



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

RODRIGO DI PROSPERO JOURDAIN

**O FUTURO DEVORANDO O PRESENTE: OS EFEITOS
DA CIRCULAÇÃO DERIVATIVA SOBRE A
REPRODUÇÃO CAPITALISTA**

Campinas
2020



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

RODRIGO DI PROSPERO JOURDAIN

**O FUTURO DEVORANDO O PRESENTE: OS EFEITOS DA
CIRCULAÇÃO DERIVATIVA SOBRE A REPRODUÇÃO
CAPITALISTA**

Prof.^a Dr.^a Adriana Nunes Ferreira – orientadora

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de Teoria Econômica.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO RODRIGO DI
PROSPERO JOURDAIN, ORIENTADA PELA PROF.^a
DR.^a ADRIANA NUNES FERREIRA.**

**Campinas
2020**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

J825f Jourdain, Rodrigo Di Prospero, 1990-
O futuro devorando o presente : os efeitos da circulação derivativa sobre a reprodução capitalista / Rodrigo Di Prospero Jourdain. – Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Adriana Nunes Ferreira.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Derivativos (Finanças). 2. Financeirização. 3. Oligopólios. 4. Avaliação de ativos - Modelo (CAPM). 5. Moeda. I. Ferreira, Adriana Nunes. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: The future devouring the present : the effects of derivative circulation on capitalist reproduction

Palavras-chave em inglês:

Derivatives (Finance)

Financialization

Oligopolies

Capital assets pricing model

Money

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Adriana Nunes Ferreira [Orientador]

Alex Wilhans Antonio Palludeto

Carla Cristiane Lopes Corte

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Simone Silva de Deus

Data de defesa: 15-10-2020

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)

- ORCID do autor: <https://orcid.org/0000-0002-1351-5607>

- Currículo Lattes do autor: <http://lattes.cnpq.br/7527314552174425>



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

RODRIGO DI PROSPERO JOURDAIN

**O FUTURO DEVORANDO O PRESENTE: OS EFEITOS DA
CIRCULAÇÃO DERIVATIVA SOBRE A REPRODUÇÃO
CAPITALISTA**

Prof.^a Dr.^a Adriana Nunes Ferreira – orientadora

Defendida em 15/10/2020

COMISSÃO JULGADORA

Prof.^a Dr.^a Adriana Nunes Ferreira - PRESIDENTA
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Prof. Dr. Alex Wilhans Antonio Palludeto
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Prof.^a Dr.^a Carla Cristiane Lopes Côrte
Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP)

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo
Faculdades de Campinas (FACAMP)

Prof.^a Dr.^a Simone Silva de Deos
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

À Gabriela, que pelos mesmos quatro anos
passou por uma travessia própria,
que é diferente
mas é a mesma.

Concebida, elaborada e trabalhada antes dos eventos de 2020, esta tese diz respeito a um mundo que talvez não exista mais – ou, ao menos, não exatamente da mesma forma. Certamente ele seguirá regido pelos mesmos princípios, mas não necessariamente a partir da mesma institucionalidade que vigeu, mesmo já apontando para os seus próprios limites, até a segunda metade da década de 2010. Caso isto se verifique, a construção aqui empreendida se lega a registro histórico. Caso, porventura, se trate de somente de um espasmo, uma externalidade ideal, a estas formas historicamente particulares de manifestação da lógica do capital, então a circulação financeira global informada pelo sistema de derivativos seguirá *business as usual*, independentemente da oficialização ou não de seu coroamento.

Quatro anos de ininterrupta pesquisa, esforço indissociável do curso da vida, de sua aceleração e de sua desaceleração, tornam incontáveis e indistinguíveis as contribuições, das singulares e circunstanciais às estruturais e formativas, que permitiram a composição desta de tese de doutorado. Agradeço, em primeiro lugar, portanto, a cada pessoa que, em uma fala, em uma escuta ou em um olhar, encaminhou o amadurecimento das ideias aqui desenvolvidas.

Agradeço também a toda leitura atenta depositada sobre cada uma das inúmeras versões, dimensões e tessituras deste texto. Por mais individual e reservado que seja o trabalho de escrita, ele só é possível de verdade de forma coletiva. Isto porque os momentos de maior desenvolvimento deste texto foram os momentos de não-escrita. Agradeço, por isso, a todo leitor que, cômico ou não, contribuiu para o desalinhamento das ideias aqui apresentadas.

Agradeço, do mesmo modo, pela perseverança de todos que, sobretudo involuntária e desavisadamente, compartilharam do convívio com uma contínua e irracional determinação em enfrentar tensões, de forma e de conteúdo, às vezes sequer descritíveis. Agradeço, desse modo, a todos que, em suas palavras, gestos e ações, suportaram, descontraíram e proporcionaram a dedicação exigida para a sucessão de esforços aqui encerrados.

Agradeço à Adriana pelas longas horas de enfrentamento e de esclarecimento.

Agradeço à Mariana, e ao Tom, pela partilha do exílio e da travessia.

E agradeço à Carla por me mostrar o caminho.

*Well, General Motors
General Credit Corporation
General Insurance
They're the worst generals of all, you know?*

When the generals talk – Midnight Oil
P. Garrett; R. Hirst; J. Moginie, 1984.

*It's a machine's world
Don't tell me I ain't got no soul
When the machines take over
It ain't no place for rock 'n' roll*

Machines (or back to humans) – Queen
B. May; R. Taylor, 1984.

*If he thinks the floats off the floor,
and if I simultaneously think I see him do it,
then the thing happens.*

W. Smith para O'Brien,
G. Orwell, "1984".

Resumo

Este trabalho se propõe a compreender a razão de ser da circulação derivativa no interior do processo global de produção capitalista e sugere uma interpretação para os efeitos de sua operacionalidade sobre a dinâmica de valorização dos capitais individuais e sobre a dinâmica macroeconômica global. Forma desdobrada de capital fictício, os contratos derivativos são o mecanismo de proteção por excelência em um sistema monetário internacional fiduciário e regido por taxas de câmbio flutuantes, visto tornarem possível isolar as rentabilidades esperadas dos contratos produtivos e financeiros das múltiplas instâncias de riscos aos quais se expõem. Tomada de forma sistêmica, a circulação derivativa proporciona uma rede de comensurabilidade em tempo real para a riqueza e a renda, o que conduz à cristalização das expectativas de rentabilidade futura ajustada ao risco, em termos globais e intertemporais, nos preços presentes dos ativos e das mercadorias e ao potencial de equacionamento das diferenças temporais e espaço-sociais de rentabilização por entre as diferentes economias nacionais. Enquanto canal desenvolvido de monitoramento e de controle sobre os resultados absolutos da especulação, torna-se capaz de ao menos pré-estabelecer os seus resultados relativos e, portanto, de continuamente consubstanciar no presente a sua valorização. Torna-se também, portanto, capaz de conduzir, se não de diretamente determinar, o ritmo e a direção dos movimentos da riqueza, os espaços e as condições de realização do valor no futuro e, no limite, a sua própria taxa de valorização. A circulação derivativa, nesse sentido, constitui um canal desenvolvido de interferência da riqueza velha sobre a riqueza nova, isto é, sobre a reprodução de capital e sobre a reprodução material no presente.

Palavras-chave: Derivativos; Financeirização; Oligopólios; Avaliação de Ativos; Moeda.

Abstract

The purpose of this study is to understand the *raison d'être* of derivative circulation in the process of capitalist production as a whole, and to suggest an interpretation of its effects on the dynamics of individual capital valorization as well as on the global macroeconomic dynamics. An unfolded form of fictitious capital, derivative contracts are the defense mechanism *par excellence* for an international monetary system based on *fiat* money and floating exchange rates, since they enable the expected returns of productive and financial contracts to be isolated from their multiple instances of exposure to risk. Systemically, derivative circulation provides a network of real-time commensurability to wealth and income, which leads to the crystallization of expected risk-adjusted future returns, internationally and intertemporally, in asset and commodity spot prices, as well as to the potential equation of temporal and spatial-social differentials in yield among different national economies. As an advanced medium of monitoring and control of the absolute results of speculation, it attains the capacity to at least preestablish its relative results and, therefore, to continually consubstantiate in present time its own valorization. It also attains the capacity of driving, if not directly determining, the rhythm and direction of wealth flows, the sites and circumstances of future value realization and, ultimately, the rate of its own valorization. Derivative circulation, in this sense, establishes an advanced means for old wealth to claim on new wealth, that is, on capital reproduction and on material reproduction in the present.

Keywords: Derivatives; Financialization; Oligopolies; Capital assets pricing model; Money.

Sumário

1. Introdução	p. 011
2. Três interpretações para a tendência histórica da acumulação capitalista	p. 031
Introdução	p. 031
A força centralizadora do capital financeiro em R. Hilferding	p. 038
O herdeiro aparente do ordenamento capitalista em J. A. Schumpeter	p. 070
O singular e o universal entre a valorização financeira e a dinâmica macroeconômica em J. C. S. Braga	p. 096
Conclusões: epílogo em homenagem a Maria da Conceição Tavares	p. 112
3. A financeirização dos preços: formação de preços em oligopólios sob um sistema monetário internacional fiduciário	p. 118
Introdução	p. 118
O sistema de preços como instrumento de ajuste dos mercados de bens de capital	p. 125
Os bens de capital enquanto bens duráveis	p. 129
Os bens de capital enquanto bens de investimento	p. 132
O sistema de preços normais	p. 140
A excepcionalidade histórica do sistema de preços normais	p. 154
Conclusões	p. 165
4. A circulação derivativa e a autonomização do capital	p. 167
Introdução	p. 167
Instrumentos de gerenciamento de risco	p. 173
Forma derivativa de propriedade de riqueza	p. 186
Forma derivativa de precificação de ativos	p. 193
Forma monetária global	p. 199
A competição intercapitalista sob a circulação derivativa	p. 217
O sistema monetário internacional da circulação derivativa	p. 227
A política econômica sob a circulação derivativa	p. 243
A epistemologia e a ontologia do risco financeiro	p. 250
Conclusões	p. 256
5. Considerações Finais	p. 261
6. Referências Bibliográficas	p. 268

1. Introdução

There is a rising tide of discontent about the implications of globalization, a disturbance audible to anyone willing to listen. (...) there is a growing, gnawing and amorphous feeling of unease that there is something out there, something happening that is robbing people of a genuine semblance of control over their own destiny.

E. LiPuma; B. Lee, 2004.

(...) in two days they will forget me and begin devouring somebody else. For I wanted to remake them, but I myself was remade! In their own image. Earlier the future was only a continuation of the present, and all the changes loomed somewhere behind the horizons. And now the future became one with the present. Are they ready for that? They do not wish to know anything! They only devour!

Escritor [monólogo],
Stalker,
A. Tarkovsky, 1979.

“Uma falta de liberdade confortável, suave, razoável e democrática prevalece na civilização industrial desenvolvida, um testemunho de progresso técnico.” Com esta consideração, inadvertidamente semelhante à epígrafe que apresenta esta introdução, Herbert Marcuse (1964, p. 23) abre “O Homem Unidimensional”, dedicado à análise das estruturas repressivas da civilização ocidental em meados do século XX, com ênfase em seus fundamentos, por um lado, materiais e, por outro, psíquicos. Ao mesmo tempo, Marcuse identifica nas técnicas e nas capacidades de criação e de destruição acumuladas por esta sociedade um incomensurável potencial libertador, as quais, porém, porquanto colocadas em uso por uma sociedade repressiva, permanecerão voltadas a usos repressivos. A sociedade à qual Marcuse se dedicou a compreender, contudo, não existe mais. As estruturas particulares de organização social, as condições de acesso à riqueza material e, sobretudo, a lógica que fundamenta as decisões de gasto e de criação de riqueza que vigoravam ao final da década de 1960 nas economias capitalistas centrais não são as mesmas que vigoram no século XXI nem no centro nem na periferia.

O último quarto do século XX pode ser considerado um longo período de transformação; o período de tempo necessário para o ajustamento do sistema capitalista global face às transformações que impôs sobre si mesmo desde, ao menos, seu reestabelecimento ao final da Segunda Guerra Mundial. A lista destas transformações, independentemente do ponto de vista adotado, será sempre extensa, e qualquer esforço por elencá-la estará sempre sujeito ao

risco simultâneo da exaustão e da insuficiência. De todos os elementos à vista, o escolhido para dar impulso inicial a esta introdução é parcimonioso: a ascensão dos investidores institucionais.

Nos anos de turbulência que seguiram a crise financeira global de 2008, um investidor institucional em específico ascendeu ao posto de maior gestor de ativos global: a *BlackRock, Inc.* Fundada em 1988 enquanto gestora de ativos de renda fixa com enfoque em gestão de risco, rapidamente a empresa se transforma em uma sociedade gestora de investimentos de alcance global e passa a ofertar o uso de sua plataforma particular de gerenciamento de portfólio para usuários externos, por intermédio de uma divisão própria, a *BlackRock Solutions*, que atua como corretora e consultora de investimentos.

The founding vision of Fink’s team in 1988 was that buy-side investors were not sufficiently proficient, technically and analytically, to understand the increasingly complex fixed-income and mortgage securities being introduced by Wall Street. According to Chief Risk Officer Ben Golub, “When we started, the idea was bringing sell-side analytics to the buy-side. At first we sought to acquire a risk-management and technology platform. But we quickly realized that it simply was not available. So we began building our own.” After some time, BlackRock realized that its ultimate goal was to build an integrated, scalable platform that would help fixed-income portfolio managers throughout the investment process, including risk analysis, performance attribution, portfolio management, transaction execution, and operational processing, all within specified risk and compliance parameters. (FROOT; WAGGONER, 2011, p. 5).

Em 2010, enquanto fundo de índice, a *BlackRock* geria três e meio trilhões de dólares em ativos, enquanto, através da interface disponibilizada pela *BlackRock Solutions*, seus cerca de 150 clientes movimentaram mais de dez trilhões de dólares em posições. (BLACKROCK INC., 2010). Em 2018, o fundo geria quase seis trilhões de dólares em ativos, e sua plataforma deu vazão a dezoito trilhões de dólares. (BLACKROCK INC., 2018). Em termos relativos, o crescimento da participação da empresa também é notável. De um total de 449,2 bilhões de dólares de influxos líquidos para fundos de investimento, entre ativos e de índice, em 2010, a *BlackRock* recebeu 77,2 bilhões, ou 17,2%. Em 2018, do total de 267,3 bilhões de dólares em influxos líquidos para fundos de investimento, 112,9 bilhões, ou 42,2%, foram captados pela *BlackRock*. (BEBCHUCK; HIRST, 2019, p. 728; 732).

O alcance e a profundidade dos fundos geridos pela empresa, por sua vez, se manifestam sobretudo em sua crescente presença no mercado de capitais. Em 2007, a *BlackRock* detinha 5% ou mais das ações de 165 das empresas que compõem o índice *S&P 500*. Em 2017, sua participação na mesma monta havia subido para 488 das 500 empresas. Também

sobre dados de 2017, a *BlackRock* fora responsável por uma média de 8,7% dos votos submetidos em eleições corporativas entre as empresas *S&P 500* – um percentual maior que sua propriedade média de ações do mesmo bloco de empresas, 7,1%. (BEBCHUCK; HIRST, 2019, p. 735-6).

Mas ainda mais portentoso que sua performance é o sistema informacional e computacional que a *BlackRock* desenvolveu para fundamentar suas decisões enquanto gestora de fundos de índice e, posteriormente, para alimentar sua interface de gerenciamento de portfólio: o *Aladdin*, acrônimo de *Asset Liability, Debt and Derivative Investment Network*. Trata-se do elemento que a distingue dos demais fundos de índice, ou ainda, das demais categorias de investidores institucionais. Segundo a própria empresa:

Aladdin® is an operating system for investment managers that seeks to connect the information, people and technology needed to manage money in real time. The Aladdin platform combines sophisticated risk analytics with comprehensive portfolio management, trading and operations tools on a single platform to power informed decision-making, effective risk management, efficient trading and operational scale. More than just technology, Aladdin powers *Collective Intelligence* by providing tools to help your organization communicate effectively, address problems quickly, and make informed decisions at every step of the investment process. (BLACKROCK INC., 2019a)

Sua interface permite ao usuário:

Feel confident in the robustness of your analytics, as Aladdin monitors 2,000+ risk factors each day – from interest rates to currencies – and performs 5,000 portfolio stress tests and 180 million option-adjusted calculations each week.

Access hundreds of risk and exposures metrics to create customizable reports and graphics based on your specific needs and preferences.

Rapidly test thousands of potential scenarios every day – answering questions like, "How will inflation affect me?", "What impact will a change in oil or gas prices have?", or "What happens if there's a recession in Europe?" – that help you anticipate, interpret and respond as changes – big and small – happen across the world. (BLACKROCK INC., 2019b).

A ênfase concedida às funcionalidades de monitoramento, análise e gerenciamento de risco, bem como às métricas de avaliação de impacto de distintos cenários sobre portfólios particulares para a tomada de decisão revela o sentido de sua instrumentalização. Trata-se de um sistema computacional dedicado a monitorar as múltiplas exposições ao risco de cada contrato financeiro e a calcular, a partir das possibilidades de volatilidade e da infinitude de reverberações possíveis, seus impactos sobre as trajetórias de rentabilidade e, assim, sobre os

preços dos ativos. Sua finalidade, nesse sentido, é a de informar a precificação dos ativos e decisão de alocação de riqueza de modo instantâneo e atualizado em tempo real. Dito de outra forma, sua finalidade é antecipar o futuro.

Este trabalho se dedica a explicitar 1) os desdobramentos categoriais e os 2) desenvolvimentos histórico-institucionais das relações de produção e das formas de riqueza capitalistas que dão vazão a tais práticas de supervisão e de controle e mesmo as tornam imperativas; e 3) as consequências de sua ascensão e predominância nas decisões de gasto e investimento e na determinação dos fluxos de renda e riqueza sobre a lógica que rege a reprodução material, as relações entre as frações de classe capitalista e as relações entre capital e trabalho. À exposição de cada um destes três momentos se dedicam os três capítulos deste trabalho, cada um radicado em um nível próprio de abstração sobre as relações capitalistas.

A hipótese aqui levantada é a de que o desenvolvimento e a consolidação pervasiva, isto é, com alcance e profundidade, da circulação de contratos financeiros derivativos impactam de modos significativos o metabolismo econômico global, a dinâmica macroeconômica internacional e o ritmo e a direção da acumulação de capital e da reprodução material. Os desenvolvimentos prescritos a cada uma destas instâncias se dão tanto no nível de abstração das relações capitalistas e da acumulação de capital quanto no nível concreto da dinâmica macroeconômica global.

Em termos abstratos, a circulação derivativa aperfeiçoa as formas pelas quais os agentes que a integram apreendem e compreendem a realidade econômica, ao mesmo tempo em que a sua atuação sobre a realidade econômica, informada sob esta ótica em específico, impele os agentes que constituem a realidade econômica a compreenderem a si mesmos a partir desta mesma ótica. Dito de outra forma, a circulação derivativa revela a epistemologia particular, eminentemente capitalista, que rege os fluxos de riqueza e renda, a qual, por sua vez, impulsiona uma ontologia particular aos agentes econômicos, sobretudo os sujeitos – e subordinados – a estes fluxos. Trata-se, portanto, de uma transformação que reforça a si própria.

Em termos concretos, por sua vez, a circulação derivativa estrutura uma lógica particular aos fluxos de riqueza e renda por entre as economias nacionais. A dinâmica entre as decisões de alocação de riqueza informadas pela ótica derivativa e a performance que esta mesma ótica lhes permite esperar, em termos de taxa de rentabilidade tanto ao longo do tempo quanto em relação às especificidades sociais – em última instância, nacionais, – de cada espaço de alocação aperfeiçoa radicalmente o funcionamento do sistema monetário internacional. Mais especificamente, introjeta no sistema monetário internacional do Dólar fiduciário (1973-presente), sob o ponto de vista do trilema de política monetária do modelo Mundell-Fleming,

uma operacionalidade estritamente semelhante ao mecanicismo do sistema monetário internacional do Padrão Ouro (1815-1914), ainda que por um encadeamento lógico completamente distinto da imposição convencionada de um lastro material fixo aos estoques e aos fluxos monetários.

De modo sintético, por fim, a tese desenvolvida por este trabalho é de que, sob a primazia da circulação derivativa na determinação das decisões de alocação de riqueza, o sistema monetário internacional de moeda fiduciária passa a operar de modo radicalmente semelhante ao sistema monetário internacional do Padrão Ouro. Não no sentido de que, segundo interpretações suspeitas, se trate de um regime harmônico, estável e autorregulável, especialmente porque dotado de mecanismos internos de estabilização automática, mas justamente o seu oposto: a ausência de mecanismos sistêmicos de estabilização, e que por isso se escora apenas nas decisões de alocação e de formação de posições dos capitais individuais e na incessante intervenção estatal com vistas a, se não garantir, ao menos corresponder a tais recorrentes reposicionamentos, ajustando-se a eles a fim de melhor servi-los. Os elementos comuns a ambos os sistemas, portanto, são também as suas características fundamentais, mutuamente determinantes e indissociáveis entre si: a plena e crescente liberdade de circulação e de transfiguração do capital; a superimposição dessa circulação por sobre a autonomia das economias nacionais, de forma a sujeitá-las a seus ditames; e a submissão inclusive das políticas econômicas nacionais, soberanas por definição, aos requerimentos de seus circuitos de valorização. O esforço de construção desta tese em específico se encontra no terceiro capítulo deste trabalho. Mas, para fundamentá-lo, faz-se necessário, primeiramente, revelar a que vicissitudes as inovações financeiras que compõem a circulação derivativa vêm responder e, ainda mais anteriormente, revelar o papel da circulação financeira em si no processo global da produção capitalista. A estas duas fundamentações se dedicam o segundo e o primeiro capítulo deste trabalho, respectivamente.

O primeiro capítulo se propõe a descortinar os desdobramentos lógico-históricos das formas de riqueza capitalista, esforço o qual se revela indissociável da identificação, no interior destes mesmos desdobramentos, dos espaços potenciais de ruptura do próprio modo de produção capitalista. Dito de outra forma, organizadas pelo próprio processo de produção capitalista,

[a] centralização dos meios de produção e a socialização do trabalho atinge um grau em que se tornam incompatíveis com seu invólucro capitalista. O entrave é arrebatado. Soa a hora derradeira da propriedade privada capitalista (...). (MARX, 1890, p. 832).

A construção do percurso lógico que examina e avalia esta compreensão antecipada por Marx orbita as contribuições de três autores, R. Hilferding, J. A. Schumpeter e J. C. S. Braga, que, mesmo perfazendo percursos próprios, revelam-se contíguos, se não imediatamente equiparáveis, em função, se não evidentemente da matriz conceitual da qual partilham, então dos pontos de vista que adotam e dos prognósticos que antecipam sobre os desenvolvimentos das relações capitalistas. Os três autores foram elencados em função, em primeiro lugar, da centralidade que atribuem à temporalidade das condições de reprodução material e seus desdobramentos lógico-históricos e, em segundo lugar, de sua interpretação compartilhada – complementar ou dissonantemente – do modo de produção capitalista enquanto antessala sócio-histórica de um modo de produção distinto mas germinado do próprio processo de reprodução capitalista.

Em *Capital Financeiro* (1910), Hilferding tece

(...) uma investigação do capital mercantil, do capital bancário, do capital industrial, das suas formas de articulação e competição, de seus processos de investimento, de formação de preço, de mobilização de recursos monetários e financeiros, de operacionalização do mercado acionário, da dinâmica intersetorial industrial, da distribuição, e assim por diante. Tudo isso enfocado do ângulo da investigação lógica e histórica, tendo em perspectiva o capitalismo alemão. Foi dessa forma que Hilferding conseguiu (...) elaborar uma teoria dinâmica historicizada, levando em conta as leis gerais de movimento e a concorrência. (BRAGA, 2002, p. 172).

Dito de outra forma, a dinâmica da reprodução capitalista e da concorrência intercapitalista, à luz de seu arcabouço conceitual, se revela imersa simultaneamente na concretude do movimento real dos capitais individuais e na intangibilidade das mediações lógico-históricas entre as distintas formas de riqueza. Especificamente, o momento da compreensão de Hilferding que fundamenta imediatamente o esforço de investigação aqui proposto é sua ênfase nos efeitos do futuro sobre o presente. Para Hilferding, para além de o futuro constituir essencialmente um prolongamento do presente, as expectativas em relação ao futuro exercem influência fundamental sobre a determinação do presente e, nesse sentido, encaminham a concretização do próprio futuro esperado – com efeitos determinantes sobre as relações entre classes e frações de classes e sobre o ritmo e a direção da reprodução material. No arcabouço do autor, tal movimento dinâmico se cristaliza, sobretudo, nas formas particulares de capital fictício: os lucros de fundação nos mercados de ações e os lucros diferenciais nos mercados de mercadorias.

Mas parte das conclusões de Hilferding acerca do movimento tendencial da reprodução desta dinâmica particular de reprodução de capital encerra uma também particular possibilidade de encaminhamento. Para o autor, tanto pela via dos movimentos de associação capitalista entre as distintas esferas da produção, seja ao longo de uma mesma cadeia produtiva, seja entre concorrentes diretos, quanto pela via da primazia das posições do capital financeiro sobre as demais formas parciais de capital, aventam-se movimentos de supressão da concorrência – precisamente o canal pelo qual as leis de movimento do capital em geral se impõem sobre os capitais individuais em seus movimentos concretos desagregados. Não é em *O Capital Financeiro*, contudo, que as vicissitudes desta tendência são examinadas.

Para continuar o percurso lógico proposto, o capítulo se vale da contribuição de J. A. Schumpeter, destacadamente a desenvolvida em *Capitalismo, Socialismo e Democracia* (1942). Na história do pensamento econômico, Schumpeter é, por excelência, o autor da permanência. A maior contribuição de suas avaliações para o esforço empreendido neste capítulo é o próprio ponto de vista que propõe para a análise do movimento do capital. Schumpeter, para além da distinção entre *sistema* e *ordem* capitalistas, distingue o tempo da evolução das estruturas de mercado e do desenvolvimento tecnológico do tempo do desenvolvimento capitalista. Enquanto no primeiro registro temporal operam os capitais individuais sob concorrência, é somente no registro temporal abrangente e em escala societária, se não civilizacional, do desenvolvimento capitalista como um todo que opera a evolucionabilidade orgânica compreendida por seu conceito de Destruição Criadora.

Por mais que movimentos de supressão da concorrência por parte de capitais concentrados e centralizados, com vistas a conservar lucros extraordinários e ganhos de monopólio, subvertam a eficiência do mecanismo de preços e a tendência ao equilíbrio do sistema produtivo e gerem concentração de renda e riqueza, sob o ponto de vista do modo de produção capitalista tratam-se, em última análise, de medidas defensivas. Permanentemente sujeitos tanto ao acirramento da concorrência em seus próprios mercados quanto a desenvolvimentos tecnológicos que contém em si a potencialidade de fazer desaparecer os seus mercados, monopólios e oligopólios basicamente extraem o máximo de retorno possível de um quadro conjuntural que se sabe transiente.

Mas é este mesmo entendimento que, por sua vez, leva Schumpeter a compreender, assim como Hilferding e assim como Marx, que do interior do desenvolvimento do sistema capitalista emergem as condições de ruptura do ordenamento social que lhe dá origem. Isto porque é da *descontinuidade* que advém o caráter disruptivo do desenvolvimento tecnológico e do progresso econômico – o mesmo caráter que desloca e recoloca hierarquias de poder sobre

a sociedade e de comando sobre o metabolismo econômico. Para Schumpeter, o avolumamento dos capitais individuais, conforme se concentrem e se centralizem, permite a internalização, a rotinização e a burocratização do próprio desenvolvimento tecnológico, que então pode passar a ocorrer sem impor choques sobre o ordenamento social estabelecido.

Levada ao paroxismo, esta tendência de automatização do progresso econômico conduz, para Schumpeter, a uma condição de centralização de comando sobre a riqueza – e, portanto, sobre as decisões de gasto, de produção e de investimento – que se torna muito semelhante, no nível da aparência, aos regimes socialistas reais do século XX. Para Schumpeter, mesmo a forma de capital acionário relega ao segundo plano a institucionalidade que sustenta o modo de produção capitalista enquanto ordenamento social, porque constitui, em última instância, um passo acional em direção à socialização da produção e à socialização da propriedade, ainda que ainda muito distante da expropriação dos expropriadores preconizada ao final do volume I de *O Capital*.

Atento a esta distância, por sua vez, e estabelecedor de uma gradualidade pormenorizada a estes passos de socialização da produção e da propriedade é o trabalho seminal de J. C. S. Braga, apresentado em *Temporalidade da Riqueza* (2000). Sua preocupação central, partilhada por este esforço de pesquisa, é investigar os efeitos de desenvolvimentos estruturais e nas formas de concorrência sobre a dinâmica de valorização e acumulação de capital.

A forma de concorrência desenvolvida central à construção de Braga é a que corresponde às formas de organização empresarial estabelecidas sobretudo a partir do último quarto do século XX: corporações multiindustriais, multifuncionais e multinacionais, as quais, na interpretação do autor, são também a corporificação da lógica do capital financeiro sobre a dinâmica macroeconômica. Isto porque, em primeiro lugar, são elas a categoria de agente econômico dotada da mobilidade, da flexibilidade e da universalidade adequadas à lógica de acumulação do capital financeiro. Em segundo lugar, porque os parâmetros de sua tomada de decisão, seus critérios de competitividade e mesmo as condições de sua sobrevivência dizem respeito à rentabilidade do todo de suas atividades, isto é, seu *lucro geral*, cujo componente de destaque são os lucros não-operacionais, sobretudo os financeiros, expropriados de outros capitais produtivos, e os fictícios, provenientes fundamentalmente da antecipação do futuro. *Pari passu*, portanto, à ascensão e à consolidação desta categoria de capital individual à posição de dominância, opera também uma ressignificação do conceito de riqueza. Dito de outra forma: sob a preponderância do capital financeiro, a riqueza financeira se torna o padrão sistêmico da riqueza capitalista, o que altera, por um lado, a natureza do crédito, do patrimônio e do dinheiro e, por outro, tanto as formas de manifestação das leis gerais de movimento do capital quanto a

dinâmica macroeconômica global. A estes dois processos contíguos, correspondentes e indissociáveis entre si se refere o conceito de *financeirização*.

Dos efeitos desse processo elencados pelo autor, o que diz respeito imediatamente ao esforço de investigação empreendido por este trabalho é a conformação de uma *mesoestrutura* de concorrência e de tomada de decisão. É neste momento lógico que a conceituação de Schumpeter para o movimento tendencial do sistema capitalista tender a romper com o ordenamento social que o fundamenta recebe um grau maior de gradualismo e mesmo de concretude e de tangibilidade histórica. Para Braga, os grandes capitais centralizados, organizados na forma de corporações globais, orbitam um espaço particular, superior, de competição, de difícil alcance por parte das múltiplas categorias inferiores de capital individual. Este espaço também se consolida enquanto *locus* privilegiado de processamento das decisões capitalistas de gasto, de produção, de investimento e de financiamento sobre múltiplos mercados, múltiplas estruturas de mercado e diferentes esferas da produção e circulação de capital. Sua localização ímpar, de triangulação entre os movimentos dos capitais individuais, a dinâmica macroeconômica global e as leis de movimento do capital a imputam de centralidade tal que dotam os capitais que dele participam de uma capacidade de comando também ímpar sobre o ritmo e a direção da valorização do capital.

O que sintetiza o primeiro capítulo, nesse sentido, é a identificação, comum aos três autores, de um movimento tendencial particular imposto enquanto desdobramento das próprias relações de produção capitalistas. Por mais que já apreensível seja em 1910, seja em 1942, suas formas de manifestação mais concretas são também as suas formas de manifestação contemporâneas, as quais têm origem nas transformações profundas experimentadas, grosso modo, a partir do último quarto do século XX. Em termos históricos, os processos de desregulamentação, de globalização financeira e de financeirização das formas de riqueza correspondem à fase mais recente de desenvolvimento das relações capitalistas, desenvolvimento este que tem como horizonte a autonomização da valorização de capital em relação a seus fundamentos materiais – em última instância, a vida humana. As trajetórias de acumulação e de valorização se dotam a si mesmas cada vez mais de uma simples exponencialidade, mediada somente pela racionalização dos processos e, portanto, das relações de produção, que os tornam possíveis.

Tal movimento, contudo, constitui somente a realização *explícita* das leis de movimento das relações capitalistas, as quais conquistam, ao final do século XX, a institucionalidade que permite sua manifestação sob graus cada vez mais absolutos de pureza. O aspecto mais determinante deste processo de autonomização é a intensificação que prescreve

à contradição entre as condições de reprodução ampliada do capital, em ritmo financeirizado, e a substância de valor corporificada no valor presente do trabalho. Trata-se, em última análise, da forma contemporânea e concreta por excelência de manifestação da contradição entre o valor e o valor de uso corporificado na forma mercadoria. Conceição Tavares (1998) dá ao processamento histórico-concreto desta intensificação a alcunha de *politização dos preços*. À análise dos desenvolvimentos institucionais e da lógica de decisão capitalista que dão impulso inicial às transformações contempladas sob o conceito de financeirização e que introjetam de uma vez por todas a arbitrariedade no sistema de preços dedica-se o segundo capítulo deste trabalho.

