, o capital fictício remunera de uma forma ainda mais autônoma e dissimulada das condições “reais”. Sendo assim, a lógica de valorização do capital fictício é a busca da valorização dos estoques de riqueza.¹⁹

Uma ampla literatura com fundamentação teórica nas contribuições de Marx e Keynes descreve a dominância das finanças no processo econômico e nas mudanças do capitalismo contemporâneo. Esses autores promovem a ideia de dominância financeira, capitalismo dominado pelas finanças, ou simplesmente “financeirização”. A financeirização, como regime de acumulação, se refere ao momento histórico em que a desregulamentação de mercados e a liberalização financeira no nível nacional e internacional – sob a égide do que se convencionou por “neoliberalismo”, após o colapso de Bretton Woods – promoveu um crescimento dos mercados financeiros e de sua importância em relação ao setor “real”.²⁰

A financeirização, descrita por autores como Chesnais (1995; 1996; 2003; 2005), Epstein (2001), Plihon (2005), Aglietta e Rebérioux (2005), Aglietta (2006), Carneiro (2007), Palley (2007) e Guttmann (2008), tem como marca a dominância da lógica patrimonial no sistema econômico. Esses autores destacam como a lógica financeira penetra no modo de operação do sistema e se manifesta na dinâmica de valorização patrimonial. Essa lógica imprime mudanças no modo de operação dos agentes econômicos que passam a administrar seus ativos com um horizonte de curto prazo, buscando ganhos patrimoniais e a manutenção dos recursos na forma líquida. Portanto, como marca central da terceira dimensão, a lógica da valorização patrimonial acaba por subordinar a esfera da produção aos seus interesses. A dinâmica dos ganhos de capital impõe seus interesses e controla o comportamento da esfera D-M-D’.

Na abordagem de Bryan e Rafferty (2006), o “segundo nível de separação da propriedade do capital”, central para a constituição da terceira dimensão, é a separação entre a propriedade e a produção (ou a gestão) – decorrente da propriedade em ações. Uma ação significa a propriedade de direitos financeiros sobre uma firma, o que dá ao acionista o direito de obter parte dos resultados gerados na produção sobre a forma de dividendos. A separação entre a propriedade, na forma de ações, e a gestão de uma firma é marca antiga, principalmente na economia americana. Na interpretação de Aglietta e Rebérioux (2005), desde a Segunda Guerra até a década de 1970 (período de Bretton Woods), em geral, o poder dos mercados esteve administrado e particularmente contido no caso dos mercados de capitais. A novidade após a década de 1970 é a progressiva preponderância dos interesses dos acionistas sobre os demais.²¹

¹⁹ Se no livro primeiro, Marx (1985) destaca que mesmo por meio de trocas de valores equivalentes há valorização no processo D-M-D’; no livro terceiro o autor explicita que os preços são “infiéis” ao valor e a acumulação se desprende do valor trabalho, dessa forma, então, a acumulação de capital “transcende” suas bases materiais inicialmente apresentadas. O capital exacerba o processo incessante de valorização e se desprende da base material – o que não significa independência absoluta. O dinheiro como objetivo, necessidade e obsessão manifesta a possibilidade de valorização D-D’. Segundo a leitura de Tavares (1998) e Belluzzo (1998), o capital a juros e fictício permitem o processo de acumulação sem necessária contrapartida da produção. Manifesta-se, assim, o ponto central do capitalismo em Marx (1985): um sistema cuja dinâmica que orienta as decisões é a valorização do valor, valorização da riqueza seja por meio da produção, seja por vias fictícias.

²⁰ Esta seção busca apenas sintetizar o argumento da financeirização, que se desenvolve no complexo contexto histórico de desmanche do arcabouço de Bretton Woods, que em detalhes pode ser visto em Chesnais (1995), Belluzzo (1997), Tavares e Melin (1997) e Carneiro (1999).

²¹ Diferentes motivos (além de diferentes especificidades nos mercados europeus e americano) tais como a fragmentação de instituições financeiras, estabilidade na posse de uma ação e a relativa dispersão da propriedade acionária em um capitalismo com finanças reguladas, explicam a incapacidade dos acionistas determinarem o comportamento dos executivos, que no período das finanças reguladas gozaram de relativa autonomia em suas escolhas de estratégias. O resultado dessa autonomia se verifica, nesse período, em uma significativa reinversão de lucros em detrimento da distribuição de dividendos (AGLIETTA & REBÉRIOUX, 2005). A partir da década de 1980 altera-se esse quadro na medida em que se consolida um processo de liberalização e integração de mercados de capitais; a adoção das regras da Governança; também houve crescimento do volume negociado em mercados de bolsas; aumento das empresas com capital aberto; aumento da participação de famílias e trabalhadores (empregados) como proprietários de ações; aliado à alta nas taxas de juros e às mudanças enumeradas acima. Processo esse que acabou por corroer a autonomia dos executivos *vis-à-vis* os acionistas.