O segundo capítulo se debruça sobre dois momentos histórico-institucionais das formas de extensão do comando da riqueza velha sobre a riqueza nova. Seu objetivo é delimitar histórica e institucionalmente a transformação fundamental que deu vazão ao avanço da financeirização e da redefinição sistêmica do conceito de riqueza em favor da riqueza financeira e, em termos concretos, à preponderância dos resultados não-operacionais nos balanços das empresas, à ascensão dos investidores institucionais e à supremacia das avaliações de risco para a tomada de decisão capitalista. O argumento desenvolvido é o de que a institucionalização da flutuação das taxas de câmbio em 1973 deu vazão à consolidação da instabilidade dos preços de produção enquanto característica central dos processos de produção, investimento, rentabilização e valorização.

Especificamente, a introdução da flutuação cambial enquanto componente do sistema de preços demarca, como um divisor de águas, a distinção entre duas lógicas de formação de preços por parte de capitais centralizados em mercados oligopolistas. A diferença que tal desenvolvimento histórico impõe precipuamente incide sobre a duração da estabilidade e da previsibilidade dos preços de produção, isto é, dos custos, das receitas e dos lucros. Os dois momentos em ênfase, nesse sentido, se diferenciam quanto à presença ou à ausência de estabilidade e previsibilidade dos preços de produção pela duração de um mesmo período de produção. Os denominadores comuns a estes dois momentos distintos, por sua vez, são, em primeiro lugar, a própria atuação dos capitais oligopolistas nos mercados em que são líderes e, em segundo lugar, o caráter essencialmente intertemporal das decisões de produção e de investimento.

Em mercados concentrados e face a capitais de alta composição orgânica, o sistema de preços executa de modo explícito a sua função essencial: a preservação do valor da riqueza reprodutível. Tal prerrogativa se encaminha pela constante validação ou invalidação das decisões de alocação de riqueza, em termos tanto da continuidade de seu valor ao longo do

tempo quanto, sobretudo, da expansão de seu valor com o transcorrer do tempo. Por isso, destacam-se as formas capitalistas de riqueza, dotadas da capacidade de expansão de seu próprio valor. Destas, a que se destaca enquanto capitalista *par excellence* são os ativos reprodutíveis, tanto porque base da reprodução ampliada de capital quanto porque constituem-se simultaneamente de mercadoria e capital. A preservação de seu valor, isto é, a restauração de suas condições de escassez socialmente determinada, portanto, pode se dar por ajustes tanto em seu fluxo de reprodução quanto na produção das mercadorias geradas por seu uso produtivo.

O mercado de bens de capital, nesse sentido, se dota de uma dinâmica particular entre preços de oferta e preços de demanda, ou, sob outro ponto de vista, entre os preços *spot* e os preços *forward* dos bens de capital. Tratam-se de dois preços pautados não simplesmente nas relações de oferta e demanda em si, mas na eficiência marginal do uso produtivo dos bens a que se referem. A diferença entre o preço *spot* e o preço *forward* de um bem de capital expressa, em uma única variável, a rentabilidade da produção de novos bens de capital, *i.e.*, seu preço de demanda para ofertantes de bens de capital, e o preço de oferta para demandantes de bens de capital em suas decisões de investimento produtivo.

O que esta dinâmica particular revela é que os preços presentes dos bens de capital são determinados não somente social e competitivamente, mas sobretudo especulativamente, face o conflito entre as diferentes posições formadas a partir das potencialidades de valorização e das expectativas de movimento dos preços *spot* e *forward* ao longo do tempo. Resultado desta lógica particular, por sua vez, é a replicação do caráter expectacional do valor de uso dos bens de capital na formação dos preços das mercadorias que produzem, assim como, em agregação, na formação dos preços correntes de todas as mercadorias de uma economia. Trata-se, nesse sentido, do canal primeiro de extensão das expectativas em relação ao futuro sobre o presente ou, mais especificamente, de extensão do poder de comando da riqueza velha por sobre a criação de riqueza nova no presente e no futuro.

A institucionalidade sob a qual se insere esta dinâmica particular, por sua vez, determina os fundamentos sobre os quais ela se organiza. Dito de outra forma, o contexto histórico-institucional determina o repertório de variáveis independentes, variáveis dependentes e variáveis de ajuste na determinação dos contratos que regem as transações determinantes ao processo de produção.

Em primeiro lugar, capitais centralizados detêm a prerrogativa de consolidar suas posições patrimoniais e de calcular sua taxa de rentabilidade e, portanto, seu valor presente, a partir do todo de suas participações em múltiplos mercados. Isto é, capitais centralizados, multiindustriais, multifuncionais e multinacionais são destacadamente capazes de deslocar

capital alocado em setores já consolidados, de baixa rentabilidade e de baixo potencial de crescimento para setores com maiores potencialidades, o que os reafirma enquanto força mais vital e dinâmica da reprodução capitalista, porque eminentemente supraindustriais. As capacidades coetâneas tanto de sustentação de setores menos dinâmicos quanto de precipitação em direção a novos setores ainda incipientes, mas com potenciais substanciais de rentabilidade, se revelam, nesse sentido, como reciprocamente determinantes. Dito de outra forma, se revelam como mais um canal de extensão da riqueza velha sobre a riqueza nova.

Em segundo lugar, a centralização dos capitais e a concentração dos mercados intensificam as possibilidades de ajustamento seja do fluxo de reprodução, seja dos *markups* sobre os preços das mercadorias para o reestabelecimento das taxas de rentabilidade pretendidas. Esta sempre presente possibilidade de ajuste tanto sobre o nível de preços corrente das mercadorias quanto sobre a taxa de investimento desloca a necessidade de recessões e de destruição de riqueza para a reposição das condições de escassez relativa que torna possível a rentabilidade do capital. Em seu lugar, introduz-se a possibilidade de encaminhar a mesma reposição pela via da inflação – ou, mais especificamente, pela transposição das taxas de rentabilidade pretendidas ao nível de preços correntes das mercadorias. Processos inflacionários desta natureza são, portanto, exacerbações fruto do desenvolvimento do domínio da riqueza velha sobre a reprodução material e sobre a geração de riqueza nova.

Em terceiro lugar, dada a natureza dos contratos de fornecimento, de venda, de dívida e de trabalho, assim como sob taxas de câmbio fixas, ou ao menos estáveis, é possível atribuir certa estabilidade de curto prazo, ou seja, ao menos pela duração de um mesmo período de produção. Isto significa que os proprietários de riqueza podem operar enquanto simples operadores de preços em suas decisões de alocação. Nestas condições mínimas de estabilidade e previsibilidade ao longo de um período de produção, ainda que eivadas de incerteza e expectativas, o sistema de preços revela-se um efetivo sinalizador das alocações ótimas em termos de eficiência marginal e, portanto, um efetivo direcionador para o deslocamento dos capitais individuais. As perturbações dinâmicas a esta operacionalidade, na forma de progresso técnico e de alterações nas condições de competição, e as flutuações no nível de demanda efetiva serão refletidas nos termos do próximo ciclo de estabelecimento de contratos, isto é, na transição entre períodos de produção. Um tal sistema de preços, em função da previsibilidade que permite aos custos e aos lucros no curto prazo, configura um sistema de preços normais.

Sob taxas de câmbio flutuantes, contudo, a estabilidade de preços no curto prazo é alvejada em duas frentes. A primeira, imediata, é a estrutura de custos e de receitas expostas de um modo ou de outro à instabilidade cambial. A segunda, de maior profundidade e eivada de

mediações, diz respeito ao impacto de alterações das taxas de câmbio sobre os preços relativos dos bens de capital ou, ainda, de modo mais genérico, sobre os diferenciais de eficiência marginal do capital por entre as diferentes instâncias de alocação de riqueza.

Com a instabilidade das taxas de câmbio, se rearranjam também os movimentos de capital por entre os diferentes espaços internacionais de acumulação, em função dos recolocados e instáveis diferenciais de taxas de juros ajustadas ao câmbio, o que, por sua vez, reconfigura a própria composição das taxas de juros nacionais. Sob tanto a flutuação cambial quanto a aceleração da flutuação das taxas de juros, desaparece a estabilidade do poder de compra internacional das moedas nacionais, isto é, ao longo do espaço, e a continuidade da valorização relativa dos capitais ao longo do tempo. Os estoques – de mercadorias, de capital, de dívida e de riqueza – deixam de poder ser considerados exógenos, isto é, como resultados do passado que determinam os pontos de partida das decisões presentes, mas passam a ter seus preços presentes permanentemente reavaliados, simultaneamente aos movimentos correntes de alocação de riqueza e de formação de posições, no presente, em antecipação ao futuro. A todo instante, portanto, presente, passado e futuro se reconfiguram, o que desorganiza as avaliações formadas sobre cada momento do tempo e impulsiona novas avaliações sobre as bases reconfiguradas. Assim, deixa de ser possível atribuir qualquer estabilidade aos contratos de fornecimento, de produção e de dívida expostos tanto ao câmbio, isto é, a movimentos ao longo do espaço, quanto, inevitavelmente, ao transcorrer do tempo. Mais que os preços relativos, mesmo os preços absolutos de produção se tornam instáveis frente às pretensões de rentabilidade. Com isso, desaparece qualquer referencial à normalidade do sistema de preços.

Resultado último deste nexos causal, e indissociável do poder de mercado e de comando dos capitais centralizados, é a autonomização dos elementos determinantes da valorização do capital. O movimento de valorização se consolida como uma incessante fuga para a frente, na qual os capitais individuais se diferenciam em função de suas capacidades de capitalizar em poder de compra e de comando hoje a sua riqueza futura esperada, o que traz impactos substanciais sobre a reprodução material e sobre as relações capitalistas. Este movimento constitui o processo de financeirização dos preços. À análise dos mecanismos concretos pelos quais esta autonomização se introjeta sobre a reprodução material, se manifesta nas relações capitalistas e expressa a contradição entre as condições de reprodução do capital e o valor presente do trabalho nas circulações nacionais se dedica o terceiro capítulo deste trabalho, no qual, enfim, se desenvolve também sua tese central.

O terceiro capítulo parte da compreensão de que é esta transformação fundamental do sistema de preços e do movimento real do capital que dá o impulso inicial e, assim, o sentido

– ainda que não enquanto condição suficiente – da intensificação, do aprimoramento, do aprofundamento e, em uma palavra, do desenvolvimento da circulação financeira internacional no último quarto do século XX.

Os graus de conectividade e de interdependência gestados por este desenvolvimento, os quais elevam a própria conectividade, bem como a velocidade de seu processamento, ao posto de diferenciais competitivos, também multiplicam e disseminam as exposições ao risco de operações produtivas, monetárias e financeiras tanto no cruzar de fronteiras nacionais quanto com o transcorrer do tempo. Especificamente, os riscos aos quais as operações transnacionais dos capitais destacadamente se expõem são a instabilidade cambial, a volatilidade das taxas e dos diferenciais de taxas de juros e as discrepâncias no ritmo de acumulação de ordenamentos sociais nacionais distintos. O mecanismo desenvolvido para o enfrentamento da ausência de uma medida estável e universal de valor diante de tais condições difusas de interconectividade são os contratos derivativos.

Mais especificamente, contratos derivativos são a categoria de contratos financeiros desenvolvidos para a concessão de liquidez a ativos ilíquidos e para a transferência dos riscos das operações produtivas e financeiras. Deve-se, contudo, diferenciá-los de simples contratos de seguro e de operações *hedge*, assim como de processos de securitização, que, genericamente, transferem o risco de *default* de um fluxo de pagamentos esperados na forma de um título com valor presente descontado. Os contratos derivativos executam essencialmente a mesma função, mas o fazem de modo a contemplar a multiplicidade e as dimensões dos riscos portados por cada ativo singular em cada posição patrimonial individual. Sua funcionalidade distintiva é tornar possível o cálculo e a administração da miríade de riscos aos quais cada operação produtiva, monetária e financeira individualmente se expõe. Sua circulação consistente, por sua vez, contribui para estabelecer ao menos horizontes mais estáveis de expectativas no que diz respeito a preços de mercadorias, de ativos, de passivos, de câmbio e de juros ao longo do transcorrer da maturidade dos contratos subjacentes. Resultado disso, por fim, é uma capacidade desenvolvida, pormenorizada e em tempo real, de precificação de ativos segundo expectativas de rentabilidade ajustada ao risco.

Esta capacidade, por um lado, traz consigo a possibilidade de se modelar a exposição ao risco de cada balanço, isto é, adequar pormenorizadamente as características de denominação, extensão, cadência e liquidez das receitas às formas das obrigações produtivas e financeiras assumidas. Postas as condições para a participação nestes mercados derivativos, a exposição ao risco torna-se uma escolha consciente, visto a sempre presente possibilidade de transformação das exposições ao risco de modo a compensar a volatilidade dos mercados. Os

mercados derivativos como um todo, por outro lado, se tornam o espaço por excelência de comensuração e equiparação das exposições ao risco das rentabilidades dos ativos ao longo do espaço e do tempo. Resultado agregado da operacionalidade dos mercados derivativos, portanto, é a neutralização das diferenças entre as instâncias de alocação de riqueza e geração de renda tanto ao longo de diferentes ordenamentos sociais nacionais quanto em distintos ritmos de acumulação. Neutralizadas, estas diferenças não somente podem passar a ser expressas valores monetários, mas podem ser comensuradas segundo sua *unidade de medida* comum: a rentabilidade ajustada ao risco. Levados ao paroxismo, os mercados derivativos tornam possível neutralizar as dimensões espaciais e temporais da valorização e, portanto, fazer desaparecer virtualmente todas as fronteiras ao movimento global do capital.

Enquanto mercados suficientemente líquidos, profundos e pervasivos, os mercados derivativos conformam um *sistema de derivativos*: um metapatamar de intermediação que corporifica e amalgama em uma única categoria de instrumentos precificáveis relações sociais fundamentalmente incomensuráveis, organizado em torno da busca tanto por proteção quanto por rentabilização mas que reconfigura os próprios critérios de decisão capitalista e, com isso, sugere uma articulação desenvolvida para o circuito global de valorização de capital. Ao pormenorizar, desagregar, precificar e tornar transacionáveis os riscos concretos aos quais cada processo de valorização de capital se expõe, o sistema de derivativos redefine o conteúdo e a forma das medidas de performance dos ativos.

Em primeiro lugar, o risco levado em consideração no cálculo da performance dos ativos, porque equiparável a todos os demais riscos das performances dos demais ativos, deixa de ser o risco concreto incorrido particularmente por cada ativo e é reduzido conceitualmente a um *risco abstrato*. Trata-se, nesse sentido, de um critério homogeneizado de risco, descaracterizado em relação ao ativo subjacente e indiferente a sua natureza, isto é, à origem social das relações de valor que porta. Mais ainda, enquanto abstração, o risco torna-se um critério sintético unidimensional, mas que segue expresso sob formas monetárias.

Em segundo lugar, por neutralizar as diferenças entre os capitais, que se tornam apreensíveis a partir de uma unidade de medida de valor transnacional e intertemporal, a circulação derivativa definitivamente desfaz o véu monetário que separa a circulação financeira da circulação produtiva, as quais sempre se trataram de instâncias de valorização de capital, mas que agora o são explícita e indiferentemente. Instituem, nesse sentido, possibilidades de apreensão e, portanto, de intermediação especulativa e de capitalização, do potencial de valorização de toda relação econômica, o que transfixa de forma desdobrada a objetificação, eminentemente capitalista, da realidade da reprodução material. Ao mesmo tempo, e

consequentemente, a circulação derivativa tanto torna transparente quanto intensifica a dinâmica de competição entre todas as formas de alocação de riqueza, por entre as quais os capitais ininterruptamente se movem em busca da maximização da rentabilidade.

Dito de outra forma, a circulação derivativa configura as relações derivativas enquanto canais por entre os quais se move a disputa pela maximização da valorização, nos termos da apropriação das massas potenciais de mais-valor global tanto correntemente geradas quanto esperadas para o futuro. As sociabilidades as quais, contudo, dão vazão a estas valorizações são espacial e temporalmente localizadas, enquanto o capital que as acometem são globais e intertemporais. Ao mesmo tempo, os valores e os preços que as encaminham são incessante, dessincronizada e assimetricamente flutuantes, assim como as expectativas em relação a esta flutuação. A eminente funcionalidade da circulação derivativa é tornar possível o estabelecimento de um *benchmark*, no tempo presente, para as expectativas de rentabilidade, sobre o qual podem se justapor e, portanto, se comensurar, toda e qualquer instância de alocação de riqueza. Sob a operacionalidade da circulação derivativa, todas as distintas formas, sociabilidades e temporalidades das relações capitalistas se tornam equiparáveis, o que homogeneíza globalmente as decisões de produção e de investimento.

Este desenvolvimento, por sua vez, encaminha um eixo particular de gravitação dos preços das mercadorias e dos ativos em seus movimentos ao longo do espaço e tempo e que, por isso, devem ser respaldados pelas taxas de câmbio e de juros das circulações monetárias domésticas. A mediação da circulação derivativa, pois, torna relativamente simples a substituição de ativos em âmbito global, o que dinamicamente impacta a determinação das taxas de câmbio e das taxas de juros domésticas. Por cristalizar o caráter fundamentalmente especulativo da precificação das mercadorias e dos ativos em uma mesma unidade de medida global e intertemporal, mas denominada em preços presentes, o sistema de derivativos comprime as expectativas de rentabilidade futura em direção ao tempo presente e subtrai as diferenças históricas e sociais das relações de reprodução capitalista, o que, por sua vez, confere uma coesão peculiar a um sistema monetário internacional fiduciário.

Os capitais que ativamente participam do sistema de derivativos são capazes de a todo momento prefixar os preços dos componentes-chave de seu cálculo de rentabilidade ao longo do tempo e, nesse sentido, reduzem substancialmente o grau de incerteza em suas decisões de alocação de riqueza e em sua formação de posições. Não se trata – por ora – da determinação de sua própria taxa de rentabilidade, visto que permanecem sujeitos ao salto mortal das mercadorias e aos níveis de demanda efetiva, isto é, tal procedimento não dirime a incerteza radical que as decisões de investimento carregam. Trata-se, pelo contrário, de uma

tentativa desenvolvida de assegurar o patamar de expectativas de rentabilidade ao longo do espaço e do tempo, isto é, de sua imunização, completa ou parcial, a variações nos preços de fornecimento ou de venda, nas taxas de câmbio ou nas taxas de juros pela duração de cada relação contratual que, ao fim, compõe o processo global de valorização de capital. Trata-se, dito de outra forma, da possibilidade de estabelecimento de contratos de seguro *sui generis* sobre o valor de cada relação de troca. As rentabilidades esperadas seguem fundamentalmente expectativas, mas as expectativas que as fundam podem deixar de levar em consideração em seus cálculos os efeitos da flutuação das variáveis-chave sobre cada componente das relações de produção e de financiamento.

Trata-se, nesse sentido, tanto quanto um conduíte para uma precificação precisa ajustada a cada risco singular, de um particular mecanismo defensivo para os estoques de riqueza e para os circuitos de valorização. Permite, pois, que os preços dos ativos sejam protegidos das múltiplas instâncias de possibilidade de perda e de desvalorização pela vigência de cada relação contratual determinante a suas receitas, a seus custos e, portanto, a sua rentabilidade. Permite, também, que na própria precificação dos ativos sejam contemplados pormenorizadamente os riscos aos quais se expõem: de volatilidade dos mercados, de *default* e de liquidez, assim como os de descasamento de prazos e de moedas. Permite, portanto, que o valor presente dos ativos, rubrica eminentemente especulativa, seja sustentado ao longo do tempo. Os torna, nesse sentido, variáveis independentes, às quais, por sua vez, os preços e variáveis chaves das economias nacionais devem a todo instante se ajustar. Dito de outra forma, permite, sob formas desenvolvidas, porque pormenorizada e embutida no próprio cálculo de precificação dos contratos e dos ativos, a preservação da riqueza velha. Ao fazê-lo, a circulação derivativa refina e aperfeiçoa as decisões de alocação de riqueza e de investimento dos capitais que dela participam, bem como enceta uma lógica particular aos movimentos internacionais de capital, apreensível em torno de três eixos: a autonomia de política econômica, as relações capital-trabalho e o grau de pureza das avaliações de rentabilidade ajustada ao risco.

Por encorajar uma circulação de capitais virtualmente imune à variação cambial ao longo de cada contrato individualmente, o sistema de derivativos sugere uma operacionalidade particular e discriminatória ao sistema monetário internacional. Para os capitais capazes de arcar com seus custos e mesmo seus riscos, a procura pelas instâncias de alocação que maximizam suas rentabilidades é aperfeiçoada. Resta, por sua vez, às autoridades monetárias dos espaços de acumulação nacionais em que se localiza cada instância de alocação de riqueza assegurar *a priori* os diferenciais de juros e de câmbio que corroborem com os cálculos de rentabilidade tanto no presente quanto ao longo do tempo e que, portanto, atraiam tais capitais.

É nesse sentido que se afirma que a circulação monetária internacional encetada pela circulação derivativa se assemelha fundamentalmente ao sistema monetário internacional do Padrão Ouro.

Por um lado, o valor presente dos capitais passa a ser determinado internacional e intertemporalmente, e, como determinante do movimento dos capitais e da dinamização da criação de riqueza nova, assume autonomamente o posto de variável independente à qual todas as demais devem se ajustar. Por outro, a estipulação das variáveis nominais – a taxa de câmbio e a taxa de juros – que satisfazem as expectativas de rentabilidade dos capitais individuais determinam séries de outras relações macroeconômicas e são transmitidas, fundamentalmente, pela relação capital-trabalho circunscrita a cada economia nacional.

A taxa de câmbio, pois, determina o poder de compra internacional da moeda doméstica: a capacidade de importação e a atratividade relativa e a competitividade das exportações. O patamar da taxa de juros, por sua vez, determina o custo de crédito, as rentabilidades mínimas das atividades produtivas e, às avessas, o prêmio de liquidez portado pela moeda doméstica. Juntos, câmbio e juros contribuem para determinar o nível de preços da economia nacional, a natureza e a profundidade da integração da economia nacional aos circuitos produtivos e financeiros globais e o próprio nível de atividade econômica doméstica. Estas variáveis todas, por sua vez, consubstanciam os graus relativos nacionais de exploração da classe trabalhadora, beneficiária última das decisões de alocação de riqueza velha para a produção de riqueza nova mas determinante primeira do nível de demanda efetiva que a realiza.

Trata-se, portanto, sob formas desdobradas, de uma institucionalidade análoga à determinação dos diferenciais internacionais dos juros domésticos quando da vigência do sistema monetário internacional do Padrão Ouro, orquestrada pelo Banco da Inglaterra mas aquiescida e coadjuvada pelos integrantes públicos e privados constituintes desta circulação. O núcleo de sua operacionalidade era o direcionamento coletivo dos fluxos internacionais de capital segundo as posições dos balanços de pagamentos dos países e, portanto, o encaminhamento de períodos de prosperidade e de recessão de modo a se fazerem cumprir os equilíbrios externos dos quais dependiam as paridades fixas entre as moedas domésticas.

Dito de outra forma, a concertação financeira internacional sob as taxas de câmbio fixas entre moedas-mercadoria do Padrão Ouro sinalizava os espaços de maior potencial corrente de acumulação e impunha ajustamentos recessivos às circulações domésticas de rentabilidade insatisfatória, os quais recuperavam a escassez relativa do capital. No nível da aparência, tal operacionalidade se apresenta enquanto movimentos internacionais que alternadamente reequilibravam os balanços de pagamentos dos países, em virtude da primazia, da confiança e da cooperação de classe concedida ao lastro em ouro das moedas nacionais. Seu

teor concreto, por sua vez, era a constituição de um sistema de encaminhamento da maximização das taxas de rentabilidade das operações financeiras e produtivas, nacionalmente localizadas, a partir dos diferenciais internacionais das taxas de juros, posta a estabilidade das taxas de câmbio. A dinâmica de acumulação global que tal operacionalidade encetava, por fim, determinava sua própria maximização, porque as decisões de alocação de riqueza encaminhavam a propagação da acumulação na mesma direção a que se lançavam. Isto é, imprimiam aos regimes nacionais de acumulação alternadas compressões e distensões de modo a compensar o descompasso da evolução de seus desempenhos ao longo do tempo.

Sob a circulação derivativa, por sua vez, o nível de preços das mercadorias, sobretudo o da força de trabalho, bem como o nível de atividade econômica das circunscrições nacionais, são alçados a variáveis de ajuste para a sustentação das expectativas de rentabilidade, isto é, dos níveis de preços presentes dos ativos, ao longo do tempo. Tal operacionalização beneficia sobretudo os capitais capazes de se proteger contra as constelações de riscos aos quais sua circulação ao longo do espaço e do tempo se expõem e, por intermédio do sistema de mensuração e de cálculo assim proporcionado, tomam suas decisões de alocação, de investimento, de financiamento ou mesmo de produção consoantemente.

Decorrência última deste aprimoramento às decisões de alocação proporcionado pelo sistema de derivativos é o primado da capacidade de isolamento da rentabilidade e do risco de cada relação contratual e, portanto, de cada parte componente do circuito de valorização do capital. A epistemologia da circulação derivativa impõe que seja levada às últimas consequências a lógica de precificação da rentabilidade esperada ajustada ao risco. Quanto mais pormenorizadas e precificadas em seus próprios mercados forem as fontes de receitas e de custos que compõem a rentabilidade dos ativos e, portanto, mais desagregadas forem as decisões de alocação, mais otimizadas serão suas exposições ao risco. O imperativo, nesse sentido, é o de decomposição das instâncias de alocação de capital, inclusive ao longo de um mesmo circuito de valorização, com vistas a maximizar a rentabilidade ajustada ao risco de cada relação capitalista singular. Cada forma particular que o capital assume ao longo de seu circuito, pois, será mais eficientemente e menos adversamente precificada conforme seus mercados forem segmentados e especializados.

No que diz respeito à mercadoria força de trabalho, uma das formas de capital circulante, por sua vez, este imperativo se manifesta na pressão pelo alijamento de todo componente de seu preço de custo que não diga respeito imediatamente a sua reprodução, isto é, que não esteja referido estritamente ao tempo presente e circunscrito ao seu mercado doméstico. Trata-se, nesse sentido, para além de ajustar o valor da mercadoria força de trabalho

aos diferenciais de juros e de câmbio proporcionados pela circulação monetária doméstica, de depurar seu preço de toda incidência que obscureça o cômputo de sua singular rentabilidade presente ajustada ao risco, como despesas previdenciárias, para as quais devem se dedicar mercados segmentados e especializados.

O que o desenvolvimento, o aprofundamento e a consolidação da circulação derivativa revela, nesse sentido, é o estabelecimento de um sistema global de monitoramento, comensuração e equiparação das diferentes taxas de rentabilização ajustada ao risco dos capitais em suas diferentes instâncias nacionais e sociais de valorização. Por ao mesmo tempo tanto permitir o cálculo capitalista em extensões cada vez mais distantes de tempo, bem como de neutralizar os efeitos deletérios de seus movimentos por entre circulações monetárias domésticas, quanto compelir a determinação das variáveis macroeconômicas que dão vazão às suas rentabilidades esperadas, o sistema de derivativos materializa um dispositivo de controle sobre o movimento da riqueza ao longo do espaço e do tempo, de homogeneização dos espaços nacionais de acumulação e de compressão das expectativas futuras sobre a reprodução material no presente. Dito de outra forma, materializa o canal por excelência de extensão do comando da riqueza velha acumulada sobre a criação de riqueza nova, e do passado sobre o futuro.

2. Três interpretações para a tendência histórica da acumulação capitalista

What do you think the Russians talk about in their Council of States? Karl Marx? They sit down with their statistical decision theories, lineal programming charts, and their Mini-Max solutions and compute the cost-price probabilities of their stocks and transactions, just like we do. (...) our children, Mr. Beale, will live to see that perfect world in which there is no war or famine, oppression or brutality. One vast and ecumenical holding company for whom all men will work to serve a common profit; in which all will hold a share of stock; all necessities provided for, all anxieties tranquilized, all boredom amused.

A. Jensen para H. Beale,
Network,
S. A. Chayefsky, 1976.

It's about getting things down to one number. Using the stats the way we read them, we'll find value in players that nobody else can see. People are overlooked for a variety of biased reasons and perceived flaws. Age, appearance, personality. (...) of the 20,000 notable players for us to consider, I believe that there is a championship team of 25 people that we can afford, because everyone else in baseball undervalues them. Like an island of misfit toys. (...). This guy could be not just the best pitcher in our pen, but one of the most effective relief pitchers in all baseball. This guy should cost \$3 million a year. We can get him for 237,000.

P. Brand (P. DePodesta) para W. Beane,
Moneyball,
A. Sorkin; S. Zaillian, 2011.

Introdução

Quando Hilferding (1910) descreve as bolsas de mercadorias, em oposição às bolsas de valores, o faz sob o signo das diferentes funções que cumprem na reprodução material.

(...) a circulação de títulos é inteiramente indiferente para o metabolismo da sociedade, enquanto a circulação de mercadorias é a sua condição vital. (HILFERDING, 1910, p. 167).

A única verdadeira semelhança entre ambas diz respeito a seu aspecto formal basilar: a relação de compra e venda, “a forma econômica genérica de transferência de valor e propriedade.” Para além desta característica elementar, as bolsas de valores constituem sobretudo a interface *par excellence* para a mobilização do capital, isto é, para a transformação de capital monetário anteriormente transformado em capital industrial novamente em capital monetário. Tratam-se, portanto, do espaço institucional da duplicação do capital ou, dito de

outra forma, da multiplicação do capital produtivo em capital fictício. Já as bolsas de mercadorias, por mais que sustentem a aparência formal das bolsas de valores, constituem, a partir do próprio conteúdo do metabolismo social – a circulação de mercadorias –, a interface de realização dos lucros industriais e comerciais originados na produção, mas intermediados pelos lucros da especulação com os diferenciais de preço – pelos lucros diferenciais. (HILFERDING, 1910, p. 153).

Os lucros ou prejuízos da especulação surgem (...) apenas das diferenças das valorizações correspondentes dos títulos de juro. Eles não são lucros, nem participação da mais-valia, mas nascem tão somente das oscilações das valorizações da participação da mais-valia que sai da empresa e cabe aos proprietários das ações, oscilações que (...) não precisam surgir da variação do lucro verdadeiramente realizado. São puros lucros diferenciais. (HILFERDING, 1910, p. 139).

Um segundo critério de diferenciação advém do próprio conceito de negociação em bolsa. Parte de suas características constitui-se não de aspectos econômicos *per se*, mas de aspectos técnico-mercantis, entre os quais a infraestrutura de comunicação entre vendedores e compradores, a velocidade da conclusão das transações e de atualização dos preços e mesmo a capacidade de visualização do contexto geral das negociações, ou seja, seu potencial de difusão equânime da informação disponível. Também é um elemento técnico-mercantil da negociação em bolsa o quanto a sua institucionalidade torna prescindíveis funções outras que não a comercialização e a precificação em si. Isto se manifesta, no caso das bolsas de mercadorias, na delimitação de determinadas mercadorias de determinada qualidade para a negociação, ou seja, na segmentação dos mercados com vistas a reduzir custos de transação e evitar o surgimento de espaços para arbitragem ou mesmo para fraudes. Diferentemente das bolsas de valores, as bolsas de mercadorias institucionalizam a uniformização dos valores de uso das mercadorias negociadas – ou, dito de outra forma, sua homogeneização contábil.

(...) a mercadoria entra no comércio da bolsa como mercadoria de qualidade determinada. Ela é bursátil como valor de uso fixo, como mercadoria-padrão. Como tal, todo *quantum* é substituível por outro de igual dimensão; como *quantum* do mesmo valor de uso, a mercadoria tornou-se um bem fungível. (HILFERDING, 1910, p. 154).

Além disso:

Como valores monetários, os valores da bolsa são iguais entre si, fungíveis, diferentes apenas quantitativamente. Também as chamadas diferenças qualitativas dos valores da bolsa, como as existentes entre os títulos de renda fixa e as

ações, assim como as diferenças quanto à segurança dos títulos, são sempre transformadas pelo comércio da bolsa em diferenças quantitativas e só podem expressar-se mesmo nas diversidades de valorização. (HILFERDING, 1910, p. 146).

Paralelamente à fungibilidade, portanto, as mercadorias devem, por pressuposto, apresentar significativas flutuações de preços. São estas duas características em simultâneo, pois, que dão razão e sentido à negociação em bolsa. O comércio convencional se interpõe entre o produtor e o consumidor acrescentando ao preço de produção seu lucro comercial. O comércio em bolsa, por sua vez, acrescenta ao lucro comercial o lucro diferencial, originário da formação de posições opostas ou ao menos distintas em relação às expectativas de flutuação de preços, movimento que, ao mesmo tempo, por meio de especulação, potencialmente concede melhor direcionamento à alocação de recursos e, assim, potencialmente exerce uma significativa função estabilizadora.

(...) a especulação deve poder aproveitar imediatamente toda diferença de preço, *inclusive a futura*. Portanto, a todo instante deve poder comprar ou vender para o momento seguinte. É exatamente isso que constitui a essência do comércio a termo. Ao fazer isso, a especulação cria um preço para cada momento do ano. Mas, ao fazer isso, dá ao fabricante e ao comerciante a possibilidade de eliminar as eventuais consequências do [movimento] dos preços, de assegurar-se contra suas oscilações, de descarregar na especulação os riscos das alterações de preços. (HILFERDING, 1910, p. 157, grifo nosso).

Para os produtores – vendedores e compradores –, o estímulo à participação nos mercados futuros reside na possibilidade de se afixar determinado nível de preços para entrega futura.

A pretensão natural tanto do produtor quanto do comerciante é garantir esse lucro contra as casualidades que surjam das oscilações de preço durante a circulação, quando a produção tenha terminado há tempo e, com isso, o lucro seja de uma dada magnitude para o produtor ou para o comerciante que já comprou a mercadoria. O comércio a termo serve para esse propósito (...). O comércio a termo compensa, dentro do possível, as oscilações oriundas da especulação, mas só pode fazê-lo mediante as oscilações frequentes e pequenas provocadas pela especulação. (HILFERDING, 1910, p. 157-8).

Já para os especuladores, ou seja, os portadores de capital monetário transitoriamente livre, em busca de rentabilização, o estímulo à participação nos mercados futuros é a possibilidade de se auferirem lucros diferenciais a partir da formação de posições sobre a flutuação dos preços e sobre as expectativas de flutuação dos preços ao longo do tempo.

Essa especulação – completamente absurda do ponto de vista social – apresenta-se como necessária, porque providencia o volume necessário de participação de compradores e vendedores, de forma que sempre possam ser comercializados os *quanta* de mercadorias necessárias. Essa garantia contra as flutuações de preço aproxima cada vez mais o preço de mercado ao preço de produção. (HILFERDING, 1910, p. 158).

Parte da origem desta fluatibilidade dos preços de mercadorias fungíveis são diferenças entre as circunstâncias de sua produção e as circunstâncias de seu consumo, ou, de modo mais preciso, entre o tempo necessário para sua produção e a extensão temporal de sua circulação, no limite em função de consumo ininterrupto, não sazonal. Tal dessincronia leva os preços de mercado – de oferta e de demanda – a se moverem distinta, se não independentemente, dos preços de produção, isto é, dos custos de produção mais o lucro médio. Ademais, leva também a desequilíbrios no próprio processo produtivo e, portanto, no encadeamento dos setores de produção. Isto porque, sobretudo em função da duração dos períodos de produção, a oferta dificilmente pode ser rapidamente ajustada a alterações na demanda. Mas, ao mesmo tempo, uma vez interrompidas as oscilações de preço de determinada mercadoria, por qualquer razão, desaparece a necessidade de sua negociação em bolsa, ou, como nota Hilferding, ela permanece enquanto resíduo, tornada meramente nominal. (HILFERDING, 1910, p. 154).

Somente a partir destas características secundárias Hilferding se propõe a caracterizar a função exercida pelas bolsas de mercadorias e pelo comércio a termo na reprodução material:

A singularidade do comércio bursátil é, pois, o fato de a fixação do valor de uso da mercadoria tornar essa mercadoria, para todo mundo, mera encarnação do valor de troca, em simples portadora de preço. (HILFERDING, 1910, p. 155).

A organização, a profundidade, a pervasividade e a institucionalidade dos mercados futuros tornam possíveis altos níveis de liquidez na conversão, em ambas as direções, de capital monetário em mercadoria. As mercadorias desta forma negociadas, apesar da intermediação da especulação – ou justamente em função dela –, equivalem a imediatamente dinheiro, irrespectivamente de seu valor de uso, ao mesmo tempo em que os lucros e prejuízos em sua circulação não são lucros industriais ou comerciais, mas lucros diferenciais a partir da especulação sobre a flutuação dos preços. Na intermediação dos mercados futuros, em suma, a mercadoria é unicamente valor de troca, mera portadora de preços e, por isso, representante do dinheiro.

[Estas mercadorias são imediatamente equivalentes a dinheiro; o exame de seu valor de uso por parte do comprador é abreviado; e estão sujeitas apenas a constantes e mais ou menos leves flutuações em seus preços. Como são mercadorias de um mercado global, sua comercialização e, portanto, sua re-conversibilidade em dinheiro são a todo momento asseguradas; trata-se sempre e somente de lucro ou prejuízo diante de diferenciais de preço. Elas se tornam, assim, objeto de especulação tanto quanto outras ordens de pagamento, como, por exemplo, títulos mobiliários. Nos mercados futuros, a mercadoria vale somente enquanto valor de troca. Ela se torna mero representante do dinheiro, enquanto, pelo contrário, é o representante do valor das mercadorias. O sentido do comércio, a circulação de mercadorias, se perde e, assim, também o caráter e a oposição entre mercadoria e dinheiro.]¹

Os mercados futuros, como interpretados por Hilferding, portanto, trazem consigo três vantagens para a circulação e a acumulação capitalista. Em primeiro lugar, reduzem a zero o tempo de circulação das mercadorias, de modo a proteger compradores e vendedores de oscilações nos preços, ao mesmo tempo em que possibilitam a especulação para com estas oscilações. Em segundo lugar, permitem que parte das funções do capital comercial seja executada pelo capital monetário, o qual obtém não o lucro médio, mas uma taxa de juros. Deslocado o lucro comercial, o lucro industrial aumenta, sobretudo no grau em que os juros sejam menores que os lucros. Em terceiro lugar, por fim, permitem que o capital monetário execute as funções de capital comercial e de capital industrial sem perder a forma e mesmo a aparência de capital monetário. Nos mercados futuros, todo capital produtivo aparece como

¹ Entre colchetes, tradução livre a partir do original em alemão:

Diese Waren sind unmittelbar geldgleich; die Prüfung ihres Gebrauchswertes ist dem Käufer abgenommen; sie unterliegen nur beständigen, mehr oder weniger geringen Schwankungen ihres Preises. Da sie Weltmarktwaren sind, ist ihre Absatzfähigkeit und daher ihre Rückverwandelbarkeit in Geld jederzeit gesichert; es handelt sich immer nur um Gewinn oder Verlust der Preisdifferenzen. Sie sind daher ebenso geeignete Spekulationsobjekte geworden wie sonstige Geldanweisungen, zum Beispiel Effekten. Beim Terminhandel gilt so die Ware nul als Tauschwert. Sie wird zum bloßen Repräsentanten von Geld, während sonst Geld Repräsentant des Wahrenwertes ist. Der Sinn des Handels, der Warenzirkulation, ist verlorengegangen und damit auch die Charaktere un der Gegensatz von Ware und Geld. (HILFERDING, 1923, p. 215-6).

A tradução desta edição brasileira do texto de Hilferding se encontra truncada:

Essas mercadorias equivalem a dinheiro diretamente; o que existe de seu valor de uso é tirado do âmbito do comprador; as mercadorias estão sujeitas unicamente às oscilações contínuas e mais ou menos pequenas de preço. Como são mercadorias de mercado universal, sua capacidade de venda e, com isso, sua capacidade de nova transformação em dinheiro, está sempre garantida; trata-se apenas de lucro ou prejuízo das diferenças de preço. As mercadorias são por isso objetos de especulação tão apropriados quanto as demais ordens de pagamento, por exemplo, títulos mobiliários. Dessa forma, no comércio a termo, a mercadoria só vale como valor de troca. Torna-se mero representante do dinheiro, enquanto o dinheiro é, aliás, representante do valor da mercadoria. Perdeu-se o sentido do comércio, da circulação de mercadorias e, com isso, também a índole e o antagonismo entre mercadoria e dinheiro. (HILFERDING, 1910, p. 155).

capital monetário, líquido e rentável – o que origina, por outro lado, maiores espaços de ingerência do capital bancário sobre o comércio e a indústria. (HILFERDING, 1910, p. 168).

(...) essa cadeia de permanentes transações assegura a contínua transmutação da mercadoria bursátil em dinheiro; permite, por isso, até certo ponto, investir o dinheiro nessa mercadoria e realiza-lo através de sua venda. A mercadoria bursátil torna-se, portanto, objeto de fiança adequado de capitais transitoriamente livres. (...) Com isso, resulta um novo tipo de emprego do capital bancário. O capital bancário participa do comércio, mas o faz somente na forma que lhe é adequada como capital que rende juros. (...) o dinheiro não é imobilizado, ele é capital monetário para o banco, permaneceu regularmente no banco como capital investido e por isso só produz juros. (HILFERDING, 1910, p. 156).

Para Hilferding, a especulação sobre diferenciais de preços ao longo do tempo

(...) é, na realidade, a mais completa expressão do fato de que, para o capitalista, é essencial somente o valor de troca. O negócio diferencial é precisamente o filho mais legítimo da tendência fundamental capitalista; [é o negócio em si, abstraído da forma de manifestação profana do valor – do valor de uso (...)]² (HILFERDING, 1910, p. 166).

O objetivo proeminente deste capítulo, a que se dedica destacadamente seu primeiro item, é, com base nesta caracterização dos mercados futuros estabelecida por Hilferding (1910), descortinar os processos lógicos *cada vez mais profundos e fetichizados* pelos quais o valor, em concomitância com a relação social já contida em sua caracterização mais elementar, a forma mercadoria, se consolida cada vez mais como determinante primeiro da riqueza capitalista e, portanto, como motor fundamental da reprodução capitalista. A perspectiva adotada é de que a história do desenvolvimento das relações capitalistas, e mesmo de suas categorias de análise, é ao mesmo tempo a história do processo de autonomização e de totalização da valorização do valor em relação às formas parciais precedentes, cujo movimento continuamente origina categorias mais desenvolvidas, mais gerais e abstratas. Transplantada para a história concreta do desenvolvimento da institucionalidade da relação entre as forças produtivas capitalistas e das formas de organização social capitalistas, esta é também a história da formação de

² Entre colchetes, tradução livre a partir do original em alemão:

(...) *es ist das Geschäft an sich, bei dem von der profanen Erscheinungsform des Wertes – dem Gebrauchwert – abstrahiert ist (...)*. (HILFERDING, 1923, p. 238).

A tradução desta edição brasileira do texto de Hilferding se encontra truncada:

(...) é o negócio em si que é abstraído do aspecto profano do valor – do valor de uso (...). (HILFERDING, 1910, p. 166).

amalgamas de capital centralizado, fundamentalmente na forma de sociedades anônimas e, portanto, de capital social; do contínuo aperfeiçoamento tanto técnico quanto lógico dos instrumentos de circulação e precificação das diferentes formas de riqueza; e, em função destes dois processos, de modificações estruturais no processo de concorrência capitalista e na dinâmica de movimento global do capital.

Estas transformações, contudo, porquanto continuidade deste processo histórico de metamorfose das formas concretas de manifestação das relações capitalistas, induzida pelos seus próprios desdobramentos, também permitem preconizar possíveis relações entre, por um lado, os meios pelos quais o sistema capitalista processa e manifesta seu desenvolvimento e, por outro, o próprio desenvolvimento da reprodução capitalista, isto é, da acumulação de riqueza abstrata. Além de Hilferding, Schumpeter (1928; 1942; 1949) também delinea o entendimento, extraído diretamente de Marx, de que a evolução capitalista tende a romper com o ordenamento social que a reveste e a sustenta, conforme, ao se desdobrar sobre si mesma, gradualmente deixa de caber nos quadros institucionais que a estabelecem. Estes desdobramentos se manifestam, sobretudo, nos processos de centralização do controle sobre a produção industrial e, portanto, sobre o ritmo e a direção da acumulação de capital.

Este movimento evolutivo inerentemente contraditório, por sua vez, encontra ressonância contemporânea na obra de Braga (2000), na qual se desenvolve de forma seminal o conceito de *financeirização*, que diz respeito à elevação das formas financeiras a padrão sistêmico de riqueza, em função das formas de reprodução e de acumulação de capital constituídas conforme se desdobra o processo de centralização de capital, e que configura um novo modo de ser aos capitais individuais e, portanto, à sociedade capitalista. Mas um segundo conceito fundamental desenvolvido ao longo da obra é o de *mesoestrutura*, o estabelecimento de uma esfera de intermediação entre as decisões microeconômicas de alocação de riqueza dos grandes capitais e a determinação da dinâmica macroeconômica, em uma institucionalidade tal que aproxima a dinâmica de reprodução dos capitais individuais das leis de movimento do conceito de capital em geral.

Tanto suas considerações sobre o impacto de modificações estruturais na concorrência e na macrodinâmica sobre o movimento do capital quanto os significados que imputa à constituição de tal esfera coadunam-se de forma indissociável, em termos de convergência e de complementaridade, com os prognósticos de Hilferding e de Schumpeter para as sociedades industriais avançadas, relação de proximidade que contribui para uma compreensão prismática do fenômeno da financeirização. Objetivo suplementar deste capítulo é, a partir da tradição crítica continuada pelos três autores, e da síntese dos elementos centrais

das obras elencadas no que diz respeito ao processo de centralização de capitais e ao estabelecimento das relações financeiras como padrão sistêmico de riqueza, identificar os fundamentos e as decorrências do estabelecimento desta estrutura decisória superior sobre a direção e o sentido da acumulação de riqueza e da reprodução de capital.

A força centralizadora do capital financeiro em R. Hilferding

O ponto de partida da exposição de Hilferding é a identificação de duas formas genéricas de condução das relações de produção, distintas essencialmente pela presença ou pela ausência de formas de *regulação consciente*. Nos termos do autor, a regulação consciente emerge com o estabelecimento de “órgãos de consciência coletiva” responsáveis por elencar e afixar o volume, o tipo e a distribuição da produção por entre os membros da sociedade. Aos representantes desta consciência coletiva, por sua vez, cabe adequar necessidades a fontes de recursos, de forma a modelar, “conscientemente, toda a vida econômica conforme as necessidades da comunidade por eles representada e dirigida”. Desta forma organizados, os indivíduos e as unidades de produção e de consumo se relacionam entre si também de maneira consciente, enquanto membros de uma “comunidade de produção”. Suas relações de produção são relações individuais diretas, ainda que sejam, em conjunção com seus métodos de trabalho e a distribuição de sua produção, determinadas por um controle central. O ordenamento social é estabelecido conforme os representantes designem, a partir das capacidades, necessidades e desejos expressos pela coletividade, as relações de produção – mas não necessariamente de forma vinculada às vontades individuais no que diz respeito à vida econômica e à reprodução material. (HILFERDING, 1910, p. 33).

Já a sociedade organizada na ausência de regulação consciente tem sua coesão estabelecida pela multiplicidade de encontros casuais e anônimos entre seus membros, tornados dissociados e atomizados pela regência da propriedade privada sobre a divisão do trabalho. Seu produto total, portanto, não conforma uma produção social propriamente dita, mas somente o resultado da soma das decisões individuais de seus membros independentes. A institucionalização das relações de troca entre os membros independentes, por sua vez, estabelece, a partir desta miríade de decisões e encontros, o mecanismo de preços, o qual se institucionaliza como veículo das relações sociais de produção. São, portanto, relações contingenciais e tomadas de decisão descentralizadas que estabelecem, enquanto fatores de integração, a articulação entre seus membros individuais, a qual somente intermediada pelo mecanismo de preços conforma uma comunidade de produção. (HILFERDING, 1910, p. 33).

É função da economia teórica descobrir a lei que regula esse tipo de troca e dirige o curso da produção em uma sociedade mercantil, da mesma forma como as leis, decretos e diretrizes das autoridades socialistas orientam a produção ininterrupta da economia socialista. A diferença entre estes dois sistemas está em que numa sociedade mercantil as leis econômicas não são impostas por deliberação da inteligência humana, mas operam nos moldes de uma lei natural, com a força de uma “necessidade natural social” (HILFERDING, 1910, p. 34).

Referindo-se especificamente à sociedade capitalista, cuja coesão é estabelecida pelo encontro mercantil de seus membros individuais, posta a ausência de regulação consciente, Hilferding compreende que sua consciência social se constitui a partir da intermediação de uma *ação social inconsciente* dos produtores de mercadorias – ou da *ação social consciente* das mercadorias –, de acordo com mecanismos de mercado. A produção capitalista, dessa forma, se caracteriza pela *anarquia*,

(...) pois não há uma consciência que, desde o início, tenha planejado a produção conforme seus propósitos, mas membros individuais, conscientes de si mas não da sociedade, *forçados a tal coesão* à maneira de uma lei natural, independentemente das vontades dos envolvidos, mas que existe somente em função de sua *ação social inconsciente*. Esta ação nunca se dá de forma consciente e com a intenção de constituir coesão social, somente com vistas a sempre satisfazer necessidades individuais.³

Significa isto que a atividade capitalista – compreendida de forma genérica, enquanto processo de valorização do valor – é dotada fundamentalmente de um caráter ambivalente. Diz respeito, de um lado, à satisfação de uma necessidade individual e, de outro, conforma, ainda que inconscientemente, um nexos social mais abrangente, o qual, por sua vez, ao mesmo tempo instrumentaliza e restringe as atividades individuais. A necessidade social das

³ Tradução livre, com grifo nosso, a partir do original em alemão:

Anarchie – denn es ist kein Bewußtsein da, das von vornherein die Produktion seinem Zwecke gemäß gestaltet, sondern den einzelnen, nur ihrer selbst, nicht aber der Gesellschaft bewußten Mitgliedern drängt sich dieser Zusammenhang nach Art eines Naturgesetzes auf, das unabhängig von dem Willen der Beteiligten wirkt, obwohl es nur durch ihre eigene gesellschaftliche und ihnen daher unbewußte Aktion existiert. Diese Aktion erfolgt eben nie in dem Bewußtsein und der Absicht, damit den gesellschaftlichen Zusammenhang zu konstituieren, sondern dient stets nur der individuellen Bedürfnisbefriedigung. (HILFERDING, 1923, p. 22).

A tradução desta edição brasileira do texto de Hilferding se encontra truncada:

Digo anarquia por não haver nenhuma consciência prévia da formalização da produção que atente para o respectivo fim; em lugar desta, o referido nexos social assume características de lei natural que se impõe, por si, aos indivíduos, independente da vontade destes, mas não aos membros da conscientes da sociedade, não obstante o fato dessa lei existir em função da atividade social inconsciente destes. Essa atividade nunca se desenvolve conscientemente e com a intenção de constituir, assim, o nexos social, mas serve sempre e só para a satisfação da necessidade individual. (HILFERDING, 1910, p. 40).

produções particulares, pois, além de ultrapassar a necessidade individual dos produtores, se constitui e se manifesta *necessariamente à revelia da vontade do produtor individual*. Por isso, inclusive, pode ser tomada como lei natural, inexorável. Dessa forma, segundo Hilferding, “a necessidade individual só pode ser satisfeita na medida em que a necessidade social o permita.” Ou, de forma inversa, a partir do ponto de vista do produtor individual, “a necessidade individual só é satisfeita na medida em que a troca permite aos indivíduos participar do produto social.” (HILFERDING, 1910, p. 35).

É esta, para o autor, a origem do caráter anárquico da produção capitalista, bem como, e precisamente em função deste caráter, da condição essencialmente especulativa da atividade capitalista:

Se o ato de troca pode, assim, ser considerado como o ato de criação da sociedade, não é menos verdadeiro dizer que tanto a sociedade quanto o indivíduo tornam-se conscientes disso somente depois que as trocas se realizaram. O trabalho do indivíduo é, em primeiro lugar e acima de tudo, somente o seu rendimento individual, oriundo de sua vontade individual – é trabalho privado, não social. Se ele se coaduna com as condições da circulação social de bens – da qual o seu trabalho deve ser apenas uma condição parcial – só pode confirmar-se quanto todas essas condições parciais são comparadas entre si e, no conjunto, houver cumprimento da condição completa da circulação social de bens. (HILFERDING, 1910, p. 36).

Sob esta dupla condição de indeterminação, a ambivalência e a anarquia, a atividade capitalista alça a prerrogativa de ser tomada, por definição, como radical e eminentemente especulativa. Investir, pois, é sempre tornar-se ilíquido, sem garantia nenhuma sobre a magnitude da valorização a ser realizada, sobre a própria possibilidade de realização desta valorização, em qualquer magnitude, e, em última instância, sobre a possibilidade de recuperação da liquidez cedida. Especificamente para Hilferding, “a especulação consiste na exploração da variação dos preços”. Mas não se trata de explorar simplesmente a variação dos preços das mercadorias: trata-se da variação dos preços dos ativos, i.e., dos títulos de rendimento. De forma ainda mais genérica, trata-se de explorar a variação da magnitude do lucro, que se move com, mas não necessariamente na mesma direção ou na mesma proporção que, a variação do preço da mercadoria. “Pois, para o lucro, o decisivo não é o nível absoluto do preço da mercadoria, mas sim a relação de *seu preço de custo* com o [*seu preço*] *de venda*.” (HILFERDING, 1910, p. 139, grifo nosso).

Mais especificamente, o especulador

(...) procura ganhar mediante a compra e venda de seus títulos. Mas o seu ganho não consiste em participação alguma no lucro – ele eventualmente ganha

também com o lucro em baixa –, mas na variação dos preços, quando, num momento dado, pode comprar mais barato do que vendera anteriormente, ou vender mais caro do que pagara. (HILFERDING, 1910, p. 139-40).

A especulação, nesse sentido, se revela como “a mais sublime flor e a raiz mais profunda do capitalismo”:

Tudo é especulação: fabricação, comércio, negócios diferenciais; todo capitalista é especulador; até mesmo o proletário, que reflete onde melhor pode vender sua força de trabalho, é um especulador. (HILFERDING, 1910, p. 215).

Esta condição, por sua vez, é fator determinante para a maior ou menor segurança de um capital individual frente às suas próprias posições e frente à concorrência com os demais capitais. Esta segurança, para Hilferding, se reflete na “diversidade da psicologia de seus representantes e na determinação de sua conduta”. A insegurança do lucro na especulação faz com que o especulador apareça sobremaneira “modestamente, consciente de sua culpa”. O contraponto a esta insegurança inerente à especulação é seu oposto: a segurança do lucro do cartel. O impulso central da formação de cartéis é a aspiração, por parte de seus membros, por maior segurança, ou seja, maior proteção ou mesmo garantia frente às posições assumidas e frente à concorrência com os demais capitais – competidores horizontais imediatos ou à montante e à jusante nas cadeias de produção e de valorização. Para os representantes do cartel, a especulação é “o mal por excelência, do qual resultam as crises, a superprodução, numa palavra, todos os danos da sociedade capitalista”. Em contraste com a modéstia do especulador, o magnata do cartel

sente-se senhor da produção, sua atuação dá-se à luz do dia. Deve seu êxito à organização da produção, à economia em despesas. *Sente-se representante da necessidade social ante a anarquia individual* e considera seu lucro como salário devido pela sua atividade organizadora. É natural, para seu pensamento capitalista, que lhe caibam os frutos de uma organização que, aliás, não é apenas sua. Ele é representante de uma nova era. (...) para sua ética, o pior crime é a ruptura da solidariedade, a livre concorrência, a exclusão da irmandade do lucro monopolista. (HILFERDING, 1910, p. 215, grifo nosso).

A postura do cartel, de modo genérico, visa a garantia da estabilidade: estabilidade de preços, estabilidade dos processos de produção e de reprodução, estabilidade dos fluxos de renda e estabilidade de sua atividade econômica como um todo. O canal para o estabelecimento de tal garantia, por sua vez, é eliminação da concorrência, orientada por um ideal de preço estável e atingível somente com o fim da especulação e o estabelecimento do monopólio industrial – cuja defesa aberta distingue o magnata do cartel das demais frações de classe

capitalista. Tal posicionamento, contudo, não diz respeito a idiosincrasias ou a agressividades particulares de indivíduos ou grupos de capitais em específico. Momento singular do desenvolvimento das relações capitalistas, o movimento de cartelização deve ser entendido como parte tanto *lógica* quanto *histórica* do processo de acumulação de capital. Nestas duas instâncias em simultâneo se explicita a contradição radical entre o que se toma como fundamento das relações capitalistas, que constitui sua natureza interna e que lhe dá origem e movimento, a *livre concorrência*, e os resultados em série que o movimento do capital origina, visto que a cada instante do tempo se pauta identificando e identificando-se na fonte mais segura e mais racional de lucros. A condição ideal para tanto, sob o ponto de vista dos capitais individuais, é a ausência plena de concorrência, sob associação, cartelização e trustificação, ou, em termos gerais, sob *monopólio*.

A natureza de uma economia empresarial capitalista, pois, sob o ponto de vista dos capitais individuais, mais que simplesmente a obtenção de lucros, é a “*obtenção do maior lucro possível*”. Diante da incessante competição intercapitalista, já são necessários esforços consideráveis apenas para a preservação das posições de cada capital frente aos demais concorrentes. O alçar de posições superiores às dos capitais concorrentes, por sua vez, requer força acima da média, inclusive em termos de lucros: requer lucros extraordinários. Mas a busca por resultados diferenciais empreendida simultaneamente por todos os capitais individuais, sob qualquer forma parcial, em concorrência global tem como resultado objetivo a tendência à conformação, *a posteriori*, de uma taxa de lucro média para todos os capitais individuais – precisamente o oposto do que é perseguido individualmente por cada capital. Este resultado, que se consubstancia à revelia da vontade do produtor individual, tem como fundamentos precisamente a igualdade e a livre mobilidade dos capitais. O que produz esta tendência é a possibilidade de “(...) contínuo afluxo de capital em áreas com um patamar da taxa de [lucro]⁴ acima da média e a constante fuga de áreas com taxa inferior à média”. (HILFERDING, 1910, p. 181).

O próprio movimento do capital, por sua vez, impõe barreiras cada vez maiores à sua livre mobilidade, ou seja, aos movimentos de afluxo e refluxo em busca da diferenciação de sua taxa de lucro em relação à taxa média. Estas barreiras se manifestam de duas formas: diretamente, como uma crescente dificuldade de mobilização de massas crescentes de capital já investido e imobilizado conforme aumenta a composição orgânica dos capitais individuais;

⁴ *Profitrare, taxa de lucro* em português, no original em alemão (HILFERDING, 1923, p. 264). Na edição brasileira consultada, a opção de tradução foi por *taxa de juros*.

e indiretamente, pelo fato de a ampliação dos capitais fixos já existentes exigir massas cada vez maiores de capital novo, ocultas sob uma proporção cada vez menor em relação ao capital total.

(...) esse gigantesco crescimento do capital fixo significa uma transferência permanentemente dificultada do capital, uma vez investido. (...) Quanto maior o capital fixo, quanto mais importante o seu volume, tanto mais cai seu peso na balança dos investimentos, tanto maior será a porção do capital total que compõe e tanto maior será a dificuldade de realizar, sem grandes prejuízos, o valor por ele representado e de, então, transferir o capital para um setor mais favorável. (HILFERDING, 1910, p. 184).

Nos termos do autor, com o desenvolvimento das relações capitalistas, “as velhas barreiras jurídicas da tutela medieval” são substituídas por “novas barreiras econômicas que limitam o direito de livre circulação do capital”, barreiras estas de caráter tanto externo, concernentes à correlação de forças dos diferentes capitais em seus espaços de concorrência; quanto de caráter interno, relativas à composição orgânica e à liquidez dos ativos de cada capital individual. Estes entraves adicionais aos fluxos de capital, resultantes de sua própria acumulação, não apenas interrompem a livre circulação como prejudicam a igualdade de condições que é pressuposto da tendência de formação de taxas de lucro médias. Mas como são as ambições dos capitalistas individuais que agora se encontram restringidas pelo resultado de seu encontro social, é a partir de movimentos individuais que se manifestam as tentativas de superação destas barreiras socialmente erguidas. O resultado concreto desta ambivalência é a modificação radical das formas com que se dão não somente a concorrência dos capitais face os espaços de valorização, como a própria permanência e mesmo a sobrevivência de cada capital. (HILFERDING, 1910, p. 184).

Uma das formas de transposição destas barreiras é a *concentração de capital*, o acúmulo de massas crescentes de capital individual, até que se torne possível a estruturação de unidades produtivas de tamanho e escala crescentemente suficientes para se fazer frente às escalas e aos custos de produção das unidades de produção competidoras já existentes. Sob um ponto de vista agregado, contudo, aprofundam-se os entraves à livre mobilidade. Um tal movimento, adotado coletivamente e de modo descentralizado, conforma uma dinâmica espiral cujo horizonte de conclusão é sempre a saturação da capacidade produtiva do setor como um todo em relação à demanda, a que seguem o acúmulo de iliquidez e a redução contínua da capacidade de qualquer capital individual auferir lucros extraordinários em qualquer ritmo. É a este movimento, especificamente, que Hilferding se refere quando aponta a tendência de queda da taxa de lucro. (HILFERDING, 1910, p. 185-7).

Um novo competidor em um setor já consolidado e já concentrado depende de significativos volumes de alocação de capital e de uma muito grande capacidade produtiva necessária *a priori* como requisitos tanto para sua entrada quanto para a sustentação de sua competitividade face aos capitais já estabelecidos, que já produzem em escalas ampliadas e já detêm parcelas significativas dos mercados consumidores. Seu intensificado ímpeto de competitividade, enquanto não se alcançam os níveis de produção e de custos de seus concorrentes, se voltará às atividades de abastecimento, de escoamento da produção e de realização de seu valor, em busca da chancela dos mercados para sua atividade produtiva. Além, portanto, da saturação das capacidades de produção do setor como um todo, se acrescenta a concorrência exasperada pela realização das mercadorias, a venda, atividade não produtiva – isto é, trabalho dispendido para fins de circulação, não de produção social (RUBIN, 1928, p. 293) – que significa custos e alocação de capital adicionais. A máxima contrapartida desta alocação, contudo, continua apenas a realização dos lucros esperados da capacidade produtiva instalada o que, por isso, diretamente reduz a taxa de lucro, calculada agora sobre um maior volume de capital. (HILFERDING, 1910, p. 186-7).

O acúmulo de massas de capital fixo, portanto, ao mesmo tempo em que fortalece a acumulação de capital e a posição dos capitais individuais frente aos demais, tanto as torna altamente dependentes da conjuntura concorrencial para as quais foram estabelecidas quanto introduz, de maneira direta, barreiras à saída, dada a própria natureza pouco móvel do capital fixo. Somente com grande dificuldade e sob perdas substanciais, devido a sua iliquidez e a sua especificidade, estas massas de capital fixo já investidas podem ser removidas de um mercado saturado, diante de conjunturas desfavoráveis ou simplesmente face a mudanças no quadro competitivo. Isto significa que a imobilização de crescentes massas de capital torna as indústrias “cada vez mais sensíveis à concorrência e à queda da taxa de lucro por ela causada, enquanto ao mesmo tempo cresce, exatamente para elas, a dificuldade para alterar a distribuição do capital uma vez colocado.” Conforme crescem em volume, se reduzem os espaços de crescimento futuro das grandes massas de capital fixo, expansão que, em termos absolutos, encontra ainda uma restrição última: depende da contínua capacidade consumidora de seus mercados, o que coloca um limite às escalas de produção em termos não de produtividade, mas simplesmente de volume (HILFERDING, 1910, p. 186-7).

A conjunção destes elementos, sobretudo quando levado em consideração o caráter eminentemente descentralizado e em última instância individual das decisões de produção e de investimento, conduz à contínua redução da capacidade de qualquer empresa do setor, nova ou velha, de sistematicamente auferir lucros extraordinários em qualquer ritmo – quando não

proporcionando uma situação generalizada de taxas de lucro individuais abaixo da média global. Os efeitos da acumulação e da concentração de capital como um todo tendem a recorrentemente compensar os esforços individuais da classe capitalista em gerar taxas de lucro extraordinárias, a ponto de, ainda que sempre sob novas formas, sistematicamente reacomodar a tendência à taxa de lucro média. A tendência de queda na taxa de lucro, no arcabouço do autor, portanto, refere-se à *diminuição dinâmica das taxas de lucro em direção à taxa média global*, isto é, à *tendência de equalização das taxas de lucro*, que opera tanto internamente a um mesmo setor quanto sobre o conjunto de setores envolvidos na competição intercapitalista. Nesse sentido, o movimento descoordenado dos capitais individuais conduz à redução dinâmica das possibilidades de realização de taxas de lucro extraordinárias em qualquer setor. Isto porque, em última instância, a situação concorrencial constantemente recoloca a possibilidade de que um novo capital se avolume o suficiente para adentrar em mercados já concentrados e saturados. (HILFERDING, 1910, p. 185-7).

Como, portanto, os movimentos de concentração de capital podem se mostrar inócuos, se não deletérios, para a continuidade da ampliação do ritmo de acumulação, as formas ulteriores de enfrentamento às barreiras que recorrentemente cerceiam a livre movimentação de capitais devem fazer frente também às barreiras adicionais erguidas pela própria concentração, assim como às consequências da decorrente espiral dissoluta de competição. Tratam-se de movimentos de *centralização de capital*, isto é, de ampliação do domínio e do poder de comando sobre a produção e sua realização, tanto horizontal quanto verticalmente. São estes os processos que, inclusive, constituem o traço distintivo do desenvolvimento capitalista analisado por Hilferding e que, em sua interpretação, inauguram o capitalismo moderno – o qual encontra seu epítome na forma sociedade anônima de organização da produção e da propriedade.