No capitalismo dominado pelas finanças, a esfera financeira é relativamente dissociada da esfera da produção e tende a exercer sobre ela uma relação de dominância. Para Chesnais (2005), a dinâmica financeira se estabelece como norma e o mercado passa a trabalhar com uma lógica cuja finalidade não é a criação de riquezas que aumentem a capacidade de produção, mas a valorização dos ativos. Essa lógica financeira se impõe ao sistema produtivo na medida em que as ações de bolsa são controladas por agentes financeiros.

“A partir da década de 80, os proprietários acionistas despendem energia e meios jurídicos, ou quase jurídicos, consideráveis para subordinar os administradores-industriais e os transformassem em gente que interiorizasse as prioridades e os códigos de conduta nascidos do poder do mercado bursátil.” (CHESNAIS, 2005: 54).

De acordo com Aglietta (2006) e Aglietta e Rebérioux (2005), no período de hegemonia das finanças os mercados de ações passaram a ter um poder crescente para fazer seus interesses prevalecerem e obtiveram a capacidade de coordenar as decisões das corporações. O sucesso de uma firma passou a ser medido, e pautado, pelos resultados nos mercados de ações. As diferentes ações, nas bolsas de valores, são comparadas pelos investidores e podem ser negociadas a cada instante, em função de alterações nos dividendos ou mudanças nas expectativas sobre rendimentos futuros e taxas de juros. Com a alta mobilidade da propriedade e a governança,²² os interesses dos acionistas acabam por impor às corporações a necessidade de maximizar os rendimentos por ação – ainda que isso comprometa estratégias alternativas, como reinvestir lucros, alocar recursos em inovações ou buscar ampliar o *market-share*. Dessa forma, na terceira dimensão do capitalismo, a corporação fica obrigada a adotar estratégias e construir os incentivos na empresa para maximizar dividendos e aumentar o seu valor patrimonial.

Além do poder de influência dos acionistas sobre as decisões das diferentes corporações, a lógica da valorização patrimonial não se limita às corporações financeiras e não financeiras, mas é incorporada também por outros agentes do sistema. A busca da valorização da riqueza se torna preponderante sobre a própria dinâmica dos fluxos de renda, como destaca Carneiro (2007, p. 3):

“Quanto à morfologia, referente aos agentes e mercados principais envolvidos nesse processo, e às suas relações, pode-se constatar a disseminação dessa lógica, de busca de ganhos patrimoniais em detrimento daqueles oriundos dos rendimentos, em todos os agentes econômicos: famílias, empresas não financeiras e empresas financeiras. Isto corresponde, por sua vez, a uma alteração operacional nos principais mercados: o monetário, o de crédito e o de capitais.”

Em grande parte literatura acerca da financeirização, os derivativos aparecem de forma tangencial ilustrando o modo de operação das firmas cuja centralidade está na lógica patrimonial representada pelo mercado bursátil. O debate gira, portanto, na esfera da propriedade onde o capitalismo se move pela centralização da riqueza, pelas fusões e aquisições, pela valorização das ações etc. É a partir desse ponto que esse artigo propõe sua contribuição.

3.4. A quarta dimensão: a esfera dos derivativos

Na física, a discussão acerca da quarta dimensão surge com uma tentativa de introduzir o tempo nos estudos acerca dos fenômenos naturais. Sabe-se que o espaço possui ao menos três dimensões, quais sejam, largura, altura e profundidade. A quarta dimensão introduz nos modelos físicos a passagem do tempo, integrando-o as três dimensões anteriores. Já os derivativos tratam dos riscos associados à passagem do tempo, ou melhor, eles reduzem a incerteza econômica a riscos probabilísticos, e negociam esses riscos em um mercado particular. Para o agente *hedge*, os derivativos representam uma tentativa de eliminação da incerteza que envolve o processo de reprodução do capital. Eles são nesse sentido uma redução microeconômica da incerteza keynesiana. Para aqueles que especulam, o tempo é fator

²² A governança corporativa trata-se, em síntese, da clara exposição e adoção de um conjunto de processos, políticas, costumes, hábitos e instituições que regulamentam as bases de como uma empresa é administrada. Ademais, deve estar claro como os agentes envolvidos na empresa (acionistas e gestores) se relacionam e os objetivos que orientam essa empresa. Aglietta e Rebérioux (2005) discutem de que forma a governança contribuiu para que os interesses dos acionistas prevaleça sobre qualquer outro objetivo que possa comprometer a distribuição de dividendos.

determinante na obtenção de ganhos os perdas. A lógica da especulação é uma lógica temporal no sentido da antecipação de movimento de preços ou ocorrência de eventos futuros.

Os derivativos não são uma exclusividade da quarta dimensão do capitalismo. Esses instrumentos, tal como conceituado na seção 2, surgem organicamente do processo produtivo e podem ser observados em cada uma das quatro dimensões. Na primeira dimensão os derivativos se inserem para garantir a circulação da mercadoria a um dado preço, ou seja, os contratos a termo constituem uma relação de venda futura (M-D) ou uma relação de compra futura (D-M) a um preço pré-estabelecido, garantindo proteção contra a variação de preços no movimento de intercâmbio de mercadorias.

Os derivativos também são funcionais na lógica da acumulação produtiva, caracterizada como a segunda dimensão. Eles podem aparecer em várias etapas da produção de mercadorias, como para garantir preço de compra de matérias primas e insumos, na compra de seguros contra eventos que interfiram no processo produtivo, ou ainda, para garantir o preço final do produto. A garantia dos custos de produção e do preço final da mercadoria ameniza as incertezas associadas ao processo produtivo e aumenta a previsibilidade do lucro resultante desse processo (ΔD).

Na terceira dimensão, os derivativos são usados fundamentalmente para garantir a rentabilidade do capital. As relações de crédito são permeadas pela incerteza relativa à variação da taxa de juros e o cumprimento dos contratos de crédito. Os mercados de títulos e ações também estão sujeitos à incerteza do processo de valorização do capital. Frente a isso, a terceira dimensão proporciona o surgimento de líquidos e profundos mercados de derivativos que se destinam a aumentar a previsibilidade do lucro decorrente da valorização do capital.

Na quarta dimensão, entretanto, os derivativos assumem uma função inerentemente especulativa. A especulação pode ser pensada em cada uma das três primeiras esferas, no entanto na quarta dimensão ela toma a forma preponderante a ponto de subordinar as demais esferas de acumulação. Conforme proposto a seguir, os derivativos tornam-se a locomotiva da valorização da riqueza quando os mercados a termo assumem a prerrogativa da formação de preços. Nesse sentido, como proposto por Lipuma e Lee, (2005) os derivativos são uma “forma funcional por excelência do capital especulativo”. A quarta dimensão nada mais é do que a tentativa de propor um tratamento diferenciado dessa esfera de acumulação do capital.

Conforme desenvolvido na seção 3.2, o capital tem o poder de produzir lucros por meio da produção e apropriação de mais-valia. Por sua vez, o dinheiro é capital na medida em que ele move o processo produtivo e nele gera riqueza adicional. Ou seja, o dinheiro entra no circuito, se transforma em capital, passa pelo processo produtivo e volta a assumir a forma dinheiro no final do processo. Ele é, portanto, o meio e o objetivo do processo. Com o capital a juros e fictício, descrito na seção 3.3, o capitalismo assume uma forma mais exterior e mais fetichista. O dinheiro-capital adquire autonomia aparente para seguir sozinho o caminho de sua valorização. Seja o capital a juros, apoiado no sistema de crédito, que proporciona ao dinheiro a propriedade de criar riqueza ou acrescentar a seu próprio valor com independência da produção; seja a valorização patrimonial, em que os estoques de riqueza podem se valorizar independentes de contrapartida da esfera real. Nessa dimensão, a financeirização permite que a forma D-D' passe a subordinar a produção e, também, o próprio trabalho.

Já a nova forma de acumulação proporcionada pelos mercados de derivativos, tem uma particularidade fundamental: ela independe de um investimento inicial para o processo de valorização. Neste estágio o capital fictício assume a sua forma mais abstrata. Se antes a fórmula da valorização do capital podia ser denotada por D-D', onde $D' = D + \Delta D$, propõe-se que na esfera dos derivativos a forma de valorização do capital pode ser denotada simplesmente por ΔD^* . A notação ΔD^* propõe evidenciar de um lado inexistência de capital prévio (D), de outro a forma (*) busca denotar uma diferença na natureza do ganho da operação.

Ao contrário das formas anteriores, a forma ΔD^* prescinde do dinheiro como meio para a valorização. Isso quer dizer que o dinheiro continua sendo um fim do processo de valorização, mas ele perde relevância como meio, assim como o sistema de crédito. A alavancagem, característica dos mercados de derivativos, não implica em relações de crédito propriamente ditas. Essas relações, assim como os juros associados à forma dinheiro, estão incorporadas na precificação dos contratos de derivativos. O preço futuro de um ativo qualquer é dado não apenas por expectativas dos agentes em

relação à variação de preço desse ativo, mas pela taxa de juros, que consiste em um custo de carregamento desse contrato.²³

A natureza dos rendimentos da quarta dimensão é distinta daquela proporcionada nas dimensões anteriores. Como visto, o ganho obtido pelo capitalista na segunda dimensão é o lucro derivado da mais-valia; e na terceira dimensão o ganho tem como origem a valorização do patrimônio ou o recebimento de juros. Já o ganho obtido em uma operação com derivativos pode ser considerado um ganho de “cassino”,²⁴ ou seja, um ganho oriundo da mera aposta na variação de preços de um ativo que não se possui.²⁵ Os ganhos nesses mercados são proporcionados pela especulação que, entre os grandes *players* do mercado, se manifesta sob a forma de estratégias consolidadas que buscam a manipulação de informações e a formação de convenções que tenham o poder de distorcer preços.