Para se engendrarem tais movimentos, em primeiro lugar, o acesso ao crédito exerce papel fundamental, em termos tanto de alcance quanto de diferenciação competitiva, sobretudo a partir do momento – tanto lógico quanto histórico – em que, nas palavras de Hilferding, as somas gradativamente acumuladas de mais-valia deixam de bastar para serem transformadas em capitais independentes. Este processo acaba por constituir relações cada vez mais simbióticas entre o capital bancário e o capital industrial, culminando em sua indissociabilidade, em função da qual a relação capital assume sua condição superior e sua forma mais abstrata: a forma de *capital financeiro*. Em segundo lugar, e de modo dependente da alavanca do crédito, sob qualquer uma de suas formas, as trajetórias de concentração e de centralização, sob o comando do capital financeiro, acentuam uma tendência global à monopolização, exasperada

na formação de trustes e carteis, com vistas a constringer a operacionalidade da livre concorrência e com o objetivo de suprimir, se não de eliminar, sob um ponto de vista individual, o mecanismo social que impõe a queda tendencial da taxa de lucro. (HILFERDING, 1910, p. 27; 184).

O próprio monopólio econômico será tanto mais sólido quanto maior for o capital necessário para fundar uma nova empresa, e quanto mais profunda for a ligação dos bancos com a [associação] monopolista, visto que sem a ajuda de um banco, ou mesmo contra a vontade dos bancos, uma grande empresa industrial, hoje, dificilmente subsiste. (HILFERDING, 1910, p. 198).

Estes dois movimentos contíguos são significativos por duas razões. Em primeiro lugar, porque constringem os circuitos de produção e de realização das mercadorias, visto desaguarem nas diversas formas de concertação intercapitalista, sobretudo o oligopólio. Em segundo lugar, impulsionam a expansão do próprio movimento do capital, em função não somente do amálgama de balanços e de interesses entre indústrias e bancos, como sobretudo da perfusão de operações de duplicação do capital no mercado de ações – o que ao mesmo tempo mobiliza monetariamente o capital industrial e subdivide o direito de propriedade à riqueza futura por ele gerada (HILFERDING, 1910, p. 143) – e de especulação sobre expectativas de lucros diferenciais sobre variações de preços, ambas formas de capital fictício. Em termos concreto-históricos, estes processos se manifestam no desenvolvimento da forma sociedade anônima e na institucionalização de mecanismos de negociação de contratos futuros. Trata-se, portanto, de fenômenos que aperfeiçoam tanto a dinâmica capitalista quanto o processo de valorização do capital. (HILFERDING, 1910, p. 27).

A convergência de interesses entre o capital industrial e o capital bancário tem origem na centralidade do crédito para a continuidade da circulação e para a ampliação do capital produtivo. A oferta de crédito, pois, além de mecanismo de expansão e ferramenta concorrencial determinante para as atividades produtivas, constitui também o ponto focal *par excellence* da projeção da valorização da riqueza sob a forma de capital monetário, manifesta nas decisões de alocação estratégica de riqueza por parte do capital bancário. Uma tal relação diz respeito simultaneamente à expansão do capital bancário e à sobrevivência dos capitais por ele tomados como centrais a seus próprios interesses de acumulação e, nesse sentido, abre caminho para a ingerência dos bancos sobre os destinos dos capitais sobre os quais depositam seu próprio capital, ou, a depender do desenvolvimento de suas relações, com os quais se amalgamam. É neste momento que, na interpretação de Hilferding, os interesses do capital industrial e do capital bancário passam a convergir de forma imediata, se não orgânica. Tal

movimento estabelece as condições tanto técnico-institucionais quanto sócio-históricas para o desdobramento das formas de riqueza, de reprodução e de acumulação de capital – processo que dá origem à forma do capital financeiro. (HILFERDING, 1910, p. 93; 187).

Os bancos detêm interesse direto sobre as taxas de lucro das empresas não somente porque é delas que advém sua remuneração, via taxas de juros, mas também porque é a partir das taxas de lucro esperadas que se determinam, ainda que definitivamente de forma especulativa, a geração dos lucros de fundação. A oferta de crédito e a atividade bancária de modo geral, contudo, atuam em simultâneo em diferentes espaços de acumulação, inclusive em espaços antagônicos, e, portanto, participam do círculo de influência tanto de capitais complementares quanto de capitais concorrentes entre si.

Para além da atuação de cada instituição bancária individual, ademais, se assumido o ponto de vista da atuação do sistema bancário como um todo, então *todo o capital bancário* detém interesses diretos nas taxas de lucro de *todas* as instâncias de capital produtivo, irrespectivamente do evidente conflito competitivo subjacente. Isto significa que o sistema bancário, enquanto fração de classe como um todo, se interessa igualmente pelos resultados de todos os capitais com os quais está de uma forma ou de outra envolvido: o capital emprestado deve se valorizar, independentemente de a empresa ser triunfante ou derrotada na concorrência. Ao mesmo tempo, contudo, e justamente em função do ponto de vista da agregação, a pressão da competição é negativa para todos os envolvidos – inclusive para o setor bancário. Significa, para ele, face simplesmente o risco de mercado, *a priori*, a renúncia a determinadas frações do total de operações financeiras possíveis ou, *a posteriori*, a ameaça de que um capital em que se acreditou sucumba à competição. O triunfo de um capital, pois, não indeniza o sistema bancário pelo capital investido ou adiantado como crédito que se desvaloriza ou mesmo desaparece com a derrota do capital concorrente. (HILFERDING, 1910, p. 187).

Na medida em que as empresas concorrentes forem seus clientes, o banco só tem a esperar desvantagens. Daí o esforço supremo do banco pela supressão da concorrência entre as empresas nas quais participa. Mas todo banco está interessado também no lucro máximo. De resto, em paridade de circunstâncias, este alcançará novamente o mais alto nível, com a total supressão da concorrência num ramo da indústria. Daí a ambição dos bancos pela formação do monopólio. Assim, as tendências do capital bancário coincidem com as do capital industrial, depois da eliminação da concorrência. (HILFERDING, 1910, p. 188).

O capital bancário, em função do grau crescente de concentração do setor e do número cada vez mais restrito de instituições bancárias individuais em relação tanto ao volume

de capital que dirigem quanto à abrangência de sua atuação, acumula cada vez mais *poder de comando* sobre o ritmo e a direção da reprodução capitalista. Concentrado e centralizado, o capital bancário acumula também a capacidade de se amontar ao capital das empresas as quais toma não somente como rentáveis como também estratégicas para a concretização de seus movimentos particulares de valorização, de concentração, de centralização e de monopolização. Por um lado, o interesse do capital industrial triunfante é o de “embolsar, por longo tempo, lucros extras depois do desalojamento de seus adversários, lucros que compensam mais do que suficientemente os prejuízos sofridos na luta competitiva”, situação tornada possível por uma superioridade técnica ou pela favorabilidade de suas instalações, de seus arranjos e de suas estratégias. (HILFERDING, 1910, p. 188). Por outro, sua crescente dependência em relação ao sistema de crédito e aos fluxos financeiros o torna vulnerável à influência do capital bancário, cujo interesse certamente não é de desfrute e estagnação, e que detém força suficiente, em *volume* e em *forma*, para se impor, de uma maneira ou de outra.

Com o desenvolvimento do sistema acionário acaba se formando uma técnica financeira própria, cuja missão é a de assegurar ao menor capital próprio possível o domínio sobre o maior capital alheio possível. (HILFERDING, 1910, p. 123).

Os canais de ingerência dos bancos sobre as indústrias, para além da provisão estratégica de crédito e de financiamento, passam a envolver também, e cada vez mais, a integração de conselhos administrativos ou mesmo a co-propriedade, enquanto acionistas principais, se não majoritários. Tal movimento alcança seu paroxismo quando emergem casos de propriedade cruzada, com vistas a, de modo geral, mitigar riscos, assumir capacidades ampliadas de controle sobre a produção, e, no limite, aprofundar a centralização de capitais a fim de se suplantarem os efeitos da concorrência por sobre a acumulação.

Com o desenvolvimento das sociedades anônimas, por um lado, e com a crescente concentração da propriedade, por outro lado, vem crescendo o número de grandes capitalistas que investem seu capital em sociedades anônimas diversas. (...) forma-se, assim, um círculo de pessoas que, em virtude do poder do capital próprio ou na condição de representantes do poder reunido do capital alheio (como diretores de banco), fazem parte dos conselhos fiscais de um grande número de sociedades anônimas. Surge assim um tipo de união pessoal, de um lado, entre as diversas sociedades anônimas e, a seguir, entre estas e os bancos, circunstância que deve ser da maior influência para a política da sociedade, por formar-se entre as diversas sociedades um interesse comum de proprietários. (HILFERDING, 1910, p. 123-4).

Estas formas de união pessoal, para Hilferding, são, indiferenciadamente, o impulso inicial ou o resultado de associações intercapitalistas que, por razões quaisquer, sobretudo legais, precisam manter-se separadas organizacional e institucionalmente, mas que somente se dirigidas de forma comum e centralizada atingem sua eficiência máxima. (HILFERDING, 1910, p. 123, n. 16). Um tal movimento, contudo, que tem como orientação, ainda nos marcos do modo capitalista de produção e de propriedade,

(...) uma [acumulação]⁵ de cargos em conselhos fiscais na mão de um pequeno número de grandes capitalistas, torna-se importante quando os mesmos abrem caminho ou chegam a promover o estabelecimento de vínculos de cunho organizacional mais íntimos entre as sociedades anônimas antes independentes. (HILFERDING, 1910, p. 125).

Para os bancos envolvidos, ou para o sistema bancário como um todo, a mediação destes processos de centralização significa

(...) primeiro, maior segurança de seu capital creditado e, segundo, possibilidade de transações rendosas, troca de ações, nova emissão de ações e operações semelhantes. Pois a união dessas empresas significa, para elas, lucros incrementados. O banco se apropria de uma parte desse lucro aumentado e a capitaliza. Assim, o banco tem interesse nos processos de [associação], não somente como instituição de crédito, mas, sobretudo, como instituição financeira. (HILFERDING, 1910, p. 194).

Desta necessidade nasce uma forma superior de simbiose entre o capital industrial e o capital bancário, para o qual, ademais, interessa cada vez mais rigorosamente fiscalizar, se não diretamente administrar, as posições das sociedades anônimas nas quais estão investidos. Do mesmo modo, interessa ao banco simultaneamente diluir seu risco e ampliar suas esferas de atuação, objetivo para o qual o expediente é envolver-se com o maior número de sociedades anônimas possível. (HILFERDING, 1910, p. 124-5). De qualquer modo, destas formas de associação

(...) nasce sempre um interesse duradouro do banco pela sociedade anônima que, por um lado, deve ser controlada pelo banco para garantir a aplicação correta do crédito concedido e, por outro lado, deve ser dominada na medida do possível, pelo banco, a fim de garantir todas as transações financeiras geradoras de lucro bancário. (HILFERDING, 1910, p. 124).

⁵ *Kummulierung*, *acumulação* em português, no original em alemão (HILFERDING, 1923, p. 264). Na edição brasileira consultada, a opção de tradução foi por *concentração*.

Para Hilferding, o desenvolvimento que a forma sociedade anônima representa em relação às empresas individuais reside, para além da potencialização das escalas de produção e do aperfeiçoamento dos estilos organizacionais e das estruturas decisórias, no amálgama entre as formas parciais e na diferenciação das funções que a forma sociedade anônima proporciona em simultâneo às frações de classe capitalista. A sociedade anônima transforma o capitalista industrial em administrador de capital de terceiros, ao mesmo tempo em que transforma o proprietário de capital em capitalista monetário – isto é, transforma a propriedade de capital em propriedade de ações, as quais nada mais são que uma forma específica de capital monetário, sobretudo se as ações puderem ser prontamente compradas e vendidas nas bolsas de valores. O capital alocado nas sociedades anônimas, portanto, por mais que se apresente enquanto capital industrial, assume acima de tudo a forma e a função de “puro capital monetário”, ao mesmo tempo em que a propriedade de capital se reduz à propriedade de um título de rendimento. (HILFERDING, 1910, p. 117-8; 145).

(...) o acionista está sempre em condições de poder recuperar seu capital por meio da venda de suas ações, de seu direito ao lucro e, nessa medida encontra-se nas mesmas condições do capitalista monetário. (HILFERDING, 1910, p. 113).

Assim como o capital de empréstimo busca a valorização por meio de juros, o capital acionário, também figura do capital monetário, busca a valorização por meio de dividendos, diferença a partir da qual se estabelece uma distinção radical entre a figura do capitalista industrial e a do acionista. O capital acionário e o capital de empréstimo, por sua vez, se distinguem também pela forma de suas valorizações. No capital de empréstimo, independentemente da modalidade, a rentabilidade é contratada *a priori* e os juros incidem independentemente da performance do capital funcionante – o que não o exime, contudo, dos riscos da operação. Já no capital acionário a rentabilidade não é de modo algum assegurada: é uma participação nos possíveis rendimentos futuros do capital funcionante. A possibilidade de rentabilidades mais altas justifica a tomada de maiores riscos. Este diferencial de rentabilidade em relação a outros canais mais seguros é categorizado como prêmio de risco, mas que, tanto quanto a taxa de juros, advém unicamente do lucro na produção. Em função tanto do risco adicional quanto do prêmio de risco, a expectativa é de que a remuneração do capital acionário exceda a taxa média de juros. (HILFERDING, 1910, p. 111-2).

Ao mesmo tempo, a sociedade anônima carrega consigo a prerrogativa de, frente a uma situação conjuntural de incapacidade de pagar aos seus acionistas dividendos em níveis satisfatórios, reduzir os preços de venda de suas mercadorias para abaixo de seu preço de produção, isto é, o preço de custo mais o lucro médio, para o nível do preço de custo mais a

taxa de juros média, a ponto de ainda assim conseguir distribuir dividendos ao menos no nível dos juros. Ou seja, a sociedade anônima, por sua posição distinta em relação aos capitais individuais, é muito mais resiliente, capaz de, mesmo diante de baixos lucros, em última instância garantir a equivalência entre a rentabilidade do capital acionário e a rentabilidade do capital monetário. A sociedade anônima, nesse sentido, não depende ininterruptamente da contínua realização do lucro médio, pois “se empenha em fazer o capital acionário render juro.” A venda das ações por parte de acionistas descontentes com a rentabilidade, ademais, não liquida o capital ativo e, desse modo, não afeta a capacidade da sociedade anônima continuar existindo – movimento que não se verifica no caso dos capitais individuais. (HILFERDING, 1910, p. 129).

Mas a distinção fundamental trazida pela forma sociedade anônima se encontra no impulso de transfiguração que imprime às formas parciais de capital que a compõem, o qual carrega consigo o potencial de multiplicar a propriedade de capital a partir das expectativas de rentabilidade futura da atividade produtiva. Este movimento de capitalização na forma de ações dá origem a uma das figuras concretas do capital fictício, isto é, a uma forma monetária de capital produtivo, tornado fungível e líquido. Nas palavras de Hilferding, ações não passam de títulos de mais-valia capitalizados a valor presente. (HILFERDING, 1910, p. 174).

Os títulos de dívida, isto é, direitos a remuneração futura na forma de juros, somente circulam por determinado de tempo. Na data de vencimento, o capital inicialmente emprestado é amortizado ao proprietário, acrescido dos juros contratados, e o tempo de circulação do título enquanto meio de pagamento fiduciário termina, assim como desaparece sua função enquanto forma de riqueza. A relação de crédito que dá origem ao capital acionário, por sua vez, envolve uma transação financeira de outra natureza. As ações, pois, são títulos de rendimento, isto é, direitos a uma remuneração futura, mas na forma de dividendos. A diferença é que

(...) o dinheiro que representavam originalmente foi definitivamente entregue e não precisa retornar ao ponto de partida, porque o capital que representa é fictício e sua magnitude é calculada apenas com base no rendimento. (HILFERDING, 1910, p. 136).

O ato de fundação de uma sociedade anônima, ao mesmo tempo um momento de financiamento para a expansão das atividades produtivas e de separação entre propriedade e gestão, é também um momento de duplicação de seu capital social. O capital monetário acreditado à sociedade anônima pela compra de suas ações se destina à transformação em capital produtivo, mas, diferentemente de uma operação de crédito, o faz não no montante da necessidade de financiamento da atividade produtiva, mas em proporção à rentabilidade futura

esperada da sociedade anônima capitalizada a valor presente, montante o qual constitui a massa de ações a ser emitida.

Na fundação de uma sociedade anônima, o capital acionário é calculado, de tal forma que o lucro da empresa seja suficiente para distribuir a cada acionista individual um juro correspondente ao capital por ele emprestado. (HILFERDING, 1910, p. 118).

Dessa forma, o capital monetário é transformado em capital industrial ao mesmo tempo em que preserva, enquanto capital acionário, a forma e a aparência de capital monetário. Os dividendos, pois, são recebidos como juros, ou seja, como rendimento pela propriedade de capital, diferenciada da remuneração do capital funcionante porque os títulos que dão direito a estes rendimentos são altamente líquidos e fungíveis no mercado de ações.

O valor presente deste capital acionário, contudo, é constituído simplesmente da expectativa de rentabilidade do capital industrial funcionante e, nesse sentido, constitui somente uma projeção, expectacional mas real, do capital original, isto é, constitui capital fictício. As ações de uma sociedade anônima, pois, não representam partes alíquotas do capital produtivo, mas direitos à participação em seus lucros futuros, capitalizados ao tempo presente à taxa de juros corrente. Por isso, o preço da ação depende não do preço do capital industrial ativo, mas da magnitude do lucro esperado e da taxa de juro vigente – diferença da qual emerge o lucro de fundação. (HILFERDING, 1910, p. 114; 116).

Isto significa que o ato de fundação de uma sociedade anônima, ou, de forma geral, a emissão de ações, é a institucionalização da capitalização enquanto forma de valorização, isto é, da transformação de expectativas futuras em capital, poder de compra e riqueza presentes. O momento da emissão de ações é o momento de criação de capital fictício, ou seja, da criação *ex nihilo* de propriedade de um valor que se valoriza.

(...) na sociedade capitalista, toda soma de dinheiro adquire a capacidade de render juro; inversamente, todo rendimento periódico transferível é considerado juro de capital e recebe um preço igual ao montante capitalizado, à taxa de juro corrente (...). (HILFERDING, 1910, p. 113).

Ou, ainda, nas palavras de Marx:

A formação do capital fictício tem o nome de capitalização. Para capitalizar cada receita que se repete com regularidade, o que se faz é calculá-la sobre a base da taxa média de juros, como o rendimento que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria. (MARX, 1894, p. 524).

Em função da incidência tanto de uma taxa de rentabilidade quanto da taxa de juros média, o momento da emissão de ações é também o momento da geração de lucros de fundação. Hilferding descreve o lucro de fundação como constituído pela diferença entre o valor presente do capital acionário, que se remunera, na forma de dividendos, pela taxa de juros média, e o valor presente do capital industrial, que se remunera pela taxa de lucro; ambos calculados a partir da massa de lucro esperada da atividade produtiva:

$$Lucro\ do\ Fundador = \left[\frac{Massa\ de\ lucro}{Taxa\ de\ dividendos} \right] - \left[\frac{Massa\ de\ lucro}{Taxa\ de\ lucro} \right]$$

(HILFERDING, 1910, p. 117).

O valor presente dos rendimentos esperados do capital industrial, i.e., a massa de lucros esperada capitalizada pela taxa de juros corrente, que conforma uma duplicação do capital industrial e, dessa forma, constitui capital fictício, é fracionado em um determinado número de ações de determinado valor de face. A soma das rentabilizações de cada ação individual à taxa de juros corrente corresponde à massa de lucro total esperada do capital industrial. O lucro de fundação, nesse sentido, constitui uma ampliação do capital originada na transformação de capital produtor de lucro em capital portador de juros, e depende, portanto, da diferença entre a taxa de lucro e a taxa de juros⁶. Enunciado da forma mais simples possível, o lucro médio menos os juros determinam o lucro empresarial, o qual, capitalizado à taxa de juros, amonta o lucro de fundação. Trata-se, por isso, de uma categoria econômica *sui generis*: não é lucro, nem juro, tampouco fraude, indenização ou salário, mas rentabilidade futura esperada capitalizada a valor presente e, por isso, riqueza e poder de compra hoje. (HILFERDING, 1910, p. 120; 172).

Essa realização é, ao mesmo tempo, a inversão da relação efetiva. O capital não aparece mais como magnitude determinada e, esta, decidindo o volume do lucro. Pelo contrário, o lucro aparece fixado como magnitude determinada e, logo, determina a magnitude do capital; uma determinação levada à prática na fundação da sociedade anônima, que possibilita a obtenção do lucro de fundação e determina seu

⁶ O exemplo numérico apresentado por Hilferding é o que segue. Um capital industrial de \$1.000.000, sob uma taxa de lucro de 20%, gera uma massa de lucro de \$200.000. Estes \$200.000 futuros capitalizados a uma taxa de juros de 5% constituem um capital fictício de valor presente de \$4.000.000. Mas, para a produção dos \$200.000 de lucro, são necessários somente \$1.000.000 de capital industrial. A diferença entre \$4.000.000 e \$1.000.000 são os lucros de fundação, neste caso, no valor de \$3.000.000. A venda deste capital fictício total, ademais, pode ser fracionada em diferentes combinações entre preço e quantidade: 1.000 ações de \$1000, 2.000 ações de \$2.000, 4.000 ações de \$1000, 8.000 ações de \$500. Independentemente do número e do valor das ações em que este capital fictício é fracionado, espera-se que cada ação individual se rentabilize à taxa de juros corrente, de 5%. A rentabilidade das ações individuais multiplicada pelo número de ações emitidas é igual à massa de lucro esperada. Uma ação de \$500, por exemplo, tem direito a \$25 de dividendos. O total de 8.000 ações têm direito ao total de \$200.000 lucro do capital industrial. (HILFERDING, 1910, p. 120).

nível. As verdadeiras relações aparecem postas às avessas. (HILFERDING, 1910, p. 144).

Mas, para que tal movimento aconteça, o posicionamento do sistema bancário é de antemão fundamental. São os bancos, afinal, que medeiam e mesmo que concretizam a oferta inicial feita pela sociedade anônima ao mercado de capitais. Para o banco, ademais, cabe a função indispensável de justamente adiantar à sociedade anônima o capital monetário na forma de ações antes de sua transformação em capital produtivo. Esta metamorfose, por sua vez, depende antes de mais nada da quantidade de capital a ser emprestada, ou seja, das massas de capital monetário em busca de rentabilidade interessado em sua transformação em capital fictício, na forma de ações, diante da expectativa tanto de dividendos quanto de valorização. Este movimento, para o banco, representa o epítome do movimento de realização D-D': o adiantamento de capital, o parcelamento deste total em cotas de participação e a sua recuperação pela venda das cotas, na forma de ações. (HILFERDING, 1910, p. 124).

Como essa transformação é acompanhada de um desenvolvimento simultâneo do mercado desses títulos, que se tornam conversíveis a qualquer instante em dinheiro, eles podem vir a constituir componentes do próprio capital bancário. O banco não entra aqui em nenhuma relação de crédito, tampouco rende juro algum. O banco apenas coloca à disposição do mercado, sob a forma de capital fictício, o capital monetário destinado à transformação em capital industrial. É aí que se vende o capital fictício e o banco realiza seu lucro de fundação, lucro que se origina da transformação de capital industrial em capital fictício. (HILFERDING, 1910, p. 131).

Consequentemente, a função do banco é determinante também na abertura do capital e na emissão propriamente dita das ações. O sistema bancário, pois, é tanto o grande depositário da confiança do público quanto mediador imprescindível dos sistemas de pagamentos, duas funcionalidades sociais as quais colocam à disposição dos bancos toda a riqueza monetária da sociedade. (HILFERDING, 1910, p. 131-2).

Da forma como se desenvolve a situação da bolsa, deve-se falar, hoje em dia, muito mais de uma tendência dos grandes bancos do que de uma tendência da bolsa, pois aqueles tornaram-se cada vez mais instrumentos de que a bolsa depende e dirigem seus movimentos a seu bel-prazer. (HILFERDING, 1910, p. 151 *cf. Frankfurter Zeitung* de 21 de julho de 1907).

Para além da intermediação na negociação de promessas de pagamento, que multiplica a base monetária e dá origem à primazia do crédito bancário sobre o simples crédito comercial, em primeiro lugar; e da intermediação na transformação de dinheiro ocioso em capital monetário, o que ao mesmo tempo amplifica a capacidade de geração de lucros do

capital produtivo mas dá vazão antagônica ao capital portador de juros, em segundo; diante do desenvolvimento do mercado de ações, o sistema bancário desenvolve, imperativamente, um canal de intermediação particular. No ato de emissão, o sistema bancário adianta capital monetário à sociedade anônima e assume o controle da venda das ações no mercado primário. A massa de capital adiantada pelos bancos não somente é recuperada pela venda das ações, como acrescida do lucro de fundação, proveniente da diferença entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros vigente, e que se avoluma em consonância com a espiral de valorização das ações na vigência de sua oferta inicial. Para os compradores, o todo constituído pelas ações se apresenta enquanto duplicata do capital produtivo original. Este capital duplicado, apesar de industrial, retém a aparência e a forma de capital monetário ao mesmo tempo em que deixa de existir na forma de dinheiro. É esta particular institucionalidade de sua confluência que permite ao banco emissor o embolso imediato, em detrimento da sociedade anônima, dos lucros de fundação. (HILFERDING, 1910, p. 131). Estabelece-se assim um espaço adicional para o conflito intercapitalista, especificamente entre as duas figuras do capital, o banco e a sociedade anônima, envolvidas na emissão das ações.

(...) a criação do capital fictício propicia a possibilidade do lucro de fundação. Com isso, o lucro é conduzido, na sua maior parte, às mãos de grandes potências monetárias concentradas, potências que são as únicas capazes de dar ao capital industrial a forma de capital fictício. Mas esse lucro não lhes flui como dividendos de acionista em forma de renda anual e fracionada, mas sim capitalizados como lucro de fundação, como uma grande quantia considerada relativa e absoluta[mente], que pode atuar imediatamente como novo capital em forma de dinheiro. Dessa maneira, cada nova empresa paga de antemão um tributo a seus fundadores que nada fizeram por ela e que não precisam jamais ter alguma coisa a ver com ela. Trata-se de um processo que concentra de novo grandes quantias de dinheiro nas mãos de grandes potências financeiras. (HILFERDING, 1910, p. 145).

Em passagem anterior, Hilferding explicita, ainda que hermeticamente, a temporalidade envolvida no processamento desta redistribuição de riqueza.

O banco recebe o lucro de empresário não na forma de rendimento anual, mas capitalizado como lucro de fundador. O lucro empresarial é um fluxo contínuo de rendimentos, mas é pago ao banco de uma vez por todas na forma de lucro de fundação. O banco determina a distribuição capitalista da propriedade como eterna e imutável e desconta esta eternidade no lucro do fundador. O banco, assim, é compensado de uma vez por todas e deixa de ter direito a indenização em caso de

suspensão desta distribuição de propriedade. Ele já tem a sua recompensa.⁷ (HILFERDING, 1910, p. 133).

As características que distinguem a forma do capital acionário das demais – a fungibilidade e a liquidez dos títulos a seus rendimentos – são as mesmas que permitem aos bancos tanto fundar as sociedades anônimas, pela emissão das ações em primeiro lugar, quanto, e mais significativamente, exercer seu domínio sobre elas. A dinâmica dos negócios nas bolsas de valores, em função da peculiaridade da circulação de capital fictício, eminentemente especulativo, não afeta o nível dos rendimentos dos capitais, como acontece com o capital produtivo e com o capital a juros, mas somente o preço presente dos títulos aos seus rendimentos. Quanto mais líquida é a circulação de capital fictício nas bolsas, mais rapidamente os preços das ações se ajustam à demanda. Trata-se, portanto, de uma forma particular de mediação da taxa de rentabilidade do capital acionário, mas que, de qualquer modo, instaura uma tendência à aproximação dos dividendos ao nível dos juros. Isto porque conforme os preços das ações, em função da demanda, subam, as proporções que os dividendos representam em relação ao capital total tendem à baixa. A taxa de rentabilidade das ações, dessa forma, tende a cair até o nível da taxa de juros – abaixo do qual o capital acionário se mobilizará para outras paragens. Ou seja, do próprio aprofundamento do mercado acionário emerge uma tendência à equalização também da taxa de juros do capital monetário em forma de ações, movimento em função do qual o lucro do fundador, em cada novo movimento de fundação, tende a crescer. (HILFERDING, 1910, p. 120; 124; 132).

Quanto maior se torna o poder dos bancos, tanto mais perto o dividendo reduzido chega ao valor do juro, e tanto maior a parte do lucro de fundador absorvida pelo banco. Empresas fortes e sólidas conseguem, pelo contrário, assegurar à própria empresa parte do lucro do fundador por ocasião de aumentos de capital. Desenvolve-

⁷ Tradução livre a partir do original em alemão:

Der Bank fließt der Unternehmergewinn zu; aber nicht als jährliche Revenue, sondern kapitalisiert als Gründergewinn. Der Unternehmergewinn ist eine fortlaufende Einnahme, die aber der Bank im Gründergewinn ein für allemal ausbezahlt ist. Die Bank hat die kapitalistische Verteilung des Eigentums als ewig und unabänderlich gesetzt und eskomptiert im Gründergewinn die Ewigkeit. Sie ist damit auch ein für allemal abgefunden und hat keinen Anspruch auf Entschädigung für die Aufhebung dieser Eigentumsverteilung. Sie hat ihren Lohn bereits dahin. (HILFERDING, 1923, p. 178).

A tradução desta edição brasileira do texto de Hilferding se encontra truncada:

O lucro do empresário vai para o banco, não como rendimento anual, mas capitalizado como lucro de fundador. O lucro do empresário é um rendimento ininterrupto, pago, de uma vez, ao banco, como lucro de fundador. O banco instituiu a distribuição da propriedade como lei eterna e imutável, e ele desconta de uma vez esse lucro eterno de fundador. Ele se conforma com o fato de não ter direito algum à indenização pela suspensão dessa distribuição da propriedade. Seus honorários já se encontram em caixa. (HILFERDING, 1910, p. 133).

se então uma espécie de luta visando a distribuição do lucro de fundador (entre a sociedade [anônima] e o banco), o que fornece ao banco mais uma razão para garantir o seu domínio sobre a empresa. (HILFERDING, 1910, p. 132).

A queda da taxa de juros do capital monetário na forma de capital acionário, nesse sentido, é

(...) consequência da redução progressiva do dividendo sobre o nível do juro, enquanto o lucro de fundador cada vez mais aparece capitalizando o lucro global do empresário, um processo que pressupõe um desenvolvimento relativamente elevado dos bancos e das relações destes com a indústria, assim como um desenvolvimento correspondente do mercado de capital fictício, ou seja, da bolsa de valores. (HILFERDING, 1910, p. 132).

O desenvolvimento dos sistemas bancários e o aperfeiçoamento de suas formas de criação monetária – seja pela emissão de moeda bancária, pela transformação de dinheiro ocioso em capital monetário ou pela transformação e multiplicação de capital industrial em capital fictício, via lucros de fundação – por um lado, tornam o sistema de crédito ferramenta concorrencial cada vez mais imprescindível para o avanço da reprodução do capital e também para a concretização de seus impulsos de concentração e centralização, tanto no que diz respeito à propriedade de capital quanto no que diz respeito ao poder de comando sobre a reprodução capitalista. Manifestação ao mesmo tempo mais desenvolvida e mais simples da centralização de capital,

(...) o próprio cartel pressupõe um grande banco em condições de satisfazer continuamente o imenso crédito de circulação e de produção de toda uma área industrial. (HILFERDING, 1910, p. 217).

Ao mesmo tempo, por outro lado, o desenvolvimento da indústria capitalista e de suas formas de reprodução recorrentemente estimula o setor bancário e o capital bancário como um todo a se reposicionar diante de seus renovados potenciais de acumulação, bem como a recolocar seu poder de extrair das taxas de lucro suas taxas de juros, sobretudo na forma do desenvolvimento e da aprofundada concentração do próprio sistema financeiro. A um só passo, o avanço da centralização das indústrias induz os bancos a se associarem entre si e a ampliarem seu poder de comando sobre o setor industrial, enquanto a centralização do poder bancário continuamente possibilita o setor produtivo e seus apêndices a associações ulteriores, precisamente porque depende de suas capacidades de criação de mais-valor.

Com o desenvolvimento das relações capitalistas e das relações de crédito, portanto, se amplificam as relações de vinculação entre indústrias e bancos, mas com viés para as instâncias que comandam a riqueza sob suas formas mais líquidas, mais gerais e mais abstratas.

A dependência da indústria com relação aos bancos é (...) consequência das relações de propriedade. Uma porção cada vez maior do capital da indústria não pertence aos industriais que o aplicam. Dispõem do capital somente mediante o banco, que perante eles representa o proprietário. Por outro lado, o banco deve imobilizar uma parte cada vez maior de seus capitais. Torna-se, assim, em proporções cada vez maiores, um capitalista industrial. (HILFERDING, 1910, p. 217).