Nesta nova dimensão, portanto, o processo de acumulação do capital se desloca da esfera patrimonial propriamente dita. Isso porque uma importante característica dos derivativos é o fato de que a posse deste não implica em participação na propriedade do ativo subjacente.²⁶ Bryan e Rafferty (2006, p. 74) se referem a esta separação como sendo o terceiro grau de separação da propriedade do capital, e assim definem:

“The third degree of separation of capital ownership involves the process by which capital ownership is separated from company ownership and capital competes as itself. We have already described this separation in its most obvious form: that ownership of a share derivative (option or futures contract) is different from ownership of a share itself. The share derivative (such as a futures contract on a firm or the market index) gives its owner exposure to the performance (price and profitability) of the company (or group of companies) in a form that is more flexible than direct share ownership.”

Outra característica central do mercado de derivativos é sua transversalidade, entendida como a capacidade de integrar diversos mercados. O mercado de derivativos busca transformar a incerteza econômica em riscos probabilísticos, precificados e intercambiáveis. Esses instrumentos possibilitam que os diferentes ativos financeiros sejam mensurados sob uma mesma unidade de medida, “*commoditizando*” os riscos e integrando os diversos mercados.²⁷ Dessa forma, o mercado de derivativos leva a mobilidade do capital ao limite e possibilita trocas de rentabilidade dos estoques de riqueza globais. A figura 1 ilustra o processo referido: no mercado de derivativos pode-se trocar a rentabilidade de uma ação pela variação da taxa de juros de um país, apostar pela apreciação de uma taxa de câmbio, pela moratória da dívida soberana de outro país etc.

²³ A taxa de juros é um parâmetro que estabelece as relações de arbitragem entre o mercado à vista e a termo. A taxa de câmbio futura, por exemplo, é dada pelo preço à vista mais o diferencial entre as taxas de juros das duas moedas negociadas. Já os preços futuros de commodities incorporam, além da taxa de juros, os custos de estocagem e transporte do ativo subjacente.

²⁴ Seguimos aqui a nomenclatura empregada por Strange (1997) e McKenzie (2010) que, ao descrever o estado atual do capitalismo financeiro, nomeiam-no de *Casino Capitalism*, em particular dado o papel crescente dos derivativos na lógica de valorização do capital.

²⁵ Vale notar que o ganho pode advir da valorização ou da desvalorização dos estoques de capital, ou seja, a queda do preço do ativo subjacente pode trazer ganhos, desde que a aposta tenha sido feita na direção correta.

²⁶ Blackburn (2006), ao cunhar o termo “*grey capitalism*” chama atenção para essa característica de dissociação da propriedade do ativo e da negociação sobre variações de preço do mesmo, assim como para a “opacidade” (McKenzie, 2009, p. 2009) das relações sociais que se encontram subjacentes a cada ativo. Ou seja, as relações de propriedade e responsabilidade se encontram “nubladas” diante da complexidade das operações financeiras.

²⁷ Esta característica, já presente na terceira dimensão mas reforçada pelo mercado de derivativos, é chamada por Bryan e Rafferty (2006) de *blending*, trazendo consigo inúmeros aspectos relevantes dos mercados de derivativos. O fato dos derivativos serem capazes de comensurar os diferentes ativos está diretamente relacionado à capacidade dos derivativos de “commoditizar os riscos”, ou, como afirmam Lipuma e Lee (2005), “objetivar o risco abstrato”. Rotta (2008), ao salientar tal questão como um processo social de abstração do concreto, afirma que “os derivativos somente podem ser precificados se houver um processo de abstração real dos riscos específicos em um risco abstrato – assim como a mercadoria só tem um preço porque a sociabilidade do mercado reduziu as diversas concretudes a uma abstração real.” (ROTTA, 2008: 189)

Figura 1 – A transversalidade e integração dos mercados por meio dos derivativos



Fonte: elaboração dos autores

Nestes mercados de derivativos, altamente desregulados, a necessidade de capital prévio é muito baixa ou inexistente. Sendo assim, os derivativos são instrumentos usados para evitar as regulações prudenciais. Um contrato de derivativo não afeta o patrimônio das empresas tampouco costuma constar nos balanços. Podem-se realizar apostas sem a necessidade de depósitos de garantia, o que incentiva os agentes a entrarem nestes mercados altamente alavancados. Ademais, conforme exposto na seção dois, o crescimento dos mercados de liquidação financeira possibilita uma elevação nos volumes negociados nos mercados de derivativos.

O resultado da transversalidade, unida à elevada alavancagem e aumento do volume de transações, é a precificação constante dos estoques de ativos financeiros. Os derivativos tornam-se a locomotiva da valorização da riqueza quando os mercados a termo assumem a prerrogativa da formação de preços. Nesse momento, alguns dos principais mercados à vista tornam-se dependentes dos mercados a termo e a variação de preços é transmitida por arbitragem na direção oposta do usual. Pode-se dizer, de forma contraditória, que os preços à vista “derivam” dos preços futuros.

Concluindo, a quarta dimensão se consolida quando a lógica dos ganhos por apostas, em mercados de grande liquidez e alta alavancagem, é capaz de precificar bens e ativos centrais. Sendo assim, o mercado de derivativos passa a assumir cada vez mais a função de *locus* privilegiado da circulação, precificação e valorização do capital fictício, subordinando a lógica da valorização nas dimensões anteriores. A próxima seção apresentará alguns exemplos de mercados em que essa relação de subordinação aparece de forma mais clara.

4. A quarta dimensão e o capitalismo contemporâneo

O mercado de derivativos é o mercado mais importante do mundo considerando como critério o volume de operações. Segundo o BIS, o valor nominal dos derivativos nos mercados de balcão em dezembro de 2009 eram em torno de US\$ 600 trilhões. Esse montante desmedido excede com folga as necessidades reais da economia: a título de comparação, ele corresponde a mais ou menos 10 vezes o PIB

mundial e 35 vezes o estoque de ações global.²⁸ Trata-se de um mercado que, além de atender as demandas de *hedge* dos fluxos de comércio e serviços, negocia a variação do estoque de riqueza global, trocando diferentes formas de rendimento do capital e mudando constantemente a sua denominação monetária.

Tendo isso em conta, essa seção procura ilustrar como a lógica dos derivativos descrita na seção anterior pode ser observada no capitalismo contemporâneo, particularmente no que se refere à subordinação dos mercados à vista aos mercados de derivativos. Esse fenômeno não é generalizado em todos os países tampouco em todas as categorias de ativos, mas pode ser identificado em muitos dos principais mercados do capitalismo contemporâneo. Dentre os mercados dominados pela “lógica dos derivativos” destacam-se quatro dos mais importantes, analisados separadamente em seguida: os mercados de câmbio, juros, *commodities* e de crédito.

O mercado de derivativos de câmbio está internacionalmente interligado por plataformas eletrônicas que permitem operações futuras entre dezenas de moedas nacionais (ou regionais).²⁹ Essas plataformas são operadas por grandes bancos que formam posições especulativas, fazem corretagem ao atender as demandas do varejo e arbitram com outros mercados como, por exemplo, os mercados futuros das bolsas de valores e o mercado à vista. O padrão das principais economias é um mercado de derivativo de câmbio muito mais líquido e profundo do que o mercado à vista. Dentre os motivos para essa assimetria de liquidez está a facilidade de acesso, a ausência de regulação e os custos de operações usualmente menores (impostos, controles de capital e custos operacionais).

Uma das consequências dessa liquidez é a transferência da formação da taxa de câmbio do mercado à vista para o mercado a termo. Com isso, a flutuação cambial passa a obedecer a critérios financeiros. Isso vale tanto para os países centrais, com mercados de derivativos de câmbio mais profundos, como para países da periferia como mostram Dodd e Griffith-Jones (2007) para o caso do Brasil e do Chile.

Uma vasta literatura aponta as operações especulativas de *carry trade* como responsáveis por desajustamentos cambiais em moedas do centro e da periferia, dentre ela UNCTAD (2007), Galati *et al.* (2007), Flassbeck e La Marca (2007) e Rossi (2010).³⁰ Esses trabalhos mostram que ao se submeter à lógica especulativa, as taxa de câmbio tornam-se sujeitas a distorções. Dessa forma, alteram-se os preços relativos dos estoques de riqueza de uma economia, os preços dos bens e serviços, e o setor produtivo fica submetido a uma dinâmica de preço exógena aos parâmetros de produtividade.³¹

O mercado de derivativos de juros tem como função proporcionar *hedge* para os agentes que querem proteger suas aplicações das variações da taxa de juros de uma economia. A formação da taxa de juros nesse mercado expressa também as expectativas dos agentes quanto à definição da taxa básica de juros pelo banco central. Esse mercado é extremamente importante para o sistema bancário, pois é nele que se forma a curva de juros a termo que é referência para as operações de crédito de prazos variados.

A influência dos derivativos no mercado de juros ocorre quando a determinação dos juros básicos de uma economia pela autoridade monetária obedece às expectativas dos mercados a termo. Nesse caso, não se trata de um problema de liquidez de mercado, mas de um problema político. Em situações normais, o Estado, com o monopólio de emissão da moeda, tem o poder de estabelecer a taxa de juros que remunera os títulos públicos de curto prazo, considerados um dos ativos mais líquidos de uma economia.