Estabelecem-se, dessa forma, relações de interdependência em escala capitalista mais elevada, uma que altera as próprias formas de manifestação e de existência do capital. Este desdobramento bilinear das relações entre empresas e bancos, que recorrentemente aprofunda suas relações mútuas de dependência e, nesse sentido, agudiza sua simbiose, constitui, para Hilferding, um desenvolvimento ulterior das formas de propriedade de capital e origina uma nova forma de capital, o *capital financeiro*, fruto do amálgama entre as formas parciais de capital logicamente anteriores.

Chamo de capital financeiro o capital bancário, portanto o capital em forma de dinheiro que, desse modo, é na realidade transformado em capital industrial. Mantém sempre a forma de dinheiro ante os proprietários, é aplicado por eles em forma de capital monetário – de capital rendoso – e sempre pode ser retirado por eles na forma de dinheiro. Mas, na verdade, a maior parte do capital investido dessa forma nos bancos é transformado em capital industrial, produtivo (meios de produção e força de trabalho) e imobilizado no processo de produção. Uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos e [usado] pelos industriais. (HILFERDING, 1910, p. 219).

Para Hilferding, o capital financeiro epitomiza a forma de movimento D-D', “a forma mais genérica e mais [abstrata] do movimento do capital.” Ele é, ademais, a síntese de todas as formas parciais de capital:

O capital financeiro aparece como capital monetário (...), dinheiro gerador de dinheiro (...). Como capital monetário, é colocado à disposição dos capitalistas produtivos em ambas as formas de capital de empréstimo e capital fictício. Os bancos cuidam da mediação e tentam, ao mesmo tempo, transformar em capital próprio uma porção cada vez maior, dando assim ao capital financeiro a forma de capital bancário. Esse capital bancário torna-se cada vez mais a mera forma – forma de dinheiro – do capital realmente ativo, isto é, do capital industrial. [Ao mesmo tempo, a independência do capital comercial é cada vez mais eliminada, enquanto a

separação entre o capital bancário e o capital industrial é suspensa pelo capital financeiro.]⁸ (HILFERDING, 1910, p. 227).

O ímpeto e a força aperfeiçoadas do capital financeiro recolocam sobre bases mais elevadas também o impulso à associação entre capitais individuais. Seja por seu interesse direto em fazer arrefecer a concorrência entre capitais de determinado setor, o que se encaminha para movimentos de concentração e de centralização de capital; seja por sua propensão ao controle absoluto sobre a rentabilidade das atividades produtivas, o que leva à integração vertical de setores até então atomizados; o resultado das posturas assumidas pelo capital financeiro é seu próprio aprofundamento até sua consolidação enquanto forma de capital dominante, visto aglutinar as tendências tanto à formação de um cartel geral quanto à formação de um banco geral. (HILFERDING, 1910, p. 227).

A vantagem, no entendimento de Hilferding, é que

essa intervenção bancária acelera e facilita um *processo que reside no sentido evolutivo da concentração industrial*. Mas o introduz por outros meios. *O resultado da luta competitiva é antecipado*. Por um lado, é poupado com isso o aniquilamento inútil e o desperdício das forças produtivas. Por outro lado, contudo, não resulta, de imediato, aquela concentração de propriedades que era o resultado da luta competitiva. O proprietário da outra fábrica não é expropriado. Temos concentração de estabelecimentos, respectivamente de empresas, *sem concentração de propriedade (...)* expressão patente de que, cada vez mais, a função da propriedade é desligada da função da produção. (HILFERDING, 1910, p. 194, grifos nossos).

Este quadro geral de tendências à supressão da concorrência é decorrência aprofundada justamente dos processos de concentração e de centralização de capital os quais, na interpretação de Hilferding, inauguram esta forma desenvolvida de relações capitalistas. Em concretude, estes movimentos assumem diferentes formas, mas seu pressuposto genérico é a intenção de suprimir, se não eliminar, precisamente a origem e causa da tendência de equalização das taxas de lucro sob o ponto de vista dos capitais individuais: a concorrência intercapitalista.

⁸ Entre colchetes, tradução livre a partir do original em alemão:

Zugleich wird die Selbständigkeit des kommerziellen Kapitals immer mehr beseitigt, während die Trennung des Bankkapitals und des produktiven Kapitals im Finanzkapital aufgehoben wird. (HILFERDING, 1923, p. 350).

A tradução desta edição brasileira do texto de Hilferding se encontra truncada:

Simultaneamente é cada vez mais eliminada a dependência do capital comercial, enquanto é anulada a separação do capital bancário do capital produtivo em capital financeiro. (HILFERDING, 1910, p. 227).

Onde o poder do capital é suficientemente forte, esta tendência desencadeia, por seu lado, a contratendência para sua superação. Essa contratendência conduz finalmente à *supressão da livre-concorrência*, e, com isso, à tendência a configurar a contínua desigualdade da taxa de lucro, até que finalmente essa própria desigualdade é supressa pela *eliminação da separação dos setores de produção*. (HILFERDING, 1910, p. 187, grifos nossos).

A primeira categoria ideal de movimento de eliminação da separação dos setores de produção identificada por Hilferding é a *associação*, união de empresas uma das quais fornece insumos à outra. Ela se origina na diversidade de taxas de lucro entre os distintos setores de uma mesma cadeia produtiva e beneficia diretamente as empresas associadas, visto remover uma fonte significativa de oscilação das taxas de lucro: a rivalidade direta entre capitais imediatamente interdependentes. Tomando o lucro total da cadeia produtiva como um todo, a parcela de lucro que cabe a cada etapa da cadeia depende de seus poderes relativos em cada um de seus mercados, visto que a alta da taxa de lucro de uma se dá em detrimento da taxa de lucro de outra. A associação suprime essa disputa, bem como melhora as condições competitivas de seus membros por alterar suas posições relativas em seus respectivos setores, ainda que sem alterar a taxa de lucro global de cada um de seus setores em específico. Mas a celebração de tal movimento depende também do poder de influência de um capital sobre o outro, no limite em termos de suas participações relativas de mercado, visto constituir um acordo que justamente anula a potencialidade de um extrair parcelas do lucro do outro. Ou seja, depende *a priori* de uma desigualdade de condições, estruturais ou conjunturais, mas que tem como contrapartida o estabelecimento de melhores condições de competição para ambos os capitais associados em seus respectivos mercados. (HILFERDING, 1910, p. 191-3).

Outra forma de associação pode se dar com vistas à eliminação de um intermediário, de forma geral o capital comercial. Sob uma concentração avançada dos mercados, concentra-se também a execução de funções até então dispersas por entre diversos capitais ao longo de uma mesma cadeia produtiva, a ponto de possibilitar a capitais concentrados a atenção direta a suas necessidades e de, portanto, possibilitar a supressão da função de capitais intermediários. Nestes casos, o comércio se torna supérfluo e a associação direta entre as empresas negociantes, ao suprimir o espaço de atuação do capital comercial, cujo lucro era parcela do lucro total da cadeia produtiva, eleva proporcionalmente o lucro industrial de ambas. A vantagem final consiste em que, “enquanto as empresas associadas concorrem com as empresas isoladas, o lucro aumentado confere-lhes uma superioridade na concorrência”. (HILFERDING, 1910, p. 192).

Ambas as formas de associação, ademais, ainda que originadas de correlações de forças ou mesmo de simples condições conjunturais, logo dão espaço para melhorias técnicas no processo de produção, como o melhor aproveitamento de escalas de produção, melhores condições de planejamento ou, em suma, maior racionalização da produção ao longo de toda a cadeia. “Essas vantagens técnicas, uma vez dadas, tornam-se, por outro lado, motivo impulsor para a efetivação da associação onde as meras causas econômicas ainda não as provocaram.” (HILFERDING, 1910, p. 193).

A segunda categoria de centralização de capital descrita por Hilferding é a *união* de capitais do mesmo setor, a qual emerge do objetivo de fazer aumentar a taxa de lucro do setor para além do nível médio, por meio da eliminação direta da concorrência – diferentemente da associação, que não impactava o lucro total de seus setores, apenas alterava as condições de competição dos capitais associados em seus setores em específico. Os capitais unidos, uma vez dominantes em seu setor, passam a dispor da prerrogativa de marcar seus preços de maneira mais categórica, ainda que não de forma irrestrita, e, assim, aumentar suas taxas de lucro, configurando-se enquanto oligopólios ou monopólios.

Na tipologia de Hilferding, uma união contratual em que ambas as empresas preservam sua independência constitui *comunidade de interesses*, e a união de duas empresas em uma só, de maior porte, uma *fusão*. Quando uma comunidade de interesses, por sua vez, estabelece um monopólio, com o objetivo de, por meio de colusão, aumentar preços e maximizar sua rentabilidade, ela constitui um *cartel*. E quando uma fusão pretende alcançar os mesmos objetivos, mas por meio da dominação direta do mercado, configura um *truste*. Por fim, uma comunidade de interesses monopolista, ou um cartel, pode passar a envolver empresas de ramos de produções complementares, tornando-se *cartéis associados*⁹, isto é, verticalizados. (HILFERDING, 1910, p. 194).

Mas estas categorias todas são somente uma distinção conceitual, tipológica. O autor reconhece que “(...) assim como as espécies na Natureza não são algo fixo, tampouco o são os diferentes ramos na indústria.” A própria evolução do processo de centralização tende a tornar tais distinções difusas, obsoletas, e os capitais, cada vez mais indistinguíveis conforme constituam associações e cartéis verticais ou mesmo monopólios em absoluto. Um setor associado pode, assim, passar a abranger cada vez mais múltiplos setores de produção,

⁹ Ao referir-se aos cartéis associados, Hilferding usa o termo *kombiniert*, mesmo termo utilizado para referir-se às associações diretas entre capitais de etapas complementares de uma cadeia produtiva, diferentemente da tradução em português da edição consultada, que as diferencia, respetivamente, entre *combinação* e *associação*. Daqui em diante, quando a opção de tradução for por *combinação*, utilizamos apenas o termo *associação*, destacado entre chaves, respeitando desta forma também a dupla aceção do texto original.

complementares ou não, e, com o poder de comando dessa forma centralizado, fazer desaparecer os capitais menores, que sucumbirão à luta competitiva. Mas mesmo uma associação que não atinja o patamar de monopólio, incapaz de eliminar por completo a concorrência, “reforça a empresa constituída pela [associação] na concorrência frente às empresas isoladas”, concedendo-lhe vantagens técnicas e econômicas inerentes à empresa maior em relação à menor. (HILFERDING, 1910, p. 194).

Uma diferenciação, contudo, permanece central. Segundo Hilferding, “estas vantagens técnicas podem ser por si sós suficientes para conduzirem às associações e fusões; em contrapartida, as comunidades de interesses e os cartéis nascem somente das vantagens econômicas”. (HILFERDING, 1910, p. 194). As vantagens econômicas às quais se refere dizem respeito às condições de negociação, às correlações de força de mercado, de crédito e de rentabilidade entre os diferentes capitais, assim como às relações de vulnerabilidade, de dependência e de compadrio. Já as vantagens técnicas dizem respeito simplesmente às condições de produção em si, como o nível de desenvolvimento das forças produtivas e a taxa de produtividade.

Os movimentos de fusão, a formação de um novo capital de maior porte e com maiores vantagens técnicas na produção, em contrapartida, constituem um passo adicional em relação a essas categorias de vantagens. Tais movimentos são tidos por Hilferding como um expediente final para uma situação depressiva em um mercado já concentrado e já centralizado, quando as capacidades técnicas se tornam a última ferramenta de diferenciação competitiva para capitais até então separados. (HILFERDING, 1910, p. 195). Mas isto constitui uma situação extrema, sobretudo porque anula o caráter individual dos capitais envolvidos. Talvez por isso, como regra geral mas de forma tácita, Hilferding utiliza simplesmente o conceito de *cartel* para referir-se aos processos de centralização como um todo.

Em um cartel, pois, preservam-se as condições de capital individual e, dentro de certos limites, da independência na tomada de decisões por parte de seus membros. Por isso, um cartel pode ser entendido, apesar de seu ímpeto centralizador e monopolizador, como uma forma *simples* de associação entre capitais. Além disso, a formação de um cartel se baseia não em condições técnicas, mas essencialmente das correlações de força na produção, na competição e na realização, bem como da conjunção de interesses e de objetivos entre os capitais envolvidos. O cartel é, ainda, também o resultado mais simples – a concentração de capitais e de mercados sem concentração de propriedade –, da interferência dos bancos sobre as indústrias. Por fim, o movimento de cartelização distingue-se, talvez justamente em função de sua relativa simplicidade, por, enquanto processo dinâmico, ostentar significativa “força

propagandística”: uma vez formado um cartel, a forma eficiente *par excellence* de combatê-lo é a formação de outro cartel, acima de qualquer outra forma de associação rival, horizontal ou vertical. (HILFERDING, 1910, p. 223).

Isto porque os efeitos primários do estabelecimento de um cartel, são o controle da oferta, o aumento do preço e o aumento das taxas de lucro de seus membros, em detrimento das taxas de lucro dos não-membros do setor e nos setores à montante e à jusante na cadeia produtiva. Os cartéis garantem maiores lucros ao, em função de seu poder monopolista, encarecer a venda de matérias primas ou baratear a compra de insumos: “(...) o lucro do cartel nada mais é do que a participação, usurpação do lucro de outro ramo industrial.” (HILFERDING, 1910, p. 223).

Resultado de segunda ordem de movimentos de cartelização são a manifestação de seu caráter excludente, isto é, seu impulso de diferenciação entre os capitais membros e os demais capitais. Um cartel se define, pois, justamente pelo estabelecimento de barreiras à entrada de novos capitais não somente ao próprio cartel como também aos mercados em que atuam, visto que sua mera presença alteraria o quadro de condições de competição.

Tanto pelo controle dos preços quanto pelas barreiras à entrada, portanto, o cartel contribui diretamente para o aprofundamento do cerceamento da mobilidade dos capitais, elemento central para a manifestação da tendência de equalização das taxas de lucros, com a diferença de que os membros do cartel se estabelecem enquanto dominantes nos mercados em que estão envolvidos e, portanto, em condições de assegurar a continuidade de seus lucros extraordinários. (HILFERDING, 1910, p. 222-3).

Mas o impacto do estabelecimento do cartel sobre os demais capitais do setor não se restringe à mera diminuição dos lucros:

as demais esferas de pequeno investimento de capital também são exploradas do mesmo modo pelas indústrias cartelizadas. E dessa forma, nessas indústrias, o lucro dos capitalistas aparentemente ainda autônomos torna-se, em definitivo, mero salário de administração, tornando-se esses capitalistas empregados do cartel, capitalistas ou empresários intermediários, análogos aos capatazes do operário. (HILFERDING, 1910, p. 223-4).

Em função do lucro reduzido, as indústrias não cartelizadas sofrem um “retardamento de seu desenvolvimento”. Em adição às barreiras à entrada instituídas pelo cartel, em primeiro lugar já a menor taxa de lucro média do setor já induz a um menor e mais lento afluxo de capitais. Em segundo lugar, estes menores rendimentos exasperam a competição em termos comerciais, visto que a qual a baixa taxa de lucro se configura também como um limite

à viabilidade da redução dos preços com fins à conquista ou à mera preservação de mercados. E, em terceiro lugar, ao transformar o lucro destas indústrias em meros salários administrativos, reduz-se o espaço de estabelecimento de novas sociedades anônimas, decisão estratégica também em termos de financiamento, em função do lucro do fundador. Isto porque os dividendos e o próprio lucro do fundador só podem existir sobre os rendimentos superiores aos lucros do setor, ou seja, aos salários de administração determinados pelo cartel. Assim,

a cartelização atua obstruindo o desenvolvimento das indústrias não-cartelizadas. Ao mesmo tempo, a cartelização agrava nelas a concorrência e, com isso, a tendência à concentração, até que essas próprias indústrias, finalmente, se tornem aptas para o cartel ou para serem anexadas por uma indústria já cartelizada. (HILFERDING, 1910, p. 225).

Além, portanto, da pressão de aprofundamento e de propagação de seu próprio movimento, os processos de cartelização têm consequências mais amplas: a determinação de lucros excepcionais para seus membros, consolidados no interior do sistema bancário como massas concentradas de capital; e um retardamento generalizado no investimento de capital – tanto nas próprias indústrias cartelizadas, visto que é na restrição da produção que reside a força do cartel, quanto nas indústrias não cartelizadas afetadas, seja, por sua vez, no mesmo setor de produção, seja em etapas distintas da cadeia de produção, visto suas agora menores taxas de lucro e mais intensas condições de competição. “Dessa forma, cresce rapidamente, por um lado, a massa de capital destinado à acumulação, enquanto que, por outro, se contrai sua possibilidade de investimento.” (HILFERDING, 1910, p. 226).

Para os capitais e os setores isolados pelos cartéis, por sua vez, apresentam-se duas alternativas de combate ao enfraquecimento de suas posições. A primeira é a associação, por parte de capitais de diferentes etapas da cadeia produtiva, com os capitais não cartelizados do setor no qual se encontra o cartel. Esta associação vertical os torna possivelmente independentes do cartel e, dessa forma, potencialmente capazes de restaurar sua taxa de lucro anterior. O movimento significa a recolocação de um diferencial competitivo, face tanto o próprio cartel quanto as demais empresas não cartelizadas concorrentes, o que recoloca também a tendência à equalização das taxas de lucro.

Dessa forma, o cartel mostra-se, em princípio, como o impulso mais forte para a [associação] e, com isso, para uma concentração mais ampla. Esta se fará valer especialmente de uma maneira forte nos ramos industriais que são compradores e fabricantes dos produtos do cartel. (HILFERDING, 1910, p. 223).

O outro caminho disponível para empresas que agora se defrontam com um fornecedor ou cliente cartelizado é a sua própria cartelização. Caso se cartelizem a si mesmos, estes capitais

(...) então se tornam capazes de fazer frente, unidos, ao cartel (...) e fazer valer seu poder como comprador. Por outro lado, agora podem eles mesmos determinar o preço de venda de seus produtos e elevar a taxa de lucro além da normal. Com efeito, ambos os caminhos são empreendidos, tanto a [associação] quanto a cartelização, e o resultado do processo será a [associação] monopolista combinada dos produtos (...). (HILFERDING, 1910, p. 223).

Para Hilferding, portanto, este processo tende a se propagar aos demais setores, atingindo “(...) uma área de produção depois de outra.” Nisto reside a força propagandística dos cartéis. Como a mobilidade de capitais se encontra restringida pela própria natureza do cartel, os diferenciais entre taxas de lucro só podem ser ora compensados pela participação nas maiores taxas de lucro comercial, por meio da auto-cartelização, ora efetivamente eliminados, em termos relativos, por meio da associação com as demais empresas isoladas do setor cartelizado. Dessa forma, tanto a associação quanto a autocartelização “(...) supõem maior concentração e, daí, facilidades para ulterior cartelização.” (HILFERDING, 1910, p. 223).

Simultaneamente, portanto, não se coloca um “limite absoluto para a cartelização”. O que prima, pelo contrário, é “uma tendência à ampliação permanente da cartelização”. O resultado final de um processo do gênero seria, não obstante, o estabelecimento de um *cartel geral*, no qual “a totalidade da produção capitalista é regulamentada de caso pensado por uma instância que determina o volume da produção em todas as suas esferas.” (HILFERDING, 1910, p. 226).

A máxima monopolização da produção, nesse sentido, constitui a mais elevada realização do capital financeiro.

O rendimento industrial ganha um caráter seguro e contínuo; com isso, a possibilidade de investimento de capital bancário na indústria ganha extensão cada vez maior. Mas o banco dispõe do capital bancário, e os proprietários majoritários das ações bancárias dispõem de domínio sobre o banco. É evidente que, com a crescente concentração da propriedade, os proprietários de capital fictício, que dá o poder aos bancos, e os proprietários do capital que dá o poder à indústria são cada vez mais as mesmas pessoas. (...) cada vez mais o grande banco obtém o poder de dispor do capital fictício. (HILFERDING, 1910, p. 219).

As múltiplas formas de associação entre capitais suprimem os limites postos pela separação e pela independência dos capitais individuais à eficiência da produção e à condução

das relações de produção, assim como, portanto, à coesão social desta comunidade de produção de origem contingencial e descentralizada. Contrapartida deste movimento, porque processo contíguo e indissociável, é a suspensão da divisão do trabalho posta pelo organismo social, por intermédio do mecanismo de preços e das relações de troca, substituída então por uma divisão técnica, consciente, do trabalho no interior dos capitais associados, forma de organização das relações de produção em que

(...) a questão das relações de propriedade ganha sua mais clara, inequívoca e aguda expressão, ao passo que a questão da organização da economia social é solucionada de forma sempre melhor pelo desenvolvimento do próprio capital financeiro. (HILFERDING, 1910, p. 227).

Em um tal sistema de produção capitalista conscientemente regulamentado, “de caso pensado”, segundo Hilferding, a intermediação do mecanismo de preços perde seu significado social e é transformado em uma instância meramente nominal, que representa “nada mais do que a distribuição do produto total entre os magnatas do cartel, por um lado, e a massa de todos os demais membros da sociedade, por outro.” (HILFERDING, 1910, p. 226). Os preços deixam de ser o resultado da totalidade de relações objetivas contraídas entre os produtores e se tornam “mera forma contábil” de distribuição de mercadorias, determinada por decisões objetivas por parte de grupos específicos de proprietários. Isto porque, para Hilferding, ao arrefecer ou efetivamente eliminar a concorrência intercapitalista e a mobilidade de capitais, a associação generalizada de cartéis em direção à monopolização plena acaba por eliminar também os mecanismos de movimento de preços, “o único meio pelo qual uma lei de preço objetiva pode realizar-se”. (HILFERDING, 1910, p. 222).

O preço deixa de ser uma magnitude objetivamente determinada, tornando-se um exemplo de cálculos daqueles que o determinam voluntária e conscientemente; em vez de resultado, torna-se uma pressuposição; em vez de objetivo, torna-se subjetivo; em vez de necessário e independente da vontade e da consciência dos participantes, torna-se arbitrário e fortuito. (HILFERDING, 1910, p. 222).

Dito de outra forma, os processos de concentração e centralização de capital e de domínio dos mercados resultam na ruptura do mecanismo de preços, que passam a ser decididos e canalizados a partir de um eixo central, de modo que a anarquia do sistema de preços se transforma em um tabelamento distributivo nominal planejado pelos representantes do cartel.

Os cartéis porém são capazes de efetuar restrições de produção em todos os ramos industriais; *o que antes efetuava a cega lei de preços*, que, devido à

baixa dos preços, levava à bancarrota e à paralização um grande número de empresas, *essa abençoada restrição da produção é feita agora rapidamente e sem dor pela inteligência associada dos diretores cartelizados da produção.* (...) o cartel pode fixar os preços e cuidar a todo momento da “harmonia entre a oferta e procura”, elimina a especulação, controla e fiscaliza o comércio com precisão, quando não o assume diretamente (...). (HILFERDING, 1910, p. 277, grifo nosso).

O resultado final é o desaparecimento do papel social do dinheiro – não de suas funções objetivas, mas da forma de organização social que sua instituição corporifica. (HILFERDING, 1910, p. 227; 277).

Com [o desaparecimento d]a anarquia de produção, desaparece a objetividade de valor da mercadoria, isto é, desaparece o dinheiro. O cartel distribui o produto. (...). Trata-se da *sociedade regulamentada conscientemente de forma antagônica*. Mas este antagonismo é antagonismo da distribuição. A própria distribuição é regulamentada conscientemente e, com isso, desaparece a necessidade de dinheiro. O capital financeiro, na sua perfeição, se desprende do foco do qual é oriundo. A circulação do dinheiro tornou-se inútil, a infatigável circulação do dinheiro alcançou seu objetivo, isto é, a sociedade regulamentada, e o *perpetuum mobile* da circulação entra em descanso. (HILFERDING, 1910, p. 227, grifo nosso).

Para Hilferding, portanto, com a totalização da centralização de capitais, comandado pelas formas financeiras de capital, a tendência é de extinção do

(...) caráter particular do capital, que finalmente aparece como poder unitário que domina soberanamente o processo vital da sociedade; como poder que surge diretamente da propriedade dos meios de produção, das riquezas naturais e de todo o trabalho passado acumulado, e a disponibilidade do trabalho vivo aparece como nascida diretamente das relações de propriedade. (HILFERDING, 1910, p. 227).

Esta proposição de Hilferding, contudo, trata-se, antes de mais nada, da extrapolação paroxísmica do percurso lógico, tendencial, identificado pelo autor como balizador dos desdobramentos das relações de produção capitalista. Diante de um tal cartel geral como referência de ponto de chegada, o processo de centralização de capital ainda se encontra em estágios intermediários. É justamente nesta duradoura fase de transição que o movimento generalizado de cartelização traz consigo consequências ainda mais abrangentes – já introduzidas quando de sua constituição primária, visto tratar-se em essência de um movimento individual de superação da tendência à equalização das taxas de lucro. Ao continuamente reinstaurar a importância do volume de capital, sob as diferentes formas de centralização, a cartelização

não somente domina a grande empresa, mas essas grandes empresas com grande poder de capital tornam-se cada vez mais equivalentes reciprocamente, à medida que as diferenças técnicas e econômicas, que lhe assegurariam uma superioridade na luta competitiva, são cada vez menores. Não se trata de uma luta dos poderosos contra os fracos, onde estes seriam aniquilados e o excesso de capital nesse setor eliminado, mas de uma *luta entre iguais*, que pode durar *longo tempo indecisa* e infligir sacrifícios a ambas as partes. Todas essas empresas devem sustentar essa luta, senão o imenso capital investido em cada uma se desvalorizaria. (HILFERDING, 1910, p. 186).

A permanente possibilidade de associação por parte dos capitais individuais dispersos ou mesmo já associados os torna aptos a se avolumarem a ponto de vencer inclusive as barreiras à entrada erigidas pela cartelização, e precisamente *preserva a agressividade da concorrência intercapitalista mesmo entre grandes capitais*. Recorrentemente se recoloca em xeque a possibilidade de extração de lucros extraordinários.

(...) a crescente concentração torna-se também, ao mesmo tempo um obstáculo para seu progresso ulterior. Quanto maiores, mais fortes e mais homogêneas forem as empresas, tanto menor será a perspectiva de poder ampliar a própria empresa pela eliminação competitiva da outra. Ao mesmo tempo, o baixo nível da taxa de lucro exacerba o temor de que caiam ainda mais os preços, já baixos com o aumento da produção, da expansão que, aliás, talvez fosse desejada por considerações técnicas. (HILFERDING, 1910, p. 195).

Significa isto que nem mesmo a forma mais desenvolvida de organização da indústria, direcionada à supressão da concorrência, mais elementar força reguladora da reprodução capitalista, afeta fundamentalmente nem as causas, nem os efeitos da instauração de contradições radicais entre as condições de utilização das massas de capital instalado na produção e suas condições de valorização, estado que torna impossível a realização das taxas de lucro esperadas quanto da decisão de investimento. Para Hilferding, a presença e a pujança dos carteis, por mais que diminuam as oscilações de preços, em benefício próprio, agravam as perturbações no mecanismo regulatório dos níveis de produção exercido pelo sistema de preços. (HILFERDING, 1910, p. 277-8).

Os carteis fazem com que se interrompa a concorrência [no interior] de um ramo da produção, ou melhor dito, que se torne latente (...). Contudo, nada podem mudar na concorrência dos capitais em busca de áreas de investimento, nos efeitos da acumulação sobre a configuração de preços e, por isso, não podem impedir o surgimento das relações de desproporcionalidade. (HILFERDING, 1910, p. 278).

Dito de outra forma, ou o cartel geral é total e absoluto, ou ele é frágil:

Um cartel geral seria, em si, concebível economicamente, um cartel que dirigisse a produção total e, com isso, eliminasse as crises. Semelhante situação é no entanto social e politicamente uma impossibilidade, já que necessariamente pereceria por causa do antagonismo de interesses que seria levado a extremos. (HILFERDING, 1910, p. 279).

O processo de cartelização, portanto, por mais que reduza o número de participantes individuais ao mesmo tempo em que amplifique sua força e sua eficiência, não suprime a anarquia de produção. Por um lado, a forma de capital financeiro outorga o controle de cada vez mais partes da produção social a um número cada vez menor de grandes capitais associados. (HILFERDING, 1910, p. 343).

O capital financeiro na sua perfeição significa o mais alto grau de poder econômico nas mãos da oligarquia capitalista. Ele leva à perfeição a ditadura dos magnatas capitalistas. (HILFERDING, 1910, p. 346).

Por outro lado, a regulação consciente da produção e a produção anárquica não constituem, para Hilferding, um antagonismo em termos quantitativos, isto é, no sentido de que a organização planejada da produção pode paulatinamente crescer e passar a compor cada vez mais a totalidade das relações de produção, até culminar na supressão da anarquia em absoluto – como se se tratassem de coeficientes de proporcionalidade em relação a um todo. Uma tal transformação, para o autor, “só pode ter lugar subitamente através da subordinação do conjunto da produção ao controle consciente. Quem exerce esse controle e a quem pertence a produção é uma questão de poder.” (HILFERDING, 1910, p. 279).

Ao mesmo tempo, contudo, a lógica e as formas de movimento do capital financeiro não deixam de ser ao menos indicativas da direção para a qual o desenvolvimento das relações capitalistas aponta. Em conjunção com a expansão das escalas de produção, em função da potencialização dos capitais individuais atomizados; e com a transformação do capitalista funcionante em administrador de capital alheio, bem como com a transformação da propriedade de capital em propriedade de ações, o principal efeito da primazia da forma sociedade anônima de organização da propriedade e da reprodução capitalistas é a *socialização da produção e da propriedade de capital*, isto é, a supressão do capital enquanto propriedade privada, ainda dentro dos marcos do modo de produção capitalista.

Esse resultado do máximo desenvolvimento da produção capitalista é uma fase de transição necessária até a reconversão do capital em propriedade dos produtores, mas não mais como propriedade privada de produtores isolados, e sim como propriedade dos produtores associados, como propriedade diretamente social. (MARX, 1894, p. 495 *cf.* HILFERDING, 1910, p. 117-8).

O proprietário de ações, pois, por mais que proprietário de capital, tem menos direitos que o proprietário de capital individual. Cabe-lhe somente o direito à participação, proporcional à sua propriedade, nos rendimentos da atividade produtiva. A propriedade de capital, nesse sentido, se reduz à propriedade de um título de rendimento, o proprietário de capital deixa de existir individualmente e o proprietário de ações só se mantém enquanto figura de capitalista enquanto parte de um todo.

No que diz respeito às formas de coesão de uma sociedade desta forma organizada, manifesta-se no capital financeiro e na tendência à monopolização a subversão máxima do caráter de ação social inconsciente que, pelo intermédio do mecanismo de preços e das relações de troca, conforma uma comunidade de produção. O capital financeiro é o estágio último da exacerbação do antagonismo, de condução eminentemente privada, em relação às relações impessoais e inconscientes que conformam o metabolismo social de produtores de mercadorias – antagonismo cujo germe já se faz presente nas formas mais simples de relação de crédito.

O crédito se apresenta como relação pessoal-social direta em contraposição às relações real sociais das demais categorias econômicas, sobretudo do dinheiro (...). (...) o crédito também é contraposto, na sua perfeição, ao capitalismo; ele é organização e controle perante a anarquia. Por isso, ele brota do socialismo que é adaptado à sociedade capitalista; é o socialismo fraudulento, ajustado de forma capitalista. Ele socializa o dinheiro dos outros para o uso de poucos. (HILFERDING, 1910, p. 177).

Sob suas formas mais desenvolvidas, na figura do capital financeiro, conforma-se, de um lado, uma massa de pequenos acionistas os quais não interferem decididamente, sequer significativamente, sobre os rumos da produção, ao passo que, de outro, os acionistas majoritários assomam “domínio irrestrito” sobre os minoritários, o que constitui “uma sociedade em cuja direção a maioria não se intromete.” Sob o capital financeiro, a propriedade e o controle da produção se socializam, mas de forma antagônica: o domínio sobre a produção social segue sob determinada fração de classe. (HILFERDING, 1910, p. 131; 145; 343).

O herdeiro aparente do ordenamento capitalista em J. A. Schumpeter

Os desdobramentos das formas de manifestação das relações capitalistas, assim como seus efeitos sobre dinâmica da produção, nesse sentido, por mais que se revelem enquanto, de modo genérico e abstrato, um *processo imerso em perturbação constante*, também apontam para um sentido em particular. Schumpeter toma como ponto de partida para suas investigações o prognóstico, estabelecido por Marx, de que a evolução capitalista tende a

romper com seu próprio revestimento, isto é, que conforme as relações capitalistas se desenvolvem e se desdobram sobre si mesmas, elas gradualmente deixam de caber nos quadros institucionais que tanto a estabelecem em primeiro lugar quanto são continuamente reestabelecidos, sob formas mais desenvolvidas, pela reprodução capitalista que amparam.

Os desdobramentos aos quais se refere em específico são os mesmos apontados por Hilferding, ainda que estabelecidos a partir de uma abordagem distinta. Tratam-se das tendências de ampliação tanto do tamanho das unidades produtivas – as plantas – quanto da abrangência das unidades de controle sobre a produção – as empresas. A ruptura para a qual estes movimentos encaminham a sociedade capitalista, por sua vez, manifesta-se sob duas formas, ambas contrapartidas da acumulação de capital: o crescimento da miséria e da opressão e a centralização do controle industrial. (SCHUMPETER, 1942, p. 33-4; 37-8).