No entanto, a teoria econômica dominante estipula que o banco central deve atender as expectativas representadas na curva a termo na medida em que elas representam a forma mais eficiente de

²⁸ A estimativa do FMI, divulgada no World Economic Outlook de abril de 2010, para o PIB mundial em 2010 é de US\$ 61,7 trilhões. Para o mercado de ações, o valor do estoque global foi de US\$ 17,1 trilhões em 2007, número que se reduziu para US\$ 9 trilhões em 2008 com a crise financeira (dados da CPIS, Agosto de 2010).

²⁹ Há duas principais plataformas eletrônicas de transações e corretagem cambial: a *Reuters 2002-2 Dealing System* (Reuters) e a *Electronic Broking System Spot Dealing System* (EBS).

³⁰ A operação de *carry trade* consiste em uma estratégia financeira que busca usufruir de diferenciais de juros entre moedas e o agente fica exposto à variação cambial. No mercado de derivativos de câmbio o agente fica comprado na moeda de taxa de juros alta e vendido na moeda mais de taxa de juros baixa. Quando o volume de operações é significativo o *carry trade* aprecia a moeda de altos juros e deprecia a moeda de baixos juros.

³¹ Para Kregel (2010:1) “Derivatives contracts have been crucial in subverting the impact of exchange rates on the adjustment process and thus on the profitability of export firms in surplus countries.”

processamento da informação disponível.³² E, de fato, muitos bancos centrais atendem à formação de preços dos mercados de derivativos de juros para manter a “credibilidade” e “transparência” frente ao mercado. Nesse aspecto, os derivativos são instrumentos de pressão frente às autoridades monetárias e de influência política na determinação da taxa de juros, preço chave que remunera os estoques de riqueza e onera a geração de renda pelo setor produtivo.

Alguns mercados de *commodities* são outros exemplos de dominância dos derivativos, onde os preços à vista são conduzidos pela especulação nos mercados futuros. No trecho a seguir, Mayer (2009) aponta com clareza a crescente importância dos mercados futuros como responsável pelos desvios dos preços de *commodities* em relação aos fundamentos:

“The increasing importance of financial investment in commodity trading appears to have caused commodity futures exchanges to function in such a way that prices may deviate, at least in the short run, quite far from levels that would reliably reflect fundamental supply and demand factors. Financial investment weakens the traditional mechanisms that would prevent prices from moving away from levels determined by fundamental supply and demand factors – efficient absorption of information and physical adjustment of markets. This weakening increases the proneness of commodity prices to overshooting and heightens the risk of speculative bubbles occurring.” (MAYER, 2009: 23)

Recentemente, os mercados de derivativos de algumas *commodities*, como petróleo, tornaram-se espaços privilegiados de especulação fazendo com que a trajetória dos preços à vista acompanhe os ciclos de liquidez internacionais. O impacto sobre a economia real ganha importância quando se considera que os preços de *commodities* são determinantes para a trajetória da inflação ao nível global. O estudo de Unctad (2011), amparado em entrevistas com agentes do mercado de *commodities*, aponta que a atuação dos especuladores termina por afastar os produtores do mercado de derivativos:

“The common view was that the role of financial investors had become more important in recent years. Due to their financial strength they could move prices in the short term, leading to increased volatility, which may harm markets and drive hedgers with an interest in the physical commodities away from commodity derivatives markets. The increased volatility had resulted in more margin calls and thus higher financing requirements.” (UNCTAD, 2011: 48)

Por último, o mercado de crédito também é afetado pela lógica dos derivativos. Além do efeito indireto da formação da taxa de juros, podemos observar que, ao menos em economias centrais, há um impacto direto dos derivativos nestes mercados. O exemplo mais notável advém das condições que levaram a economia norte-americana à crise de 2008 onde o boom de crédito – que inflou os preços de imóveis e ações - só foi possível pela pulverização de riscos no sistema através dos derivativos. Não cabe aqui, retomar a descrição da crise do *subprime*, mas convém destacar o papel central dos derivativos no processo que condicionou a dinâmica de preços na esfera da propriedade.

Os anos que antecederam a crise americana foram de multiplicação de derivativos de crédito no sistema financeiro americano. Os CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) de hipotecas, por exemplo, são um tipo de produto estruturado cujo valor dependia do pagamento das hipotecas de diferentes perfis de devedores. Os grupos de hipotecas eram “empacotados” em *tranches* e classificados pelas agências de risco. Essa inovação financeira é exemplo de uma característica dos derivativos em geral: a de separar os atributos de um ativo para torná-lo vendável, nesse caso, carteiras de crédito foram desmanteladas, reorganizadas, classificadas e vendidas como *commodities*³³ em mercados de grande liquidez secundária. Para dar garantia aos contratos de CDO fez-se uso de um derivativo, o CDS (*Credit Default Swap*) que, grosso modo, é um seguro em caso de “default” do CDO. Esses derivativos, por um lado cobriram os riscos de diversas instituições, proporcionaram um boom de crédito sem precedentes, e assim espalharam