No juízo de Schumpeter, a *tendência histórica da acumulação capitalista* apontada por Marx ao final¹⁰ do primeiro volume de “O Capital” é não somente o coroamento definitivo do livro como da obra de Marx como um todo. Para Schumpeter, ali se delineia o resultado último das tendências do processo capitalista tomado como um todo.

Paralelamente a essa centralização, ou à expropriação de muitos capitalistas por poucos, desenvolve-se (...) o entrelaçamento de todos os povos na rede do mercado mundial e, com isso, o caráter internacional do regime capitalista. Com a diminuição constante do número de magnatas do capital, que usurpam e monopolizam todas as vantagens desse processo de transformação, aumenta a massa da miséria, da opressão, da servidão, da degeneração, da exploração, mas também a revolta da classe trabalhadora, que, cada vez mais numerosa, é instruída, unida e organizada pelo próprio mecanismo do processo de produção capitalista. O monopólio do capital se converte em entrave para o modo de produção que floresceu com ele e sob ele. A centralização dos meios de produção e a socialização do trabalho atinge um grau em que se tornam incompatíveis com seu invólucro capitalista. O entrave é arrebatado. Soa a hora derradeira da propriedade privada capitalista, e os expropriadores são expropriados. (MARX, 1890, p. 832 *cf.* SCHUMPETER, 1942, p. 37-8, supressão na citação original).

Dito de outra forma, os processos de concentração e de centralização se não da propriedade capitalista, ao menos do controle sobre a produção conduzem a uma contínua renovação, sob bases mais desenvolvidas, do modo de produção capitalista:

¹⁰ A edição consultada para este trabalho é uma tradução brasileira da quarta edição em alemão de O Capital, de 1890. A edição inglesa referida por Schumpeter, contudo, é tradução da terceira edição alemã de O Capital, de 1883. O capítulo 24 da quarta edição em alemão, que recebe o título de “A assim chamada acumulação primitiva”, é apresentado na terceira edição em alemão dividido em capítulos numerados de XXVI a XXXII. Schumpeter, ao referenciar o capítulo XXXII da terceira edição, aponta para o final do capítulo 24 da quarta edição.

The increasing bulk of individual masses of capital becomes the material basis of an uninterrupted revolution in the mode of production itself. (MARX, 1887, p. 543 *cf.* SCHUMPETER, 1942, p. 34).¹¹

Mas um tal processo não se manifesta em uma crise generalizada. Pelo contrário. Uma distinção fundamental à tese desenvolvida pelo autor é de que as recorrentes depressões e crises do *sistema* capitalista – crises bancárias, crises financeiras, crises de reprodução dinâmica, crises de superprodução de capital – *não são* indícios, antecipações nem prenúncios de uma crise derradeira e definitiva, resultante do avolume de tensões e fricções no interior das instituições que constituem a *ordem* capitalista e, portanto, organizam a sociedade capitalista. Tratam-se de movimentos correlatos, mas em diferentes níveis de abstração, em termos tanto lógicos quanto históricos. Como coloca o próprio Schumpeter, sequer a narrativa dos fatos e o encadeamento lógico entre causas e efeitos que conduzem a ambas categorias de crises e que, portanto, as explicam, são os mesmos. (SCHUMPETER, 1942, p. 41-2).

Para Schumpeter, não são as contrapartidas da acumulação de capital que conduzirão a sociedade capitalista a sua ruptura. Em primeiro lugar, o crescimento da miséria e da opressão, se não em termos relativos, ao menos em termos absolutos, não é uma *decorrência necessária e inevitável* especificamente da acumulação de capital, isto é, do acúmulo da capacidade de produção e de reprodução. Em segundo lugar, a centralização do controle industrial não é incompatível com a continuidade do revestimento institucional que caracteriza a *ordem* capitalista. Segundo Schumpeter, o próprio Hilferding coloca em suspensão esta relação de causalidade ao afirmar que, pelo contrário, por intermédio dos processos de concentração e de centralização, a acumulação capitalista alça precisamente patamares maiores, ainda que não plenos, de estabilidade e de resiliência. (SCHUMPETER, 1942, p. 42).

Isto porque, por *ordem*, Schumpeter se refere à estrutura social e às relações de poder que circundam as relações capitalistas, bem como ao conjunto de instituições que organiza as sociedades capitalistas. Trata-se, nesse sentido, de uma perspectiva totalizante para a compreensão das relações capitalistas de produção, de reprodução e de acumulação. Uma tal perspectiva é o único ponto de vista a partir do qual se podem efetivamente contemplar a estabilidade, a sobrevivência e mesmo a existência desta forma de organização social, tanto lógica quanto historicamente. Por *sistema*, em contrapartida, Schumpeter se refere à circulação

¹¹ As referências adotadas por Schumpeter são da primeira tradução para o inglês do primeiro volume de O Capital, publicada em 1887, que se baseia, por sua vez, na terceira edição alemã de O Capital, de 1883, a qual não havia recebido as maiores intervenções de F. Engels que compuseram a quarta edição alemã, de 1890. O excerto referido existe na terceira edição do livro, mas foi removido na quarta. Como Schumpeter não identifica minuciosamente as origens de suas citações, serão apresentadas ao longo deste trabalho as referências às edições efetivamente consultadas, sobretudo a brasileira.

econômica propriamente dita: as condições de realização de negócios, os fluxos de bens e os movimentos dos preços, todos sujeitos a flutuações conjunturais de maior ou menor intensidade e que, não obstante, tanto compõem quanto alimentam a *ordem* capitalista e, nesse sentido, são fundamentais para seu funcionamento, para sua sustentação e para sua estabilidade. (SCHUMPETER, 1928, p. 363).

A tese bastante particular defendida por Schumpeter, ao mesmo tempo em continuidade e em oposição ao que tanto Hilferding quanto Marx preconizaram, é a de que o funcionamento e a reprodução do sistema capitalista gradativamente minam as relações sociais e a institucionalidade que o sustentam. Para Schumpeter, o *sistema* e a *ordem* capitalista paulatinamente se tornam incompatíveis. (SCHUMPETER, 1928, p. 56-7; 361; 363).

Mas não se trata do entendimento de que o desenvolvimento das relações de produção capitalistas reduza a incidência de flutuações econômicas e de perturbações ao *sistema* capitalista ao longo do tempo. Pelo contrário: para Schumpeter, é somente a *ordem* capitalista, seu ordenamento institucional e sua estruturação hierárquica da sociedade, que potencialmente alça graus maiores de estabilidade com a concentração e a centralização de capitais. Essa potencial estabilização do *ordenamento capitalista*, para o autor, não tem relação imediata com qualquer maior ou menor estabilidade do sistema capitalista, ou seja, com o comportamento das séries temporais de preços e quantidades – os níveis de renda, de produto, de poder de compra e de emprego –, tampouco com a frequência e a intensidade de suas flutuações ao longo do tempo. (SCHUMPETER, 1942, p. 42, n. 33).

Ao mesmo tempo, Schumpeter reconhece que não havia fundamentos, em um nível de análise e no tempo histórico da primeira metade do século XX, para afirmar que os grandes capitais já haviam se tornado um empecilho para a continuidade do modo de produção capitalista. Do mesmo modo, reconhece também que, justamente em função de seu caráter extrapolativo e hipotético, a posição de Hilferding sobre a estruturação de um cartel geral capaz de exercer um controle consciente da produção e da acumulação capitalistas é demasiado categórica. Isto porque, para Schumpeter, efetivamente, tampouco a *ordem* capitalista se torna *necessariamente* mais estável e resistente com a centralização do capital. O autor identifica nos processos de concentração e centralização de capital e em seus encaminhamentos uma tendência distinta, senão inteiramente oposta à de Hilferding. (SCHUMPETER, 1942, p. 42).

(...) the actual and prospective performance of the capitalist system is such as to negate the idea of its breakdown under the weight of economic failure, but (...) its very success undermines the social institutions which protect it, and

“inevitably” creates conditions in which it will not be able to live and which strongly point to socialism as the heir apparent. (SCHUMPETER, 1942, p. 61).

Por tomar como objetos a estabilidade e a existência da sociedade capitalista enquanto forma de organização social, tanto lógica quanto historicamente, é necessariamente à *ordem* capitalista que a avaliação de Schumpeter se refere. Os ganhos de estabilidade que a concentração e a centralização de capital trazem, pois, dizem respeito sobretudo ao ordenamento hierárquico capitalista e às relações de poder que o moldam. No entendimento de Schumpeter, o sucesso do sistema econômico capitalista gradualmente rompe com a institucionalidade e a estrutura social que lhe dá origem, forma e sustentação, processo ao longo do qual tanto se debilita sua continuidade quanto se gestam suas condições de superação – condições estas, em sua interpretação, muito próximas de uma forma socialista de organização. (SCHUMPETER, 1942, p. 42, n. 33; 1928, p. 363). Por socialismo, vale lembrar, Schumpeter compreende, fundamentalmente,

(...) an institutional pattern in which the control over means of production and over production itself is vested with a central authority – or, as we may say, in which, as a matter of principle, the economic affairs of society belong to the public and not to the private sphere. (SCHUMPETER, 1945, p. 167).

Ao afirmar que “a evolução capitalista vai destruir os fundamentos da sociedade capitalista” (1942, p. 42), ou que “a evolução capitalista irá algum dia romper o quadro institucional da sociedade capitalista”, (1942, p. 41)¹², enuncia o entendimento de que o desenvolvimento da acumulação capitalista, em função de sua lógica interna de movimento, se converte em um entrave para o próprio modo de produção capitalista – processo pelo qual, em simultâneo, também estabelece as bases para uma ordem socialista. Mas, para além desta relação direta de continuidade, Schumpeter se propõe a descortinar as formas concretas pelas quais a reprodução e a acumulação capitalistas manifestam sua tendência a exceder em relação aos limites de seu próprio ordenamento institucional e, portanto, a superá-lo.

Especificar as formas pelas quais esta tendência se manifesta é fundamental porque, em primeiro lugar, instabilidades suficientemente severas na reprodução do sistema capitalista são de fato capazes de pôr em xeque a estabilidade da ordem capitalista. Mas, para Schumpeter, é ainda mais significativo o fato de que, no lugar da falência generalizada dos mecanismos de reprodução dos sistema capitalista, seja justamente o sucesso de seu funcionamento e da acumulação de capital que proporciona que conforme uma tendência à destruição do

¹² As citações diretas curtas de Schumpeter ao longo deste capítulo, porque contidas no corpo do texto original, serão apresentadas em tradução livre para o português.

ordenamento social que o sustenta, em função da desestruturação que impõe às relações sociais sobre as quais se assenta. (SCHUMPETER, 1928, p. 361; 363).

Ao mesmo tempo, contudo, explicitar as formas deste processo faz-se necessário porque, em segundo lugar, não há nenhum mecanismo automático que garanta que a partir das cinzas da derrocada do sistema capitalista se instaurará *por si mesma* a “fênix socialista”. No entendimento de Schumpeter, um regime socialista, em qualquer uma de suas formas, é somente uma das possibilidades de organização a emergir da derrocada do capitalismo. Segundo o autor, Marx, em lugar de descrever os mecanismos de funcionamento da sociedade socialista, muito mais enfatizou suas condições de emergência: a presença de, por um lado, “unidades gigantescas de controle industrial” e, por outro, “um proletariado oprimido, escravizado, explorado, mas muito numeroso, *disciplinado*, unido e organizado.” (SCHUMPETER, 1942, p. 57, grifos no original). Esta específica configuração social efetivamente sugere a possibilidade de a classe trabalhadora se unir, assumir o controle e, por uma Ditadura do Proletariado, findar a exploração do homem pelo homem e inaugurar uma sociedade sem classes. Mas Schumpeter vislumbra também, por exemplo, a possibilidade de sucessivos movimentos de racionalização, burocratização, nacionalização e estatização cujo resultado seria um socialismo de Estado. De qualquer forma, a posição do autor é de que a única interpretação *a priori* incorreta é a de que o socialismo será um resultado *automático* ou *espontâneo* da evolução capitalista, por mais que estejam postas as condições explicitadas por Marx. Um tal movimento se mantém dependente da ação política direta e determinada. (SCHUMPETER, 1942, p. 42; 56-7).

Para, por sua vez, delinear a crescente incompatibilidade entre o sistema e a ordem capitalistas, Schumpeter se vale fundamentalmente da distinção entre dois registros lógico-temporais. Por mais que a concentração e a centralização de capital alterem as estruturas de mercado ao longo do espectro entre a concorrência perfeita e o monopólio, são também movimentos que se dão no interior de um horizonte temporal bastante específico. No entendimento do autor, é somente a partir desta perspectiva que devem ser contempladas as diferentes formas concorrenciais que assumem as relações intercapitalistas. É, aliás, esta distinção que constitui o núcleo de seu do conceito de “destruição criadora”.

Em termos históricos concretos, as condições de concorrência perfeita são exceções. Para Schumpeter, dois fatores já sobrepujam a incapacidade de formar preços ou de influenciar a relação entre preços e quantidades em mercados concorrenciais, seja via ação individual unilateral, seja via concertação: a diferenciação do produto e os esforços de vendas. Estes dois elementos *per se* já dão margem a uma concorrência imperfeita, com desigualdade de posições, e, desse modo, ao estabelecimento de categorias outras de organização dos

mercados: a concorrência monopolista, que, sem configurar monopólios propriamente ditos, introduz características monopolistas à concorrência perfeita; e o oligopólio, caracterizado pela capacidade de manipulação de preços mesmo sem a diferenciação do produto, devido fundamentalmente às escalas de produção e aos patamares de custo alcançados. (SCHUMPETER, 1942, p. 78-9).

Posta, desse modo, ainda que somente a possibilidade formal destas estruturas de mercado imperfeitas, desaparece a possibilidade lógica de uma gravitação dos preços e das quantidades em torno de qualquer equilíbrio, geral ou parcial. Schumpeter compreende o oligopólio precisamente como a ausência de sequer um ponto determinável de equilíbrio, e que só pode ser apreendido enquanto “sequências infinitas de movimentos e contramovimentos, um estado indefinido de beligerância entre firmas.” (SCHUMPETER, 1942, p. 79).

Mas a diferença fundamental que uma estrutura de mercado oligopolista traz consigo é de que a grande virtuosidade esperada da concorrência perfeita – a possibilidade de que, sob um regime de *laissez-faire* ou, mais especificamente, por obra de uma mão-invisível, os interesses individuais de maximização de retornos se difundam, enquanto agregação, na forma do “interesse geral”, tanto pela condução ao equilíbrio entre oferta e demanda, quanto como estímulo à eficiência e ao progresso técnico – desaparece. Em seu lugar, se instituem uma competição de caráter predatório e vicioso – *beggar-thy-neighbour* –, de todos contra todos, e, ainda, uma concentração de esforços competitivos com vistas ao *comando* sobre a riqueza.

Na interpretação de Schumpeter, uma tal configuração à organização da produção e da sociedade é, acima de tudo, uma fonte de “desperdício social”, à lista dos quais inclui a alocação de recursos em campanhas publicitárias e práticas de contenção da disseminação de novos produtos e processos por meio do controle e da retenção de patentes. Sob tais condições de competição, ademais, desaparecem quaisquer garantias de alcance e de manutenção de níveis de pleno emprego e mesmo de maximização da produção: movimentos de preservação das taxas de lucro, insustentáveis sob o paradigma da concorrência perfeita, não apenas se tornam possíveis como se impõem enquanto necessidade primária face à competição predatória nos mercados e à luta encarniçada pela riqueza. (SCHUMPETER, 1942, p. 79-80).

A posição de Schumpeter revela, mais uma vez, o caráter violento e opressivo da acumulação capitalista, mistificado e mesmo ressignificado como fundamento e como mecanismo, ambos neutros, do metabolismo das sociedades capitalistas.

Has not modern analysis completely refuted the classical doctrine and justified the popular view? Is it not quite true after all, that there is little parallelism between producing for profit and producing for the consumer and that private

enterprise is little more than a device to curtail production in order to extort profits which then are correctly described as tolls and ransoms? (SCHUMPETER, 1942, p. 80).

Ao mesmo tempo, Schumpeter reconhece o notável crescimento, ao longo de meio século, do padrão material de vida.

If we list the items that enter the modern workman's budget and from 1899 on observe the course of their prices not in terms of money but in terms of the hours of labor that will buy them (...) we cannot fail to be struck by the rate of the advance which, considering the spectacular improvement in qualities, seems to have been greater and not smaller than it ever was before. (SCHUMPETER, 1942, p. 81).

Enquanto síntese, a respeito da atuação dos grandes capitais, por fim, o autor sugere:

As soon as we go into details and inquire into the individual terms in which progress was most conspicuous, the trail leads not to the doors of those firms that work under conditions of comparatively free competition but precisely to the doors of the large concerns (...) and a shocking suspicion dawns upon us that big business have had more to do with creating that standard of life than keeping it down. (SCHUMPETER, 1942, p. 82).

Por um lado, portanto, a realidade aparente das relações capitalistas, de aprofundamento dos processos de concentração de mercados e de centralização de capital, que a um só passo diminuem a amplitude da concorrência capitalista mas amplificam sua intensidade, centrada entre capitais de volume cada vez mais ímpar, constitui um processo que se revela desfavorável à maximização da performance na produção e, portanto, à própria eficiência do sistema produtivo, uma vez que o acúmulo de esforços para o controle dos mercados e a extração de ganhos de monopólio exerce pressões negativas sobre os ganhos de produção. Por outro, se verifica, ao longo dos séculos XIX e XX, um aumento contínuo dos níveis de produção e do padrão material de vida, ainda que apenas de forma absoluta, isto é, irrespectivamente à comparação de suas magnitudes com o espectro de potencialidades preconizado pelo desenvolvimento técnico.

Schumpeter considera, de modo geral, que esta contradição fora enfrentada grosso modo por duas compreensões distintas. Uma delas aponta que, se a concentração de esforços para o controle dos mercados e para a extração de ganhos de monopólio efetivamente exerce pressões negativas sobre os lucros totais na produção, então este crescimento praticamente ininterrupto da produção e da qualidade de vida material só pode se justificar com a presença recorrente de circunstâncias exógenas suficientemente favoráveis a sobrepujar os esforços capitalistas de obstaculização, apropriação e dominação. A segunda depreende que,

historicamente, a maximização da performance foi estimulada e garantida por condições estruturais, sociais e políticas pertencentes ao próprio processo de desenvolvimento capitalista, as quais, contudo, se desfizeram conforme se deram os processos de concentração de capitais e de estruturação de monopólios, a ponto de se contrapor aos aspectos positivos, distributivos e democráticos da reprodução capitalista. Mas, para Schumpeter a verificação destes dois movimentos simultâneos não é contraditória em si: *no arcabouço conceitual sustentado pelo autor, estes dois fenômenos opostos se processam em horizontes temporais e lógicos distintos.* (SCHUMPETER, 1942, p. 81).

Em sua investigação sobre as trajetórias das estruturas do sistema capitalista, Schumpeter toma como escala – no sentido cartográfico mesmo do termo – precisamente a estrutura do modo de produção capitalista como um todo, de forma que, face o reconhecimento da primazia do aspecto evolucionário de suas trajetórias, não cabem análises fragmentárias. É somente nesse sentido que se pode afirmar que, apesar de embasadas em fatos empiricamente verificáveis, são incorretas, porque inadequadas, as interpretações segundo as quais houve, em algum momento do tempo histórico, uma competição benéfica, a qual, contudo, fora historicamente suplantada por uma competição predatória conforme se processou a centralização dos capitais, a partir da qual se consolidou um sistema de retenção do progresso e do crescimento e de geração de desperdícios sociais. Na escala temporal totalizante sugerida por Schumpeter, tais conclusões se baseiam em análises fragmentárias: por mais que se tratem de fatos empíricos, são narrativas conclusas, isto é, com começo, meio e fim, extraídas de um espaço temporal e lógico muito mais abrangente o qual passa despercebido quando aborda-se a lógica do capital de forma segmentada.

Capitalism, then, is by nature a form or method of economic change and not only never is but *never can be stationary*. (...) The fundamental impulse that sets and keeps the capitalist engine in motion comes from the new consumers' goods, the new methods of production or transportation, the new markets, the new forms of industrial organization that capitalist enterprise creates. (SCHUMPETER, 1942, p. 82-3, grifo nosso).

Para Schumpeter, muito mais que uma simples progressão quantitativa, os resultados materiais do desenvolvimento capitalista configuram um processo de *mudança qualitativa*, a qual, se analisada em si, efetivamente consiste em sequências de processos *evolucionários*, a ponto de não ser possível comparar períodos históricos distintos sem fazer ressalvas ou abrir mão de especificidades significativas. O desenvolvimento capitalista, nas palavras do autor, se trata de um

(...) process of industrial mutation – if I may use that biological term – that incessantly revolutionizes the economic structure *from within*, incessantly destroying the old one, incessantly creating a new one. This process of Creative Destruction is the essential fact about capitalism. It is what capitalism consists in and what every capitalist concern has got to live in. (SCHUMPETER, 1942, p. 83, grifos no original).

Esta diferenciação temporal é fundamental para a abordagem proposta, cujo intento é compreender a performance do sistema capitalista em si e que, por isso, deve lidar com seus desdobramentos ao longo de todo seu tempo de existência, tomando como parâmetro escalas de décadas, se não de séculos. No entendimento de Schumpeter, tal performance diz respeito a um processo orgânico, de modo que análises de movimentos em particular ou recortadas no tempo, ainda que permitam melhor entrever especificidades dos mecanismos de acumulação e de competição capitalistas, são inconclusivas nos termos de uma perspectiva mais abrangente.

Every piece of business strategy acquires its true significance only against the background of that process and within the situation created by it. It must be seen in its role in the perennial gale of creative destruction; it cannot be understood irrespective of it or, in fact, on the hypotheses that there is a perennial lull. (SCHUMPETER, 1942, p. 83-4).

Para Schumpeter, nesse sentido, abordar o comportamento de, por exemplo, um setor oligopolizado composto por firmas de grande porte, e analisar seus movimentos e contramovimentos concorrenciais em busca de maximização de lucros, inclusive via restrição da produção, por mais válido que seja dentro de seus próprios termos, não possibilita compreender de que forma suas posições se encaixam no grande esquema capitalista, passado e futuro. Para o autor, o posicionamento destas firmas é, sobretudo, o resultado de séries de ocorrências e decisões passadas e, ao mesmo tempo, “uma tentativa de lidar com uma situação a qual se tem certeza de que mudará”. A abordagem delineada por Schumpeter consiste, em suma, em deixar de analisar as formas pelas quais as relações capitalistas administram as estruturas existentes, todas transientes, e passar a investigar de que forma as relações capitalistas se movimentam precisamente nessa transiência: como se constroem e se destroem estruturas e formas de organização. Neste arco lógico-temporal abrangente por excelência, a competição que importa não é aquela em termos de métodos de produção, esforços de vendas e desenhos de organização industrial, em busca de diferenciação de preço ou de qualidade, mas aquela que destrói estruturas pretéritas e estabelece novas, em função da criação de novos bens, novas tecnologias, novos usos e novas instituições. Estes elementos, por mais que também abranjam custos, preços e qualidade, dizem respeito não simplesmente a escalas de produção e

margens de lucro, mas aos alicerces e à própria existência das plantas, das empresas e dos capitais, isto é, a escassez relativa da riqueza que comandam, sua posição hierárquica nas relações de propriedade e o ordenamento social que reproduzem e que lhes dá sustentação. (SCHUMPETER, 1942, p. 84).

Esta escala ampla de aproximação à competição capitalista, por sua vez, a eleva à condição de ameaça sempre presente. O argumento de Schumpeter, levado ao paroxismo, é de que não há monopólio absoluto que impossibilite o surgimento de uma nova mercadoria, uma nova tecnologia, um novo modelo de negócio ou um novo produto financeiro que, ainda que somente no longo prazo e a depender de séries de fatores sociais e políticos, acabe por remodelar todo um mercado ou mesmo toda uma sociedade. É esta, para o autor, portanto, no limite, a real alavanca que, historicamente, sustenta o crescimento da produção e mantém o nível de preços relativos sobre patamares relativamente estáveis. Sob esta ótica, permanece o estado de guerra de todos contra todos, no qual, ainda que de forma relativizada e somente a longo prazo, o comportamento normal das empresas seja o mesmo que o esperado em condições de concorrência perfeita. (SCHUMPETER, 1942, p. 85).

Dito de outra forma, observadas a partir desta perspectiva temporalmente totalizante, práticas monopolistas de restrição da produção e de maximização de lucros se dotam de novo sentido: passam a ser instrumentos de preservação de posições frente o constante impacto, ou mesmo somente a constante ameaça, de novos bens, novas tecnologias, novas formas de organização, novas instituições ou novas relações de propriedade. Trata-se de uma significação impossível de ser apreendida em termos de uma análise estática ou de um recorte temporal de uma forma ou de outra restritivo. Quando tomadas de modo reducionista, tais práticas de fato apontam para lucros extraordinários, auferidos devido a vantagens competitivas e desigualdades nas condições de concorrência. Mas, uma vez assimilado o ponto de vista e o espectro temporal do processo de destruição criadora, estas práticas restritivas alçam função orgânica, isto é, um importante papel estabilizador e de enfrentamento da incessante concorrência intercapitalista. (SCHUMPETER, 1942, p. 87).

Como o investimento capitalista configura essencialmente a decisão de incorrer em riscos em um ambiente, vale acrescentar, de incerteza fundamental, no qual as condições para as quais foi planejado determinado investimento são passíveis de sofrer mudanças repentinas intensas, atividades de proteção e de salvaguarda, como seguros e instrumentos de *hedge*, apresentam-se como contrapartidas valiosas.

Long-range investing under rapidly changing conditions, especially
under conditions that change at any moment under the impact of new commodities

and technologies, is like shooting at a target that is not only indistinct but moving – and moving jerkily at that. Hence it becomes necessary to resort to such protecting devices as patents or temporary secrecy of processes or, in some cases, long-period contracts secured in advance. (SCHUMPETER, 1942, p. 88).

Outros exemplos são estratégias de precificação com vistas a amortizar dívidas mais rapidamente, ou investimentos suplementares a fim de criar capacidade excedente a ser utilizada como margem de manobra, defensiva ou ofensiva. Sob este ponto de vista, a inclusão de *mark-ups* aos custos de produção na ausência de um contrato de seguro não é qualitativamente diferente da inclusão dos custos de seguro aos preços ao consumidor: trata-se somente de uma especificidade institucional. O que aparece como movimento de restrição de produção, de estabelecimento de preços predatórios e de geração de lucros extraordinários em um espectro lógico-temporal segmentado, na escala da destruição criadora é uma prática semelhante ao que é generalizadamente aceito enquanto mecanismo de viabilização de investimentos ou, ainda, “elemento normal da administração racional”. (SCHUMPETER, 1942, p. 88).

(...) restrictions of this type are, in the conditions of the perennial gale, incidents, often unavoidable incidents, of a long-run process of expansion which they protect rather than impede. There is no more of paradox in this than there is in saying that motorcars are traveling faster than they otherwise would *because* they are provided with brakes. (SCHUMPETER, 1942, p. 88).

Para Schumpeter, projetos de investimento talvez se revelassem de modo geral inviáveis sem alguma garantia proporcionada por tais mecanismos de proteção e de desencorajamento da concorrência, sem algum horizonte de condições favoráveis aos negócios. Trata-se de uma posição competitiva que depende necessariamente da formação de expectativas de longo prazo mas que, quando observadas no curto prazo, apresentam-se como restrições à livre concorrência. Casos em que os lucros realizados são, pelo contrário, inesperadamente altos, muito maiores que o que já seria considerado suficiente para justificar a alocação de capital, assumem o papel de chamarizes para capitais concorrentes, atraídos pela possibilidade de se desbravarem novas trilhas de desenvolvimento e de acumulação em um mercado já concentrado e consolidado. Sobre estes casos de lucros extraordinários excepcionalmente altos, Schumpeter afirma:

Their presence explains in part how it is possible for so large a section of the capitalist world to work for nothing: in the midst of the prosperous twenties just about half of the business corporations in the United States were run at a loss, at zero

profits, or at profits which, if they had been foreseen, would have been inadequate to call forth the effort and expenditure involved. (SCHUMPETER, 1942, p. 90).

Schumpeter trata com a mesma ressignificação acordos, declarados ou tácitos, sobre as condições de competição e de coexistência entre capitais. Sob a perspectiva proposta, indústrias cartelizadas também tornam-se virtuosas, capazes não somente de imprimir ritmos mais estáveis à expansão da produção como também de conceder maior impulso de crescimento à economia como um todo – em comparação com movimentos de expansão generalizados e pulverizados, caracterizados pela ausência de concertação intercapitalista e nos quais é esperado que ao menos parte das unidades envolvidas eventualmente esbarre em dificuldades de sobrevivência: “*We have a very imperfect idea of what might have happened, considering the tremendous pace of the process, if such pegs had been entirely absent.*” (SCHUMPETER, 1942, p. 91).

Monopólios, dessa forma, não necessariamente significam restrição de quantidades de produção e preços maiores em relação a mercados mais competitivos. Capitais concentrados e centralizados, pois, são, por definição, potencialmente mais capazes de auferir métodos e condições de produção que, por sua especificidade e por seu preço, não se fazem prontamente disponíveis para a multidão de pequenos produtores. Além das próprias escalas de produção, incluem-se nestas vantagens maiores esferas de influência, concentração de equipes especializadas e posições financeiras mais sólidas, e, assim, tanto mais resistentes quanto mais maleáveis. (SCHUMPETER, 1942, p. 100-1). Nas palavras de Schumpeter, empreendimentos ou unidades de controle de grande porte

(...) [have] come to be the most powerful engine of that progress and in particular of the long-run expansion of total output not only in spite of, but to a considerable extent through, this strategy which looks so restrictive when viewed in the individual case and from the individual point of time. (SCHUMPETER, 1942, p. 106).

Este conjunto de elementos, os quais acompanham o percurso genético, lógico e histórico estabelecido por Marx, fundamenta a avaliação de Schumpeter acerca das trajetórias das estruturas de reprodução do sistema capitalista. Para fazer frente à pressuposição de que a lógica interna das relações capitalistas as coloca em um percurso evolutivo o qual tende a romper com a carapaça institucional, ou com a jaula de aço, que as sustenta, Schumpeter estabelece um recorte temporal *sui generis*: uma perspectiva que abrange todo o arco histórico das relações capitalistas e que, por isso, ressignifica os movimentos de curto e de longo prazo

dos capitais individuais, em termos de poder de mercado e de comando sobre a riqueza. Somente em função disto é que o autor pode concluir que

(...) there is inherent in the capitalist system a tendency toward self-destruction which, in its earlier stages, may well assert itself in the form of a tendency toward retardation of progress. (SCHUMPETER, 1942, p. 162, grifo nosso).

Para explicitar a lógica deste movimento, Schumpeter sugere um experimento lógico: determinar, enquanto extrapolação das tendências correntes apresentadas, um estado de ausência plena de motivação para o avanço de esforços de aprimoramento da capacidade e das técnicas de produção. Para caracterizar tal estágio, por sua vez, o autor opta não pela ideia da satisfação completa das necessidades humanas, por apreciar as potencialidades da heterogonia de fins, mas pela via do desenvolvimento dos métodos de produção: o estabelecimento de um estado hipotético a partir do qual não seria mais possível aumentar a produtividade. Este estado – conjectural, remoto e mesmo irrealista – se caracteriza pela ausência de oportunidades de investimento e, dessa forma, pela estacionariedade, i.e., constitui uma situação de atrofia posta sobre a evolucionariedade, uma das decorrências centrais da competição intercapitalista e, portanto, do metabolismo do sistema capitalista. Lucros e, conseqüentemente, taxas de juros convergiriam a zero, e o gerenciamento dos negócios se tornaria mera administração burocrática. Um tal sistema pode ser comparado, nas palavras do autor, com o estabelecimento espontâneo de uma forma circumspecta de socialismo. (SCHUMPETER, 1942, p. 131).

O contraponto a uma tal estado de atrofia é que, longe de se tratarem de processos espontâneos e naturais, muito menos automáticos e autodeterminados, o crescimento econômico e a expansão industrial têm origem sempre com referência à presença de uma demanda que lhes é externa, a qual, por sua vez, é também um fenômeno secundário de um outro processo de expansão ou de mudança em outra indústria ou setor. Trata-se, portanto, de um encadeamento de expansões e demandas, uma rede de relações causais que desenvolve necessidades e possibilidades e estimula desenvolvimentos subsequentes. Mas este encadeamento, enquanto sequência de respostas a fatores externos, se mantém constantemente dependente de um epicentro, um ponto de origem, o qual, para o autor,

(...) does not *follow*, but *creates* expansion. It *first* – and by its initiative – expands its own production, thereby creates and expansion of demand for its own and, contingent thereon, other products, and the general expansion of the environment we observe – increase of population included – is the *result* of it (...). (SCHUMPETER, 1928, p. 377, grifos no original).