³² “Neo-classical (market efficiency) theorists view financial markets as consensus-creating systems of information exchange.” (TOPOROWSKI, 1999)

³³ Bryan e Rafferty (2006) ilustram essa característica dos derivativos: “A unique asset, for which there may be quite a small market, can be dismantled into generic attributes for which there is a large market. By ‘dismantling’ assets into tradable attributes, the focus shifts from the particularity of the asset itself to the universality of its attributes.” (BRYAN & RAFFERTY, 2006: 52). Adicionalmente, a seção 3.4 discutiu a questão da *commoditização* dos riscos.

dinamismo econômico no sistema, mas por outro lado, aumentaram o risco sistêmico da economia americana.³⁴

O episódio da crise também é ilustrativo de um processo, mais geral, válido para todos os mercados, no qual os derivativos não proporcionam às finanças uma autonomia absoluta. Ou seja, não há um processo de valorização auto referenciado onde as finanças determinam ilimitadamente seu próprio valor, pelo contrário, a relação de subordinação sugerida não isenta a dependência da esfera financeira com relação à esfera da produção, essas são esferas inter-condicionadas. Nesse sentido, os descolamentos potencializados pelo mercado de derivativos são limitados e serão recorrentemente ajustados através de crises.

Observações finais

Com o objetivo de organizar uma agenda de pesquisa, este trabalho procurou se debruçar sobre o papel central exercido pelo mercado de derivativos no capitalismo contemporâneo. O que se busca argumentar é que estes instrumentos financeiros têm trazido diversas implicações para a dinâmica das economias capitalistas, de modo a constituir uma nova esfera de acumulação, denominada aqui de quarta dimensão.

Nesta nova dimensão, podem-se observar três grandes transformações em relação às dimensões anteriores. A primeira diz respeito ao surgimento de novas relações de propriedade, marcada pela separação entre a propriedade dos ativos e a propriedade dos direitos sobre o desempenho destes ativos. A segunda alteração diz respeito à nova natureza do ganho obtido nas operações de derivativos, denominado aqui de ganho de cassino. Por fim, tais transformações criam as condições para se pensar uma relação de subordinação das dimensões anteriores à quarta dimensão, que se consolida no momento em que a esfera dos derivativos se torna o *locus* central de determinação de preços à vista em mercados-chave. O quadro a seguir procura sintetizar a argumentação analítica desenvolvida ao longo do texto.

Quadro 1 – As quatro dimensões do capitalismo

	Circulação do dinheiro	Relação de propriedade	Relação de subordinação	Lógica do sistema
1ª DIMENSÃO Esfera da mercadoria	M-D-M	Produtor é proprietário do meio de produção	-	Subsistência
2ª DIMENSÃO Esfera da produção	D-M-D'	Separação entre o trabalho e a propriedade dos meios de produção	Subordinação do trabalho ao capital	Lucro pela extração da mais-valia
3ª DIMENSÃO Esfera da propriedade	D-D'	Separação entre propriedade da empresa e a gestão da produção	Subordinação do capital produtivo ao capital financeiro	Valorização patrimonial
4ª DIMENSÃO Esfera dos derivativos	ΔD^*	Separação entre a propriedade dos ativos e a propriedade da performance dos ativos	Subordinação da esfera da propriedade à esfera dos derivativos	Ganhos com apostas

Fonte: elaboração dos autores

³⁴ O processo que levou a crise americana exemplifica a forma aguda como ocorre à competição na esfera dos derivativos. Instituições que vendiam CDOs ao mesmo tempo compravam CDS para especular contra os instrumentos que recomendavam para seus clientes. Ou seja, sabia-se da alta probabilidade de *default* e fazia-se uso dessa informação para obter ganhos à custa de perdas alheias. Além disso, também estavam presentes nesse processo episódios de fraude, manipulação de informações e corrupção das agências reguladora.

Entender a importância desses instrumentos no capitalismo contemporâneo abre espaço para o desenvolvimento de pesquisas em diversos campos da Economia política, da macroeconomia e da Economia do desenvolvimento. As ideias aqui colocadas, longe de serem definitivas, apontam para a necessidade de estudos mais aprofundados sobre o tema. O assunto merece tratamento teórico mais profundo, tanto dentro da construção marxista, ao avaliar esses instrumentos financeiros como um desdobramento do capital fictício e uma esfera particular de acumulação do capital; quanto da teoria keynesiana/minskyana, buscando-se avaliar o impacto de tais instrumentos para volatilidade e instabilidade do sistema.

Referências

- AGLIETTA, M. (2006). The future of capitalism. In Coriat, Petit, & Schméder[Eds], *The hardship of nations: exploring the paths of modern capitalism* (pp. 9-35). Cheltenham: Edward Elgar.
- AGLIETTA, M., & REBÉRIOUX, A. (2005). *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Cheltenham: Edward Elgar.
- BELLUZZO, L. G. (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: M. Tavares, & J. L. Fiori[Orgs], *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização* (pp. 151-194). Petrópolis: Editora vozes.
- BELLUZZO, L. G. (1998). *Valor e capitalismo: um ensaio sobre a economia política*. Campinas: IE/Unicamp.
- BLACKBURN, R. (2006). Finance and the Fourth Dimension. *New Left Review*, 39, 39-70.
- BRYAN, D., & RAFFERTY, M. (2006). *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of financial derivatives, capital and class*. Chippenham: Palgrave macmillan.
- CARNEIRO, R. (1999). A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. *Texto para Discussão. IE/UNICAMP*, 90.
- CARNEIRO, R. (2007). Globalização e integração periférica. *Texto para Discussão. IE/UNICAMP*, 126.
- CARNEIRO, R. (2010). Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira. In: L. MARCOLINO, & R. CARNEIRO, *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude.
- CHESNAIS, F. (1995). A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. *Economia e Sociedade*(5), 1-30.
- CHESNAIS, F. (1996). *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã.
- CHESNAIS, F. (2003). A 'nova economia': uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense. In: Chesnais, Duménil, Lévy, & Wallerstein, *Uma nova fase do capitalismo?* (pp. 43-70). São Paulo: Xamã.

- CHESNAIS, F. (2005). O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: F. CHESNAIS[Org], *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo.
- DODD, R., & GRIFFITH-JONES, S. (2007). *Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC).
- EPSTEIN, G. (2001). Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy. *mimeo, Department of Economics, University of Massachusetts*.
- FARHI, M. (1998). *O futuro no presente: um estudo sobre o mercado de derivativos financeiros*. Campinas: Tese de doutorado. IE/UNICAMP.
- FARHI, M. (1999). Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*(13), 93-114.
- FARHI, M. (2010). Os impactos dos derivativos no Brasil. In: L. MARCOLINO, & R. CARNEIRO, *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude.
- FLASSBECK, H., & LA MARCA, M. (2007). *Coping with globalized finance: Recent Challenges and Long-term Perspectives*. Genebra: UNCTAD.
- GALATI, G., HEATH, A., & MCGUIRE, P. (2007). Evidence of carry trade activity. *BIS Quarterly Review*, 27-41.
- GORDON, R., & DEW-BECKER. (2007). Unsolved Issues in the Rise of American Inequality. *presented at Brookings Panel on Economic Activity, Washington*.
- GUTTMANN, R. (2008). Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos Estudos*, 82, 11-33.
- KEYNES, J. M. (1937). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, February.
- KEYNES, J. M. (1992). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (Original 1936 ed.). São Paulo: Atlas.
- KREGEL, J. (2010). Structured Derivatives Contracts, Hedging Exchange Appreciation and Financial Instability: Brasil, China and Korea. In: *University of China. Conference "Financialization, Financial Systems and Economic Development" 8-9 November 2010*.
- LIPUMA, E., & LEE, B. (2005). Financial derivatives and the rise of circulation. *Economy and Society*, 34(3), 404-427.
- MARX, K. (1985). *O Capital* (Os Economistas, original: 1867 ed., Vols. I, II, III, IV e V). São Paulo: Nova Cultural.
- MAYER, J. (2009). The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets. *UNCTAD Discussion Papers*(195).

- McKENZIE, R. A. (2011). Casino Capitalism with Derivatives: Fragility and Instability in Contemporary Finance. *Review of Radical Political Economics*, 43(2), 198-215.
- NAPOLEONI, C. (1991). *Smith, Ricardo, Marx: considerações sobre a história do pensamento econômico* (7 ed.). Rio de Janeiro: Graal.
- PALLEY, T. (2007). Financialization: What it is and why it matters. *Levy Economics Institute Working Paper*, 525.
- PLIHON, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pelas finanças. In: F. CHESNAIS[Org.], *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- ROSSI, P. (2010). O Mercado internacional de moedas, o carry trade e as taxas de câmbio. *Textos avulsos. Observatório da Economia Global. IE/UNICAMP*(5).
- ROTTA, T. N. (2008). *Dinheiro inconversível, derivativos financeiros e capital fictício: a moderna lógica das formas*. São Paulo: Dissertação de mestrado - Universidade de São Paulo.
- STOCKHAMMER, E. (2000). Financialization and the Slowdown of Accumulation. *Working Paper Series, Vienna University of Economics and Business Administration*, 14.
- TAVARES, M. C. (1997). Pós-escrito de 1997: A reafirmação da hegemonia norte americana. In: M. Tavares, & J. L. Fiori[Orgs], *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização* (pp. 55-86). Petrópolis: Editora vozes.
- TAVARES, M. C. (1998). *Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira*. Campinas: IE/Unicamp.
- TOPOROWSKI, J. (1999). *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. London and New York: Routledge.
- UNCTAD. (2007). *Trade and Development Report*. New York and Geneva: United Nations.
- UNCTAD. (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information*. New York and Geneva: United Nations.