Estas “instâncias excepcionais do processo”, segundo Schumpeter, emergem da combinação de fatores de produção já existentes sob novas formas; de novas plantas e de novas firmas produzindo novos produtos por meio de novos processos para novos mercados, gerando demanda para novos meios de produção; ou, ainda, do desenvolvimento de novas estruturas para as relações financeiras que tornam possível o investimento produtivo.

What we, unscientifically, call economic progress means essentially putting productive resources to uses *hitherto untried in practice* and withdrawing them from the uses they have served so far. (SCHUMPETER, 1928, p. 378, grifos no original).

A importância destes processos de inovação e de progresso econômico reside em seu caráter essencialmente descontínuo, de modo que não podem ser descritos, por definição, em termos de uma teoria de equilíbrio. Sua própria existência, enquanto parte do processo de reprodução capitalista, tem como sentido destruir qualquer condição de equilíbrio estabelecida, e é este movimento de destruição que garante não somente o crescimento e o progresso, como também a continuidade da circulação capitalista. (SCHUMPETER, 1928, p. 378; 383).

Com enfoque nos resultados e nos retornos, sejam de longo ou de curto prazo, sejam financeiros ou de formação e conquista de mercados, a função do empreendedor definida por Schumpeter é precisamente a indução de inovações e de possibilidades tecnológicas, institucionais e financeiras com vistas à garantia de espaços individuais de acumulação, movimento que, por sua vez, conduz à transformação societária dos padrões de produção e de financiamento. São atividades desta natureza, para Schumpeter, as responsáveis primárias pelos períodos de prosperidade que fazem circular o organismo econômico, bem como pelas recessões, resultantes de seu impacto desequilibrador e mesmo desorganizador sobre as relações de produção e de propriedade. Empreender tais transformações, em virtude tanto da dificuldade de se escapar às rotinas e à organização da produção quanto da resistência que o ambiente competitivo e as correlações de força pré-estabelecidas na sociedade exercem sobre tentativas de mudança, é tão significativo que, para Schumpeter, deve ser considerado como uma função econômica *per se*. (SCHUMPETER, 1942, p. 132).

(...) to act with confidence beyond the range of familiar beacons and to overcome that resistance requires aptitudes that are present in only a small fraction of the population and that define the entrepreneurial type as well as the entrepreneurial function. This function does not essentially consist in either inventing anything or otherwise creating the conditions which the enterprise exploits. It consists in getting things done. (SCHUMPETER, 1942, p. 132).

Diante deste conjunto de elementos, conclui Schumpeter:

If, then, the putting to new uses of existing resources is what “progress” fundamentally consists in; if it is the nature of the entrepreneur’s function to act as the propelling force of the process; if entrepreneur’s profits, credit, and the cycle prove to be essential parts of its mechanism (...) then industrial expansion *per se* is better described as a consequence than as a cause (...). (SCHUMPETER, 1928, p. 382-3).

Mas uma das características distintivas do capitalismo do século XX é a extensão dos processos de racionalização, mecanização, automação e rotinização para além da produção, de modo que passam a abranger também cada vez mais tanto a administração da produção quanto a própria atividade empreendedora e, dessa forma, a introdução de inovações, o desenvolvimento tecnológico, a transformação dos modos de organização da produção e, por fim, o próprio ritmo do desenvolvimento econômico e do progresso material da sociedade capitalista. Tal movimento tanto aprofunda a necessidade de integração da atividade empreendedora ao ritmo de acumulação do capital, por um lado, quanto, por outro, constrange a função social do empreendedor, de forma que *esta automatização do progresso afeta as estruturas da sociedade capitalista tanto quanto sua imaginada plena cessação*. (SCHUMPETER, 1942, p. 131).

(...) technological progress is increasingly becoming the business of teams of trained specialists who turn out what is required and make it work in predictable ways. The romance of earlier commercial adventure is rapidly wearing away, because so many more things can be strictly calculated that had of old to be visualized in a flash of genius. (SCHUMPETER, 1942, p. 132).

Dessa forma, para Schumpeter,

(...) economic progress tends to become depersonalized and automatized. Bureau and committee work tends to replace individual action. (...) Rationalized and specialized office work will eventually blot out personality, the calculable result, the “vision”. The leading man (...) is becoming just another office worker – and one who is not always difficult to replace. (SCHUMPETER, 1942, p. 133).

Conforme os capitais se centralizam e os mercados se concentram, também os processos de inovação passam a ser capitaneados por grandes blocos de capital, e as decisões de alocação de recursos, tomadas por corpos de indivíduos, consultores e especialistas. Mesmo os meios pelos quais os choques e instabilidades resultantes da introdução de inovações, sob a forma de mudança qualitativa, se manifestam e se propagam pela sociedade se alteram. Inovações, dessa forma, se tornam planejáveis a longo prazo, dada a concentração tanto de

capacidade técnica e econômica de gerá-las quanto de controle sobre seu uso e sua difusão e, portanto, sobre seus resultados. (SCHUMPETER, 1928, p. 362).

Para descrever o resultado último destes processos, Schumpeter lança mão da distinção entre a fase *competitiva* do sistema capitalista, prevalente ao longo dos séculos XVIII e XIX, e o capitalismo *trustificado, organizado, regulado* ou *dirigido* que predomina grosso modo a partir do final do século XIX.

Em um sistema competitivo, de capitais individuais pulverizados e descentralizados, o desenvolvimento de uma inovação se cristaliza de forma geral na fundação de uma nova empresa, bem como na ascensão social do empreendedor e de sua família. O novo produto ou processo exerce pressões sobre os mercados, as cadeias produtivas e os preços, intermediários ou finais, afetando, enquanto perturbação, seja lenta, seja intensamente, todo o sistema de produção. Segundo Schumpeter, inovações com impactos desta magnitude historicamente jamais foram desenvolvidas dentro de empresas antigas e já estabelecidas, apesar de suas maiores capacidades de alocação de recursos e de acesso ao crédito.

Já em um capitalismo trustificado tais processos de inovação passam a ser capitaneados por grandes blocos de capital, e, dessa forma, mais distantes e independentes de posições e ações individuais. Isto porque a decisão de alocação de recursos passa a ser tomada por corpos de indivíduos, consultores e especialistas. Para o autor, dada a massa de capital historicamente acumulada, a alocação de recursos em pesquisa e desenvolvimento, em termos relativos, deixa de ser tão onerosa, e, assim, apesar do alto risco envolvido, não mais tão arriscada. Por fim, as inovações se tornam, não somente no campo das possibilidades, como no de sua própria viabilidade, planejáveis a longo prazo, dada a concentração tanto de capacidade técnica e econômica de gerá-las quanto, e sobretudo, de controle sobre seu uso e sua difusão e, portanto, sobre seus resultados, em função de, por exemplo, estruturas de proteção à propriedade intelectual. (SCHUMPETER, 1928, p. 362).

Na interpretação de Schumpeter, portanto, sob um contexto de centralização de capitais três elementos revertem o caráter disruptivo que a introdução de inovações tem em condições competitivas: a especialização da função empreendedora; o menor risco relativo da dedicação de recursos à inovação, dados os volumes de capital acumulados; e a possibilidade de planejamento e controle da introdução e do impacto das inovações. Os efeitos da introdução de inovações sob condições competitivas e sob condições monopolistas, nesse sentido, mostram-se opostos, visto que modificam as formas pelas quais a mudança qualitativa trazida pelas inovações se manifesta e se propaga pela sociedade. No caso do capitalismo competitivo, eles contribuem para a exacerbação da instabilidade e da intensidade das flutuações dos

negócios que a introdução de inovações acarreta. No caso do capitalismo monopolista, eles as atenuam, visto que se tornam instrumento competitivo e, assim, *regra*, sob a qual tende a desaparecer a transiência desestabilizadora do nível de atividade econômica. (SCHUMPETER, 1928, p. 384-5).

A função social do empreendedor capitalista, portanto, declina não em virtude do êxito em suas atribuições, – o que resultaria, no limite, na gradativa cessação de sua necessidade, apenas conforme se esgotassem as possibilidades de transformação social – mas, pelo contrário, devido a tal necessidade também passar a ser atendida por novos métodos, especializados, racionalizados, automatizados e impessoais e, por isso, tornada cada vez menos uma questão de liderança e de iniciativa individual. (SCHUMPETER, 1942, p. 133). No que diz respeito aos mecanismos de seleção dos competidores vitoriosos, ou mesmo à própria definição de sucesso econômico, Schumpeter afirma:

The types which rise, and the types which are kept under, in a trustified society are different from what they are in a competitive society, and the change is spreading rapidly to motives, stimuli and styles of life. (...) *the only fundamental cause of instability inherent to the capitalist system is losing its importance as time goes on, and may even be expected to disappear.* (SCHUMPETER, 1928, p. 385, grifo nosso).

Nesse sentido, é indiferente se o desenvolvimento tecnológico e o progresso capitalista cessam em definitivo ou se se tornam completamente endogeneizados e automatizados sob o controle de poucos grandes blocos de capital concentrado: o resultado é a transformação da sustentação dos capitalistas funcionantes, os lucros, em meros salários de administração, por mais que exceções – quase-rendas e ganhos monopolistas – se sustentem por maior ou menor período de tempo.

Since capitalist enterprise, by its very achievements, tends to automatize progress, we conclude that it tends to *make itself superfluous – to break in pieces under the pressure of its own success*". (SCHUMPETER, 1942, p. 134, grifo nosso).

Para Schumpeter, os grandes blocos de capital industrial, absolutamente burocratizados, não somente expropriam os expropriadores – os pequenos e médios capitais e os grandes competidores que sucumbem à concorrência –, como acabam por deslocar a própria atividade empreendedora, e, assim, o fundamento da classe burguesa. Isto porque, na interpretação do autor, por mais que os empresários empreendedores sejam apenas fração da classe burguesa, suas funções e posições constituem o núcleo da classe como um todo, em torno das quais giram todas as suas demais atividades e posições sociais

Between, there is the bulk of what we refer to as industrialists, merchants, financiers and bankers; they are in the intermediate stage between entrepreneurial venture and mere current administration of an inherited domain. (SCHUMPETER, 1942, p. 134).

Dito de outra forma, os rendimentos a partir dos quais, de forma geral, se reproduz a fração funcionante da classe capitalista giram em torno do relativo sucesso desta função social em específico. No entendimento de Schumpeter, são precisamente os lucros extraordinários oriundos da fundação de novos mercados a fonte primária das fortunas industriais, cujos movimentos de ascensão e queda, ademais, plasmam as estruturas sociais da sociedade capitalista. Tratam-se, pois, de um ganho necessariamente temporário, independentemente de seu tempo de duração, a ser absorvido e redistribuído conforme entrem em funcionamento os mecanismos competitivos. (SCHUMPETER, 1928, p. 380-1).

Economically and sociologically, directly and indirectly, the bourgeoisie therefore depends on the entrepreneur and, as a class, lives and will die with him, though a more or less prolonged transitional stage – eventually a stage in which it may feel equally unable to die and to live – is quite likely to occur, as in fact it did occur in the case of the feudal civilization. (SCHUMPETER, 1942, p. 134).

É a partir dessa compreensão que o autor chega à conclusão subsequente:

The true pacemakers of socialism were not the intellectuals or agitators who preached it but the Vanderbilts, Carnegies and Rockefellers. This result may not in every respect be to the taste of Marxian socialists, still less to the taste of socialists of a more popular (Marx would have said, vulgar) description. But so far as prognosis goes, it does not differ from theirs. (SCHUMPETER, 1942, p. 134).

Esta assertiva é a colocação da tese do autor em termos concretos. Como é o próprio processo capitalista que encaminha a debilitação do quadro institucional que lhe dá suporte, é também precisamente o sucesso da empresa capitalista que tende a debilitar o prestígio e a função social da fração de classe diretamente a ela associada, em um processo executado pela grande empresa e pelas grandes unidades de controle, de deslocamento da burguesia de suas próprias funções. Schumpeter é crítico, portanto, às interpretações segundo as quais a concentração e a centralização de capitais fazem arrefecer, se não mesmo debilitar, a concorrência, fundamento do mecanismo e das tidas virtudes sistema capitalista, e que as colocam como responsáveis por suas falhas, suas insuficiências e seus vícios.

In this schema of interpretation, monopolization plays the role of arteriosclerosis and reacts upon the fortunes of the capitalist order through increasingly unsatisfactory economic performance. (SCHUMPETER, 1942, p. 140).

O autor, contudo, permanece indiferente aos impactos especificamente econômicos da monopolização, e não assume uma postura nem de defesa da concorrência nem de oposição à concentração. Para Schumpeter, a verdadeira consequência da centralização de capitais e do controle econômico é de cunho *político*. (SCHUMPETER, 1942, p. 140).

The political structure of a nation is profoundly affected by the elimination of a host of small and medium-sized firms the managers of which, together with their dependents, henchmen and connections, count qualitatively at the polls and have a hold on what we may term the foreman class that no management of a large unit can ever have; the very foundation of private property and free contracting wears away in a nation in which its most vital, most concrete, most meaningful types disappear from the moral horizon of people. (SCHUMPETER. 1942, p. 140-1).

Para o autor, isto significa que o resultado último dos processos de concentração de mercados e de centralização de capitais e do próprio controle industrial é o lento redesenho das duas estruturas basilares da civilização capitalista: a propriedade privada e a liberdade contratual. Em *primeiro lugar*, ao alterar a natureza da propriedade e deslocar a figura do proprietário individual e da empresa familiar, as relações capitalistas monopolistas deslocam também, do quadro político geral, a força do interesse proprietário individual. Em seu lugar, introduzem outras três formas de relação com a atividade empresarial.

A primeira se consubstancia na figura do executivo assalariado, gestor e administrador das empresas, cujos interesses não necessariamente coincidem com a dos acionistas – salvo com a introdução de mecanismos de governança corporativa. Segundo Schumpeter, o homem de negócios do século XX, seja o empresário acionista, seja o funcionário administrador, por mais que assuma a posição de executivo, atua essencialmente sob as mesmas formas que as de um trabalhador assalariado, de um funcionário em uma organização burocrática. Seus próprios ganhos individuais se restringem, grosso modo, a salários, benefícios e bônus, o que afixa seu lugar dentro da estrutura organizacional, por maiores que sejam as responsabilidades delegadas. Assim, seus motivos, seus esforços e suas responsabilidades não são as mesmas de um proprietário individual propriamente dito. (SCHUMPETER, 1942, p. 156-7, n. 1). Isto contribui para o movimento de *socialização* da postura, do comportamento e das decisões capitalistas, em função da própria lógica interna da corporação moderna:

(...) it relentlessly narrows the scope of capitalist motivation; not only that, it will eventually kill its roots. (SCHUMPETER, 1942, p. 156).

As duas outras formas de relação emergem com a difusão das formas acionárias de propriedade direta: os poucos grandes acionistas e as multidões de pequenos acionistas. No caso dos primeiros, mesmo que se leve em consideração seu vínculo de caráter mais duradouro – ou ao menos mais sólido, em função do volume de capital alocado –, sua postura com relação à atividade empresarial se conserva um passo anterior ao das funções e atitudes de um empresário-empendedor propriamente dito. No caso das segundas, a decisão de aquisição de ações e a própria participação na empresa são, de forma geral, somente uma fonte de rendimentos adicionais – sejam os ganhos de especulação, sejam os dividendos. Suas posições, portanto, são essencialmente flutuantes, e inclusive oscilam em direção a posições opostas ou mesmo hostis aos negócios das empresas das quais são acionistas, aos rumos dos mercados em geral e por vezes ao próprio ordenamento capitalista, ainda que sem consciência disso. (SCHUMPETER, 1942, p. 141).

No element of any of those three groups into which I schematized the typical situation unconditionally takes the attitude characteristic of that curious phenomenon, so full of meaning and so rapidly passing, that is covered by the term Property. (SCHUMPETER, 1942, p. 141).

Em *segundo lugar*, no que diz respeito à liberdade contratual, que é ao mesmo tempo fonte e resultado da liberdade econômica individual, a estruturação das relações capitalistas em torno cada vez mais somente de grandes blocos de capitais, empresas oligopolistas e sociedades anônimas faz desaparecer esta sua característica fundamental. A rede de relações que se estabelece tanto entre as grandes empresas si quanto entre estas e as massas impessoais de trabalhadores e consumidores substitui a liberdade contratual por contratos “estereotipados, não-individuais, impessoais e burocratizados”, os quais se distinguem precisamente por introjetarem restrições à liberdade de escolha – com destaque para os contratos de trabalho. (SCHUMPETER, 1942, p. 141).

Por estas duas vias, sintetiza Schumpeter, o processo capitalista força ao segundo plano as próprias instituições que representam e embasam, em essência, o espírito da atividade econômica verdadeiramente “privada”, uma vez que altera substancialmente a forma e as condições em que se dão sua celebração: tanto o estabelecimento de contratos quanto as manifestações das relações de propriedade. As aspas na qualificação da “atividade econômica verdadeiramente ‘privada’” são do próprio Schumpeter, que se refere à diferenciação entre as formas de propriedade pertinentes às grandes corporações e às que dizem respeito às associações e firmas individuais, em detrimento destas últimas – movimento cujo resultado

toma como virtualmente análogo à abolição da liberdade contratual e mesmo da liberdade de escolha. (SCHUMPETER, 1942, p. 141-2).

The capitalist process, by substituting a mere parcel of shares for the walls of and the machines in a factory, takes the life out of the idea of property. It loosens the grip that once was so strong – the grip in the sense of the legal right and the actual ability to do as one pleases with one’s own; the grip also in the sense that the holder of the title loses the will to fight, economically, physically, politically, for “his” factory and his control over it, to die if necessary on its steps. (SCHUMPETER, 1942, p. 142).

O resultado último, para Schumpeter, é a “evaporação”¹³ da substância material da propriedade, a qual afeta tanto o público em geral e os trabalhadores em si quanto os próprios proprietários:

Dematerialized, defunctionalized and absentee ownership does not impress and call forth moral allegiance as the vital form of propriety did. Eventually there will be *nobody* left who really cares to stand for it – nobody within and nobody without the precincts of the big concerns. (SCHUMPETER, 1942, p. 142).

Na interpretação de Schumpeter, portanto, este conjunto de movimentos e tendências demarca que o processo capitalista encaminha a *socialização* de si próprio em todos os seus aspectos – produtivos, comerciais, organizacionais, administrativos, tecnológicos e psicológicos –, a ponto de, por decorrência de sua própria lógica de reprodução, adequar-se aos pré-requisitos de um regime socialista. Para Schumpeter, o sistema capitalista é “tão obviamente um processo de transformação em alguma outra coisa” (SCHUMPETER, 1928, p. 385) – no caso, em direção a uma nova estrutura de organização social – que o único elemento verdadeiramente passível de prognóstico e de múltipla interpretação, porque aberto à indeterminação histórica, é para qual novo sistema estas transformações se encaminham.

Capitalism, whilst economically stable, and even gaining in stability, creates, by rationalizing the human mind, a mentality and a style of life incompatible with its own fundamental conditions, motives and social institutions, and will be changed, although not by economic necessity and probably even at some sacrifice of economic welfare, into an order of things which it will be merely a matter of taste and terminology to call Socialism or not. (SCHUMPETER, 1928, p. 385-6).

Para Schumpeter, para além de sua descrição inicial do modo de produção socialista, fundamentada no controle da produção e dos meios de produção por uma autoridade

¹³ *Liquefação* talvez fosse uma imagem mais adequada.

central pública (1942, p. 167), conceitua o sistema socialista de forma mais particular e específica:

(...) I define (centralist) socialism as that organization of society in which the means of production are controlled, and decisions on how and what to produce and *who is to get what*, are made by public authority instead of by privately-owned and privately-managed firms. (SCHUMPETER, 1949, p. 446, grifo nosso).

A equiparação entre uma economia capitalista plenamente comandada por capitais centralizados e uma tal forma de organização socialista é, para Schumpeter, auto-evidente. Na transição de um regime capitalista para um socialista, mesmo com o desmonte do livre mercado concorrencial, não desapareceria a racionalidade de mercado, pautada nos movimentos de preços e de quantidades, tanto determinantes dos fluxos de recursos, de renda e de riqueza quanto fontes de informação para a tomada de decisão. A importância e o significado social das decisões de produção e de alocação de capital permaneceriam, independentemente da centralização de autoridade. *“Given its system of values, that authority could do this in a perfectly determined manner exactly as a Robinson Crusoe can.”* (SCHUMPETER, 1942, p. 184). A transformação se daria nas *formas* pelas quais passariam a se determinar a alocação e a produção, tornadas dependentes das determinações lógicas e da consistência do planejamento centralizado. O aparato burocrático, a autoridade e o poder de comando necessários a uma economia socialista planejada para o domínio da massa de informação e das decisões de produção e distribuição, nesse sentido, são os mesmos necessários às grandes corporações globais de capital centralizado horizontal e verticalmente, cartelizadas, transnacionais e financeirizadas.

Para o autor, ademais, estruturas decisórias centralizadas, mesmo que não plenamente monopolistas, detêm uma vantagem significativa sobre as demais e, dessa forma, uma superioridade específica: são particularmente menores as incertezas introduzidas nos processos de tomada de decisão pelas expectativas em relação às reações dos competidores, presentes e potenciais. Para Schumpeter, ainda que persistam outras, esta categoria específica de incerteza tende a desaparecer conforme se processa a centralização de capital, como ocorre em um quadro institucional socialista plenamente planejado. (SCHUMPETER, 1942, p. 186).

The managements of socialized industries and plants would be in a position to know exactly what the other fellows propose to do and nothing would prevent them from getting together for concerted action. The central board could, and to a certain extent would unavoidably, act as a clearing house of information and as a coordinator of decisions – at least as much as an all-embracing cartel bureau would.

This would immensely reduce the amount of work to be done in the workshops of managerial brains and much less intelligence would be necessary to run such a system than is required to steer a concern of any importance through the waves and breakers of the capitalist sea. (SCHUMPETER, 1942, p. 186).

Na interpretação do autor, portanto, o processo de centralização de capital gradativamente desestrutura o ordenamento social que constitui a sociedade capitalista ao mesmo tempo em que estabelece as estruturas basilares de seu herdeiro aparente, isto é, incondicionalmente o primeiro na linha de sucessão. Schumpeter descreve este processo de socialização por intermédio de um encadeamento lógico de movimentos interdependentes cujo ponto de partida é o movimento de centralização de capital. Tanto os negócios em si quanto o desenvolvimento das forças produtivas, controlados cada vez mais por um número cada vez menor de corporações cada vez maiores, se racionalizam e se automatizam. Neste quadro, o progresso econômico e social é distendido, tornado mecânico e planejado; a atividade empreendedora, assim como a administrativa, se centraliza, se burocratiza e assume o mesmo ritmo da acumulação de capital, imersa em uma racionalidade específica; e tanto a propriedade quanto a gestão se despessoalizam. (SCHUMPETER, 1949, p. 448-9).

Industrial property and management have become depersonalized – ownership having degenerated to stock and bond holding, the executives having acquired habits of mind similar to those of civil servants. Capitalist motivation and standards have all but wilted away. The inference as to the transition to a socialist regime in such *fullness of time* is obvious. (SCHUMPETER, 1942, p. 219, grifo nosso).

A referência bíblica à “plenitude do tempo” alude à chegada messiânica do fim dos tempos após a longa espera dos séculos e é conscopicamente correlata à perspectiva lógica e temporal que o autor propõe como grade de inteligibilidade. Ela encontra correspondência também no próprio conceito de evolução que Schumpeter identifica em Marx:

Evolution was for him the parent of socialism. He was much too strongly imbued with a sense of the inherent logic of things social to believe that revolution can replace any part of the work of evolution. The revolution comes in nevertheless. But it only comes in order to write the conclusion under a complete set of premises. The Marxian revolution therefore differs entirely, in nature and in function, from the revolution both of the bourgeois radical and of the socialist conspirator. It is essentially revolution in the fullness of time. (SCHUMPETER, 1942, p. 58).

Na interpretação de Schumpeter, a evolução capitalista é imbuída de força e de concretude tais que acaba por deslocar inclusive o sentido e a significância de revoluções sociais em sua acepção moderna. Dito de outra forma, para o autor, no que diz respeito a transformações societárias, revoluções não são nem fortes nem abrangentes o suficiente a ponto de substituir ou sequer ao menos de desarticular os mecanismos, as tendências e as percursos históricos concretos da evolução capitalista. Quando acontecem, somente intermediam e consolidam formal e institucionalmente uma transição societária que, em termos lógicos e mesmo práticos, não somente já estava constituída, com em andamento. (SCHUMPETER, 1942, p. 58; 162-3; 219-21).

Os movimentos pelos quais, em suma, a reprodução capitalista arruína o próprio ordenamento social que o fundamenta, são elencados pelo próprio autor em quatro movimentos contíguos e complementares. Em primeiro lugar, o desenvolvimento das forças produtivas compreendido pela classe empresarial, ao estabelecer novos padrões materiais e sociais de vida, acaba por debilitar precisamente a posição social e política desta classe, cuja função social, dessa forma, tende a suscetibilizar-se à burocratização e, por isso, a lentamente obsolescer-se. Em segundo lugar, a burocratização da atividade empreendedora e a centralização das atividades administrativas, que significam também a difusão de uma racionalidade em específico, a qual desloca e substitui as relações de lealdade e de subordinação, essenciais, na interpretação do autor, para o “funcionamento eficiente da liderança institucionalizada das plantas produtivas”. Para Schumpeter, pois, uma rede de livre-contratação entre partes legalmente iguais baseadas somente em fins utilitários e de curto-prazo individuais *não conforma um sistema social*, porque desatrelada de relações de hierarquia. Em terceiro lugar, a concentração do controle sobre as rotinas da produção e da administração sob uma classe executiva estabelece uma rede de relações políticas e intelectuais cuja estrutura e mesmo cujos interesses se tornam independentes e inclusive hostis em relação às próprias empresas que os empregam. Por último, em decorrência de todos os passos anteriores, estabelece-se uma tendência à desidentificação com os valores e atitudes que fundamentam a sociedade e a civilização capitalista, as quais giram em torno do sucesso econômico individual e dizem respeito não somente ao estrato capitalista, mas a todos os membros da sociedade. Este quarto movimento permanece pendente no tempo histórico de 2020 tanto quanto era somente um esboço tendencial em 1942. O sistema capitalista, nos termos do autor, é “a civilização da desigualdade e da fortuna da família”, mas, em função do acúmulo contínuo de desigualdades e do acúmulo individualmente descontínuo de fortunas, se encaminha, ainda que somente a longo prazo, rapidamente para seu próprio fim. (SCHUMPETER, 1949, p. 448-50).

All I wish to emphasize is the fact that we have travelled far indeed from the principles of *laissez-faire* capitalism and the further fact that it is possible so to develop and regulate capitalist institutions as to condition the working of private enterprise in a manner that differs but little from genuinely socialist planning. (SCHUMPETER, 1949, p. 449-50).

Os quatro passos elencados e descritos por Schumpeter, que conduzem, enquanto pontos de inflexão, à destruição do ordenamento capitalista, advém não de um movimento externo de cercos e acometidas em protesto ou em oposição às relações capitalistas, tampouco de reformas contratendências, mas *de sua própria lógica interna*. Para o autor, por tratar-se de uma destruição empreitada de dentro para fora, esta lenta implosão acaba também por delinear no mínimo os escombros que restarão após sua ruína e, portanto, os elementos dos quais surgirá a forma seguinte de organização. Estes escombros são o controle centralizado dos meios de produção e da produção e da circulação de riqueza. É somente nesse sentido que admite a emergência de uma civilização socialista: pela criação, a partir da destruição de quadro institucional da sociedade capitalista, as condições para o estabelecimento do próximo ordenamento. Ao mesmo tempo, contudo, tratam-se sobretudo de tendências.

Industrial integration is far from being complete. Competition, actual and potential, is still a major factor in any business situation. Enterprise is still active, the leadership of the bourgeois group still the prime mover of the economic process. The middle class is still a political power. Bourgeois standards and bourgeois motivations though being increasingly impaired are still alive. Survival of traditions – and family ownership of controlling parcels of stock – still make many an executive behave as the owner-manager did of old. (...) From the standpoint of immediate practice as well as for the purposes of shortrun forecasting – and in these things, a century is a “short run” – all this surface may be more important than the tendency toward another civilization that slowly works deep down below. (SCHUMPETER, 1942, p. 163).

Não se tratam, portanto, de relações categóricas de predeterminação. O que a posição de Schumpeter aponta é que a herança do esfacelamento da ordem social capitalista constitui também um quadro bastante apropriado, em termos de centralização do controle sobre a produção e sobre a riqueza, para o estabelecimento de um regime socialista. Por isso, para Schumpeter, apesar de seus próprios esforços, *é indiferente revelar se o declínio do capitalismo é oriundo de seu pleno fracasso ou de seu sucesso vigoroso*. (SCHUMPETER, 1942, p. 162).

O singular e o universal entre a valorização financeira e a dinâmica macroeconômica em J. C. S. Braga

O estabelecimento de um ainda mais recente desenvolvimento capitalista é também objeto de análise de Braga (1993; 1996; 1997; 2000), para quem a extensão das transformações que os desdobramentos das relações capitalistas impõem à concorrência intercapitalista, à dinâmica macroeconômica e ao próprio conceito de capital tornam possível sobreviver a emergência e o estabelecimento de uma desenvolvida especificidade à riqueza capitalista e a seus movimentos de reprodução e de acumulação. O intuito primário de sua investigação é “verificar quais alterações ocorrem nos ‘mecanismos da dinâmica’, quando se verificam modificações estruturais inclusive nas formas de concorrência.” A perspectiva de revelar as implicações de modificações estruturais nas relações capitalistas sobre o movimento do capital, pois, especifica também a direção do olhar posto sobre a das relações de determinação: é a partir da concretude e da historicidade da concorrência capitalista e da dinâmica macroeconômica que se manifestam e mesmo se delineiam as leis de movimento do capital. Este direcionamento específico só é possível porque as leis de movimento das relações capitalistas, de um lado, e os processos de concorrência e a dinâmica macroeconômica, de outro, para Braga, não constituem esferas conceituais distintas. Ambas dizem respeito à “vida efetiva da sociedade mercantil capitalista”, e somente se apresentam enquanto diferentes níveis de abstração de um mesmo fenômeno real, “dois níveis inseparáveis da dinâmica” do desenvolvimento das relações capitalistas. (BRAGA, 2000, p. 147-8).

Tomar as leis de movimento do capital e a dinâmica concorrencial como níveis de abstração distintos do desenvolvimento das relações capitalistas requer, por sua vez, justamente a compreensão da concretude do movimentos da pluralidade de *capitais individuais sob concorrência* enquanto forma de manifestação, porque meras “executoras” das leis de movimento do capital enquanto conceito, isto é, do *capital em geral*. (MARX, 1858, p. 456). Nas palavras de Marx, a concorrência “nada mais significa que os muitos capitais impõem uns aos outros e a si próprios as determinações imanentes do capital”, ou seja, de suas leis de movimento. (MARX, 1858, p. 546).

O conceito de *capital em geral* diz respeito, no método de exposição de Marx, às relações capitalistas em sua forma mais geral e abstrata, isto é, nas determinações que as definem enquanto propriamente capitalistas, historicamente determinadas pelo modo de produção capitalista. Para Rosdolsky (1968, p. 51), o que distingue o capital, assim como o próprio modo de produção capitalista, das demais formas de valor é a sua capacidade de

autovalorização, fundamentada, por sua vez, na relação entre capital e trabalho assalariado – característica que todos os capitais compartilham entre si.

O que se revela como sendo comum a todos os capitais é a sua propriedade de expandir seu valor, o fato de que eles se apropriam, direta ou indiretamente, da mais-valia gerada no processo capitalista de produção. (...) Tudo isso pode ser estudado sem que seja necessário levar em conta a existência de diversos capitais ou as diferenças entre eles. (ROSDOLSKY, 1968, p. 52).

Ser capital, isto é, valor que se valoriza em função da exploração do trabalho, é o que todos os capitais têm em comum. O capital considerado unicamente em sua relação com o trabalho, sua fonte de mais-valor e motor da valorização, é o *capital em geral*, isolado, neste momento lógico, da existência concreta de formas particulares – capital industrial, capital comercial, capital a juros etc. – de capital individual e de suas relações entre si, isto é, da concorrência intercapitalista. (ROSDOLSKY, 1968, p. 51-2; MOSELEY, 2005, p. 15; 25).

O capital, tal como o consideramos aqui, como relação a ser distinguida do valor e do dinheiro, é o *capital em geral*, i.e., a síntese das determinações que diferenciam o valor como capital do valor como simples valor ou dinheiro. (...) Mas nós ainda não estamos tratando nem de uma forma *particular* do capital nem do *capital singular* como capital diferente de outros capitais singulares etc. (...) Esse processo de formação dialético é apenas a expressão ideal do movimento efetivo em que o capital vem-a-ser. As relações ulteriores devem ser consideradas como desenvolvimentos a partir deste embrião. (MARX, 1858, p. 243).

Para Moseley (1995, p. 16-7; 22-3; 37; 41), o propósito da distinção entre *capital em geral* e a *pluralidade de capitais sob concorrência* é tornar possível a distinção entre dois momentos lógicos do processo de acumulação de capital, que se processam também em espaços lógicos distintos.¹⁴ O espaço de operação do *capital em geral* é o da totalidade, no qual se determina a massa total de mais-valor para o todo da economia capitalista. Já o espaço de operação da *pluralidade de capitais* é o da singularidade, no qual se determina a distribuição deste total de mais-valor, dado pelo passo lógico anterior, por entre os capitais individuais, de acordo com sua parte alíquota no capital social total, i.e., no capital em geral. A distinção entre estes dois espaços lógicos, ademais, coincide com a distinção entre as leis imanes de

¹⁴ O conceito de capital em geral, presente nas múltiplas iterações de manuscritos preparatórios de O Capital, se faz conspicuamente ausente nas versões definitivas da obra. Tanto para Rosdolsky (1968, p. 53) quanto para Moseley (2005, p. 21), mesmo após o desaparecimento do termo nos escritos de Marx a partir de 1863, a distinção e mesmo a sua lógica subjacente, porquanto parte do método de exposição, permanecem, assim como o próprio conceito, ainda que substituído por outros termos: o *capital social global*, o *capital de toda a classe capitalista*, a *fórmula geral do capital*, a *análise geral do capital*, as *leis imanes do capital*, a *natureza interna do capital*, o *capital como tal*.

movimento geral do capital, de um lado, e as suas formas imediatas, externas e mesmo *necessárias* de manifestação, de outro, respectivamente. (MOSELEY, 2005, p. 15). Tratam-se de formas necessárias porque é nas leis coercitivas da competição, impostas pelos capitais individuais uns aos outros, que se manifestam as leis imanes de movimento do capital enquanto princípio organizador da reprodução material capitalista. Dito de outra forma, a ação recíproca dos capitais individuais uns sobre os outros é substrato pelo qual a autodeterminação do capital enquanto conceito concretiza seu domínio. (ROSDOLSKY, 1968, p. 50).

(...) é preciso que as tendências gerais e necessárias do capital sejam diferenciadas de suas formas de manifestação. Não nos ocuparemos, por ora, do modo como as leis imanes da produção capitalista se manifestam no movimento externo dos capitais, impondo-se como leis compulsórias da concorrência e apresentando-se à mente do capitalista individual como a força motriz de suas ações. Porém, esclareçamos de antemão: só é possível uma análise científica da concorrência depois que se apreende a natureza interna do capital (...). (MARX, 1890, p. 391 *cf.* MOSELEY, 1995, p. 37).

Ao mesmo tempo, é da agregação das interações entre a miríade de figuras do capital – o total de formas particulares de capital e a pluralidade de capitais individuais – que se constitui o capital em geral.

O capital considerado em geral não é pura abstração. Se examino o capital total de uma nação, p. ex., em comparação com o trabalho assalariado total (ou também a propriedade fundiária), ou se examino capital como a base econômica em comparação com outra classe, examino-o em geral. (MARX, 1858, p. 727).

Para Rosdolsky (1968, p. 55), os capitais individuais, sob suas múltiplas formas particulares, devem ser tomados como partes alíquotas do capital social total, isto é, do capital em geral. Seus movimentos individuais, do mesmo modo, dotam-se de caráter simultaneamente particular e universal, porque sempre eles integrantes do movimento do capital global. Enquanto os movimentos particulares dos capitais individuais dizem respeito à busca pela maximização das taxas individuais de lucro, ou ainda, à maximização de sua participação na massa de lucro total, o movimento do capital em geral diz respeito, acima de tudo, à relação entre a classe capitalista como um todo e a classe trabalhadora como um todo, relação que determina também a massa de mais-valor total a ser gerada e, em um sentido lógico, posteriormente distribuída.

A posição assumida por Braga é de que conforme os capitais individuais, sujeitos à concretude do transcorrer do tempo histórico da concorrência e da dinâmica macroeconômica global, se concentram e se centralizam, provocam também uma mudança qualitativa no

processo de valorização. As primeiras decorrências desta mudança qualitativa são transformações nas relações entre os capitais individuais e, sobretudo, entre as diferentes formas particulares de capital. Mas, levadas às últimas conseqüências, esta mudança qualitativa leva à *redução da distância lógica* entre os níveis de abstração do capital em geral e da pluralidade de capitais individuais. (BRAGA, 2000, p. 210).

O ponto de partida de Braga é o entendimento de que o mecanismo da concorrência é a “natureza interna do capital, sua determinação essencial”, manifestação da ação recíproca dos múltiplos capitais entre si em seus movimentos de valorização. Sob concorrência, a busca individual dos capitais pelo incremento do lucro e da capacidade de comando sobre diferentes mercados configura “não só a capitalização produtiva e ampliação das escalas de produção, como também o avanço no controle sobre outros capitais, isto é, a centralização.” (BRAGA, 2000, p. 198). É, portanto, o transcorrer da própria dinâmica de concorrência que rege o processo de monopolização:

O movimento do capital em direção às formas mais abstratas de riqueza, no bojo da concorrência, é, ao mesmo tempo, o que desenvolve o oposto desta, a monopolização. O enunciado deste problema é o seguinte: *a livre concorrência converte-se em monopólio*. (BRAGA, 2000, p. 188, grifo no original).

Dito de outra forma, é do encontro dos diferentes capitais individuais em livre concorrência, orientados pela maximização da acumulação, que se estrutura a tendência à concentração, ao monopólio e à aniquilação de seu próprio substrato, a livre concorrência. Nas palavras de Marx, trata-se de um movimento de expropriação específico, que “(...) se consuma por meio do jogo das leis imanentes da própria produção capitalista, por meio da centralização de capitais. Cada capitalista liquida muitos outros.” (MARX, 1890, p. 832 *cf.* BRAGA, 2000, p. 188).

Mas, uma vez assumida a centralização de capital como parte da dinâmica da reprodução capitalista, também o conceito de concorrência que a embasa deve acompanhar, tanto lógica quanto historicamente, as transmutações das formas concretas de manifestação de competição e de coexistência entre os capitais individuais. Na interpretação de Braga, face à centralização, a concorrência passa a se manifestar como uma “(...) rivalidade entre os capitais que operam em diferentes estruturas de mercado, produzindo distintas linhas de produto e atuando simultaneamente em diferentes órbitas – comercial, industrial e financeira”, de forma que se altera de maneira radical a natureza da tomada de decisão capitalista. Com a centralização de capitais e a instauração do capital financeiro tanto como padrão sistêmico de riqueza quanto como princípio ordenador da reprodução e da acumulação capitalista, não

somente uma lógica financeira geral passa a explicitamente predominar sobre as decisões de investimento e de acumulação de capital como se eleva a nucleadora do movimento estratégico e das próprias formas de existência dos capitais centralizados (BRAGA, 2000, p. 147-8).

A afirmação deste desdobramento, dinamicamente resultado e resultante dos processos de centralização, potencializa o domínio de capitais em específico, essencialmente em função de sua fluidez entre mercadoria e dinheiro. Por ostentar capacidades diferenciadas, os capitais que se sobressaem nessa forma desenvolvida de concorrência “(...) colocam-se diante dos distintos mercados como um *centro de comando financeiro* a partir do qual são estabelecidas as estratégias técnico-produtivas bem como as de ordem monetário-financeira.” (BRAGA, 2000, p. 198). “Centros de comando” é a imagem bélica pela qual o autor caracteriza os núcleos estratégicos das grandes corporações capitalistas, forma genérica que assumem os capitais centralizados e cujos elementos comuns são sua magnitude e seu alcance, os quais viabilizam – ou mesmo tornam indispensáveis – estratégias amplificadoras dos espaços de competição e de alavancagem de seus domínios econômico-financeiro. Tais capitais se distinguem justamente em função de seu poder de comando sobre distintos mercados, financeiros e não-financeiros, nacionais e transnacionais. (BRAGA, 2000, p. 198-9).

Estas corporações como unidades decisórias do cálculo capitalista operam segundo uma lógica de *capital financeiro em sentido amplo*, compreendido como a fusão das diferentes formas de riqueza ou, genericamente, a fusão da forma lucro com a forma juros. (...) aquela estratégia de valorização é elemento comum, independentemente da morfologia que assumem as articulações entre capitais industriais, bancários e mercantis. (BRAGA, 2000, p. 209).

Em contrapartida, deixa de haver lugar para o processamento de cálculo e mesmo para a concorrência capitalista em suas formas tanto lógica quanto historicamente pretéritas, restritas a mercados em específico,

(...) através de firmas decidindo o quanto investir localmente, produzir, endividar-se, ficando margem de lucro sobre seus custos primários (salários e matérias primas), estimando taxa de lucro sob determinada expectativa de demanda local. Estas decisões corresponderiam às interações da concorrência numa determinada indústria, num determinado ramo, para a produção de determinado produto (ou produtos da mesma natureza que configurariam uma indústria um ramo). (BRAGA, 2000, p. 200).

Isto porque são somente os capitais centralizados, institucionalizados na forma de grandes corporações capitalistas de alcance global, que “empreendem o comando unificado sobre um conjunto de empresas a partir do qual fluem as decisões, competitivas, de dispêndio para a valorização de seu capital total, obedecendo ao cálculo financeiro geral, na busca de uma

taxa de lucro geral.” (BRAGA, 2000, p. 212). A consolidação desta categoria superior de agente abala as interações convencionais entre o cálculo capitalista, a concorrência e a determinação da renda e da dinâmica agregada. Tratam-se, pois, de organizações empresariais multiindustriais, multifuncionais e multinacionais que atuam a partir de “critérios puramente financeiros” e que os realizam em simultâneo nas dimensões produtiva, financeira e de desenvolvimento tecnológico. (BRAGA, 2000, p. 212-3). Na interpretação de Braga, nesse sentido, somente a estes capitais em específico cabe de modo relevante a categoria de agentes econômicos: enquanto unidade ao mesmo tempo produtiva, gerencial e financeira de cálculo e de decisão e com excepcional capacidade de comando sobre plantas, firmas, empresas, produtos, tecnologias e mercados. Sob a centralização de capitais, passa-se a se considerar “(...) cada firma como *a* capital do Capital, uma soma de puro valor auto-expansivo, sem limitações nas possibilidades de investimento seja pela geografia, seja pela cultura, seja pela mercadoria ou seja pela indústria.” (CLIFTON, 1975, p. 249 *apud* BRAGA, 2000, p. 201, grifo e tradução no original).

A esta categoria desenvolvida de capital individual cabe também uma categoria particular, desenvolvida, de lucro: o *lucro geral*. Assim como as decisões capitalistas tornam-se multiindustriais, multifuncionais e multinacionais, também seu conceito de lucro, inclusive em termos contábeis, deve contemplar esta multidimensionalidade. O *lucro geral*, pois, comporta os lucros na produção, gerados por ativos operacionais; os lucros financeiros líquidos lastreados em lucros produtivos; e os lucros financeiros não-lastreados, que resultam dos movimentos de capitalização de rentabilidades futuras esperadas – oriundos grosso modo de operações cambiais, nas bolsas de valores, em mercados futuros e em mercados derivativos, resultados de operações especulativas que geram ganhos de capital, de arbitragem e valorização patrimonial, não necessariamente lastrados em lucros produtivos mas viabilizados financeira ou contabilmente simplesmente pela expectativa de lucros ou de valorização futuros. (BRAGA, 2000, p. 219-20; 223).

Essa capitalização financeira (...) é concretamente formada por juros, dividendos, amortizações de empréstimos, rendimentos provenientes das diferentes operações com ativos financeiros (inclusive títulos da dívida pública) e com moedas conversíveis, constituindo uma espécie de “estrato superior” de riqueza (...). (BRAGA, 2000, p. 223).

Como consequência da generalização deste processo, modificam-se não somente as formas de competição como, sobretudo, os próprios parâmetros de competitividade, conforme os conglomerados de capital adotam estratégias de atuação e de crescimento que transcendem

fronteiras nacionais e setoriais. Este movimento se dá, por definição, em âmbito global, em função não tanto do alcance global de suas estratégias de expansão quanto de sua posição de poder e de comando distintiva no que tange à capacidade de adotar tais estratégias em tais escalas. Para Braga, o critério último de competitividade se consolida, para além de circuitos tecnológicos e mercadológicos, acima de tudo na capacidade de mobilização e de alocação de capital, o “que lhes dá escopo para que possam ‘medir-se como iguais’, imposição competitiva da equivalência de valorização entre os capitais.” (BRAGA, 2000, p. 215). Mais significativamente, a concorrência deixa os planos intra-industrial e intra-setorial e se torna uma *competição interindustrial*, ou ainda, final e explicitamente, uma *concorrência intercapitalista*.

(...) a concorrência que predomina é entre unidades de capital centralizado e não apenas entre produtores de produtos similares. As corporações são multiindustriais, movendo-se por referência às taxas diferenciais de retorno nos diferentes mercados. (BRAGA, 2000, p. 203-4).

O caráter eminentemente financeiro deste patamar elevado de concorrência, por sua vez,

reforça uma tendência à generalização e homogeneização nas formas de organização, operação e comportamento estratégico das corporações e empresas financeiras, em quase todos os países, ainda quando seus sistemas nacionais resistam a essa convergência. (BRAGA, 2000, p. 289, grifo nosso).

O núcleo dessa forma de concorrência, reconfigura três ferramentas competitivas como indispensáveis – ao menos neste patamar superior *par excellence* de competição intercapitalista. A primeira delas diz respeito à capacidade de ingresso em novos mercados, irrespectivamente às vantagens competitivas que deram origem, historicamente, à atividade capitalista em questão. A segunda consiste no acúmulo de poder de comando sobre vários e diversos campos produtivos, estruturado na “separação gerencial entre a cúpula administrativa da corporação e a gestão intermediária nas divisões operacionais, responsáveis cada uma por um tipo de produto/mercado industrial.” A terceira, por fim, é o “amplo e continuado desapossamento de unidades operacionais e a aquisição ou criação de outras, segundo os ditames da tecnologia e das finanças.” (BRAGA, 2000, p. 215).

Para o autor, é esta terceira dimensão que distingue com maior vigor esta fase financeirizada das relações capitalistas. São os movimentos de investimento e de desinvestimento, em busca sempre da máxima rentabilidade, que constituem, efetivamente, a “globalização dos negócios”, com o objetivo, devido à natureza expansiva da acumulação interna, a qual transcende fronteiras setoriais e nacionais, de alcançar mercados em âmbito

global. São também eles a origem lógica das corporações transnacionais, “cujas decisões de investimento pelo planeta dependerão da própria concorrência intercorporações de distintas origens nacionais e dos condicionantes que cada mercado e a política econômica nacional determinam.” (BRAGA, 2000, p. 216). São estas corporações que expressam, e mesmo corporificam, a mobilidade, a flexibilidade e a universalidade apropriadas ao capital em busca de autonomia e que, ao mesmo tempo – tempo lógico – detêm o poder econômico, tecnológico e financeiro “tanto para criar dinâmicas virtuosas quanto para romper a coerência sistêmica.” (BRAGA, 2000, p. 216).

Na interpretação de Braga, é por se alçar como “modo de ser da riqueza contemporânea” que a finança se torna padrão sistêmico e dominante. Sua lógica de movimento deixa de estar restrita a práticas específicas de determinados setores da economia e passa a marcar as estratégias e posicionamentos de todos os agentes, dos mais relevantes aos menos, bem como torna-se ela mesma critério desta relevância. Tal movimento generalizado modifica a dinâmica macroeconômica como um todo, no sentido de “estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral.” (BRAGA, 2000, p. 270).

A financeirização como padrão sistêmico de riqueza é uma *forma* específica pela qual há décadas se faz a definição (moeda-crédito-patrimônio), gestão (macroestrutura financeira) e realização de riqueza (dinheiro e ativos financeiros predominantes sobre os operacionais) num número crescente de países. É um *modo de ser* do sistema, historicamente determinado, sustentável em prazos longos. (BRAGA, 2000, p. 327-8, grifo no original).

O estabelecimento deste padrão financeiro à riqueza contemporânea é resultado das transformações historicamente introduzidas na institucionalidade dos sistemas monetários e financeiros nacionais e internacionais pelas estratégias e posicionamentos de corporações, bancos, instituições financeiras e bancos centrais em suas práticas de monetização de capital fictício. São as posições destes agentes relevantes, pois, que dão substância ao conceito de capital financeiro, e que, por transformar de modo sistêmico a natureza do crédito, do patrimônio e do dinheiro, impactam a dinâmica macroeconômica e a valorização e a acumulação de capital. (BRAGA, 2000, p. 270).

Em termos globais, a movimentação do mercado de capitais, “(...) composto por ações, bônus e títulos financeiros em geral, públicos e privados, representantes da grande massa de riqueza mobiliária, desproporcional em face da riqueza produtiva (...)” (BRAGA, 2000, p. 273), impulsiona uma circulação “de corte estritamente financeiro”, que, por sua vez, determina um movimento de taxas de câmbio e de juros independente das bases produtivas nacionais mas

interdependentes entre si: “suas variações estabelecem as rentabilidades dos ativos financeiros e as modificações dos valores patrimoniais nos diferentes mercados nacionais globalizados.” (BRAGA, 2000, p. 273-4). Tal circulação é ao mesmo tempo resultado da crescente mobilidade de capitais e estímulo à prática da securitização, par que, neste contexto, dá ainda maior vazão ao movimento de financeirização global. Efeito mais basilar deste conjunto de práticas, contudo, é a transformação dos próprios critérios de valorização e de desvalorização da riqueza.

O padrão sistêmico da finança se caracteriza essencialmente, pelo primado de ativos financeiros rentáveis como substrato da riqueza, em detrimento das formas monetárias, e pela formação de um mercado de crédito e de capitais global interconectado pela securitização e pela circulação derivativa, o que, em termos históricos, configura uma “novidade macroestrutural do capitalismo contemporâneo”.

Ele é forjado pelos capitais centralizados que, operando aquele cálculo, impulsionam nos mercados monetário, cambial, acionário, creditício, imobiliário, de capitais e de *commodities* uma massa de riqueza (...) expressa concretamente nos ativos financeiros e na liquidez existente, a cada momento, na economia. (BRAGA, 2000, p. 222).

Em tal regime, conforme se estabelece a primazia de ativos de simultânea liquidez e rentabilidade, se conforma uma macroestrutura de cálculo financeiro com capacidade endógena e estável de criação tanto de crédito quanto de capital fictício, isto é, de ampliação da oferta e da circulação de poder de compra por meio tanto da emissão de dívida quanto da antecipação, especulativa e expectacional, de rentabilidade futura. (BRAGA, 2000, p. 277-8). Além disso, blocos de capital centralizado não somente consolidam mercados altamente concentrados e reforçam a formação de conglomerados financeiros como também conformam uma esfera de cálculo e de decisão de alocação que impulsiona uma circulação financeira de massas de riqueza em magnitudes tais, em desproporção à circulação de ativos reais, que lhes concede capacidade ímpar de provisionamento de liquidez à economia a qualquer instante do tempo. (BRAGA, 2000, p. 222; 274). Para as grandes corporações transnacionais e grandes blocos de capital centralizado, não vale a máxima “investir é emitir dívidas e abrir mão da liquidez”. (BRAGA, 2000, p. 213).

(...) as grandes corporações produtivas com seu poder financeiro manejam o dinheiro e as quase-moedas, tanto na circulação industrial quanto na circulação financeira, que passam a ser domínios altamente conexos (...). Pela macroestrutura financeira dá-se uma interação do dinheiro e dos ativos entre ambas as circulações. Nesse sentido, a financeirização não implica que a liquidez esteja sendo sugada da circulação industrial para a financeira e que, em função disso, as

corporações estejam *out of money* (sem “poupança financeira”) para investir e dinamizar a circulação industrial. Não é assim, uma vez que, sendo elas mesmas grandes detentoras dessa liquidez, a alocação na órbita financeira é uma decisão patrimonial da qual elas são co-partícipes junto com bancos e similares. (BRAGA, 2000, p. 290).

As operações financeiras e patrimoniais, as inovações financeiras e os mecanismos de securitização, nesse sentido, levam as possibilidades de multiplicação e de alavancagem às últimas consequências, “(...) trazendo para o âmbito da macroestrutura financeira poupanças das mais variadas origens (famílias, empresas) e dívidas (privadas e públicas) para operá-las com ampla liberdade de alocação.” (BRAGA, 2000, p. 279). Os maiores graus de liquidez atribuídos à transmutação entre ativos reais e ativos financeiros, a possibilidade de alteração das características dos contratos de dívida e das capitalizações das rentabilidades financeiras esperadas dilatam o campo monetário-financeiro e proporcionam institucionalidade e organicidade tais “(...) que amplificam a circulação, expansão e valorização autônoma do dinheiro funcionando como capital”, constituem uma significativa alavanca adicional tanto de acumulação quanto de monetização de capital fictício e tornam tanto o tempo da valorização quanto as decisões capitalistas reversíveis. (BRAGA, 2000, p. 217; 279; 283-4).

A alteração radical na temporalidade das finanças abre possibilidades operacionais que antes não existiam (...). Não se está mais atado aos contratos e títulos rígidos de curto, médio e longo prazo, com a respectiva estrutura a termo das taxas de juros. (...) transformação no manejo do tempo (...). Esses movimentos, possíveis na macroestrutura financeira, implicam a flexibilização temporal das relações crédito/débito, das posições ativas/passivas, do tempo de valorização dos capitais. (...) possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma “outra” estrutura temporal de valorização, sempre atualizada, com os sucessivos impulsos de revisões das decisões passadas. O máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização é possibilitado pela capacidade de rever a estrutura temporal, de valorização dos ativos e de ônus dos passivos, a um “custo de transação” cadente, no mercado financeiro global. (BRAGA, 2000, p. 282-3).

A compreensão de Braga, dessa forma, é de que a reestruturação da concorrência sob a centralização de capitais e a financeirização, na figura das grandes corporações globais, conforma uma *mesoestrutura*, “nível superior em que se dá a concorrência entre as corporações em diferentes mercados ao mesmo tempo.” (BRAGA, 2000, p. 207). Ainda mais significativamente, esta mesoestrutura se estabelece enquanto *locus* de processamento das decisões capitalistas em diferentes estruturas de mercado e em diferentes órbitas – comercial, industrial e financeira –, cuja articulação conduz a uma distinta interação entre a *dinâmica*

macroeconômica e as leis de movimento do capital: “(...) a interação entre leis gerais de movimento e concorrência impõe a lógica de capital financeiro ao cálculo e movimento dos capitais centralizados.” (BRAGA, 2000, p. 172).

A *mesoestrutura* é assim um plano da concorrência industrial, comercial e financeira *intercorporações* apropriado ao conceito de capital que requer mobilidade, flexibilidade e universalidade. É a partir desta capacitação técnico-financeira que tais capitais se habilitam para atuar ao lado das instituições financeiras propriamente ditas na macroestrutura financeira (...). (BRAGA, 2000, p. 209).

Estas corporações, imersas em múltiplos segmentos, setores, ramos, mercados e indústrias, de acordo com suas estratégias de crescimento e de rentabilidade, estabelecem enquanto espaço de concorrência intercapitalista por excelência justamente a totalidade de segmentos, ramos e mercados, simultaneamente em âmbito comercial, industrial e financeiro. Em agregação, por sua vez, a totalidade de capitais individuais desta magnitude constitui o núcleo responsável pelas decisões relevantes de produção e de investimento e, portanto, de geração de emprego e de renda, em alcance e proporções globais. Para Braga, é das decisões de investimento e de produção deste estrato superior de capitais, tomadas a partir de seus centros de comando financeiro, que emerge a dinâmica macroeconômica agregada global, isto é, a evolução do produto, da renda e do lucro geral – ou seja, dos salários, dos lucros operacionais e dos lucros financeiros. Ao mesmo tempo, estas decisões produtivas em específico são somente a camada mais inferior e concreta de consubstanciação das decisões de composição de portfólios e de alocação, geração e apropriação de riqueza, pautadas na maximização da rentabilidade sob o ponto de vista do lucro geral. (BRAGA, 2000, p. 208-12).

Este processo de centralização das unidades decisórias, contudo, não resulta na eliminação, nem mesmo na limitação da concorrência. Não se trata, tampouco, de que capitais monopolistas, em conluio entre si ou mesmo auxiliados por aparatos estatais, assumam o controle da dinâmica capitalista de forma harmônica – nem pela coordenação e articulação político-econômica que superaria antagonismos, instabilidades e crises; nem pela viabilização da sociabilização da riqueza e da “transformação da propriedade capitalista em propriedade social”. Pelo contrário: na interpretação de Braga, “no capitalismo atual a competição é mais intensa e a mobilidade do capital é extremamente superior.” Ainda que capitais em específico detenham privilégios competitivos, centrados no acesso aos poderes modernos de concorrência – acesso ao crédito, ao capital por ações e à circulação derivativa, três dispositivos aceleradores da centralização de capitais –, entre os detentores destes privilégios as capacidades de competição se mantêm distintas para os diferentes capitais individuais, por mais que

organizados em blocos, e a competição e a rivalidade capitalista se acirram a patamares ímpares, proporcionais à intensidade da centralização de capital. O movimento de centralização altera e exacerba as condições de concorrência, ao invés de suprimi-la. (BRAGA, 2000, p. 189).

(...) a competição é cada vez mais acirrada entre as empresas líderes e rivais disputando a apropriação de riqueza, na produção, nas finanças, no comércio, nos variados mercados e indústrias; deslocando-se de uma estrutura de mercado para outras; ingressando em negócios inovadores e abandonando os decadentes; mobilizando-se espacialmente por todo o planeta. *Estas mudanças implicam alterações na dinâmica, ao condicionarem as inovações, os perfis das flutuações, a caracterização da tendência, as formas público-privadas de gestão da riqueza.* (BRAGA, 2000, p. 190, grifo nosso).

O que a compreensão de Braga revela, nesse sentido, é que o grau e as formas de concorrência são em si uma determinação do próprio capital. Para o autor, a livre-concorrência não é um suposto do capital, o meio fértil que lhe dá origem: a livre-concorrência é posta e condicionada pelo próprio capital e segundo seus próprios desígnios. Se é o capital o sujeito de seu próprio movimento, e se o impulso à monopolização é resultado de seu movimento lógico, então a delimitação e também o cerceamento da livre-concorrência são frutos de posturas assumidas pelo próprio movimento do capital, determinadas conforme seu desenvolvimento lógico e histórico. Mas – e esta ressalva é fundamental –, o capital se impõe enquanto sujeito de seu próprio movimento somente enquanto *capital em geral*. O fato de a lógica do capital em geral determinar as condições de concorrência não implica que capitais individuais, na figura de seus representantes, coordenem-se enquanto sujeito coletivo em suas decisões de investimento, de uso do progresso técnico, de acumulação e de distribuição de renda. Ainda que o capital seja o sujeito de seu processo de valorização, os agentes da economia não o são. Ou seja, apesar destes movimentos genéricos e abstratos, a concretude do sistema capitalista preserva suas características anárquicas, submetida a decisões competitivas descentralizadas e descoordenadas cujo resultado agregado, posta a descoordenação, não tem garantias de estabilidade nem de coerência. As decisões capitalistas, ainda que centralizadas, permanecem imersas em incerteza radical, “uma vez que os agentes decisórios não são efetivamente sujeitos controladores e coordenadores do sistema como um todo, mas apenas de subconjuntos rivais.” (BRAGA, 2000, p. 166-8).

A grande contribuição de Braga no que diz respeito à concorrência intercapitalista, nesse sentido, é a percepção de que conforme os capitais se concentram e se centralizam, segundo as leis gerais da acumulação mas sujeitos ao transcorrer do tempo histórico, alteram-

se as formas de intermediação entre os movimentos dos capitais individuais e a lógica do capital em geral. Ao modificar estruturas de mercado, relações de propriedade e mesmo os poderes relativos de comando sobre estoques e fluxos de riqueza, a centralização de capital também acaba por impor uma reestruturação da própria dinâmica de reprodução das relações capitalistas, especificamente uma na qual as massas de capital centralizado, sob formas concorrenciais peculiares, se encontram cada vez mais próximas do próprio conceito de capital em geral. Dito de outra forma, em função tanto da concentração de poder de comando sobre blocos de capital concentrado quanto do alcance e da pervasividade de sua atuação nos diferentes mercados e nas diferentes esferas de acumulação, os capitais centralizados gradativamente se consolidam como *locus* de mediação privilegiada entre os movimentos concretos dos capitais individuais em concorrência e a lógica do capital em sua forma geral; ou, ainda, entre a dinâmica macroeconômica em termos nacionais ou mesmo globais e as leis de movimento gerais das relações capitalistas. Os capitais centralizados, nesse sentido, cada vez mais operam segundo o próprio conceito de *capital em geral*, “não como um capital deste ou daquele setor, ramo ou produto, imobilizado nesta ou naquela estrutura de mercado” (BRAGA, 2000, p. 205), mas como “controladores de vários mercados, determinantes principais do investimento/demanda agregada e da acumulação de capital *lato sensu*” e, portanto, cada vez mais determinantes da massa de mais-valor – e, portanto, da taxa de exploração – que determina seu próprio ritmo de valorização. (BRAGA, 2000, p. 206). São capitais que se distinguem por *mobilidade, flexibilidade e universalidade* tais que se aproximam da própria abstração do conceito de capital, o que lhes permite determinar o ritmo e a direção de sua própria acumulação: os aproximam da autonomia em absoluto. São as grandes corporações globais, detentoras do poder econômico, tecnológico e financeiro “tanto para criar dinâmicas virtuosas quanto para romper a coerência sistêmica” (BRAGA, 2000, p. 216), que consubstanciam, na síntese do autor, as características necessárias ao movimento do capital em direção a sua forma mais geral e abstrata. Tal posição reduz a distância lógica entre os dois níveis de abstração: “os capitais centralizados consistem num termo médio, cuja lógica é a do capital em geral e que faz a mediação entre este e os capitais individuais.” (BRAGA, 2000, p. 168).

Estas transformações se manifestam, por sua vez, sobretudo no âmbito das relações de propriedade e de determinação dos fluxos de riqueza e de renda, precisamente as instâncias de mediação entre as esferas microeconômica e macroeconômica. Para Braga, o espaço privilegiado de análise desta dinâmica financeirizada são os movimentos de evolução da renda agregada e os processos de capitalização financeira, pelos quais “os capitais centralizados diversificam seu espaço econômico de valorização e suas decisões determinam a dinâmica

macroeconômica.” (BRAGA, 2000, p. 197). Sob uma perspectiva patrimonial, proprietários e gestores de capital centralizado se encontram capacitados, em termos de comando financeiro, a “reduzir os riscos de que seus ativos fixos não produzam os lucros esperados e a rentabilidade almejada.” (BRAGA, 2000, p. 219). Da mesma forma, em seu movimento de autonomização, o capital nos mercados financeiros é capaz de gerar valorização fictícia: movimentos de valorização que não se pautem nos mesmos parâmetros da valorização produtiva, isto é, em simples taxas de retorno operacional, mas que não obstante constituem riqueza, liquidez e poder de comando. (BRAGA, 2000, p. 198). Enquanto ferramenta competitiva tanto para a acumulação quanto para sobrevivência, tais táticas se tornam inescapáveis, inerentes à dinâmica capitalista financeirizada. Imprimem-se, portanto, desenvolvidas dimensões ao cálculo capitalista, de *capitalização financeira* e de *gestão estratégica da liquidez* – para além simplesmente da preferência pela liquidez –, as quais se impõem como norma diante da permanência do caráter fundamentalmente expectacional do lucro geral esperado das decisões de alocação e da natureza ambivalente do capital, produtivo e monetário-financeiro. (BRAGA, 2000, p. 218-9).

Duas tensões lógicas, contudo, emergem em função da primazia destas formas financeiras *par excellence* de lucro e mesmo de capital, manifestas no conflito entre as particularidades e a totalidade, ou seja, em discrepâncias entre as características das partes componentes e as do todo que elas, enquanto agregação, conformam. Em primeiro lugar, não é aparentemente possível a todas as unidades de capital ao mesmo tempo realizar monetariamente seus ganhos financeiros sem que tal ação conjunta provoque também uma acentuada desvalorização da riqueza fictícia global. Dito de outra forma, a manutenção da circulação macroeconômica da riqueza em suas formas financeiras depende da manutenção da confiança quanto a sua monetização em qualquer momento do tempo, de forma que o sistema permanece estável conforme se mantenha a postergação de seu resgate e, portanto, conforme se mantenha a ampliação contínua da espiral de valorização fictícia. Em segundo lugar, a temporalidade financeiro-monetária é distinta da temporalidade econômica em geral, que, concreta, se dá de forma paralela e proporcional à da reprodução material da vida humana. Esta discrepância conduz ao estabelecimento de uma contínua tendência de dessincronização, manifesta no distanciamento entre os lucros financeiros e fictícios, por um lado, e os lucros na produção, por outro, ambos os quais se dão em ritmos distintos e são determinados por fatores relativamente autônomos e independentes entre si. (BRAGA, 2000, p. 221-2)

Esta relação de autonomia e de independência advém do fato de não haver relações de determinação estritas, em qualquer direção, entre taxas de juros, taxas de lucros, valorização

de ações, taxas de câmbio, taxas de produtividade e níveis de preços. Tal dessincronia contribui para explicitar o caráter fictício e sujeito à formação de bolhas de parcelas cada vez maiores da riqueza acumulada, bem como para as periódicas rupturas que interrompem a espiral de valorização. Para Braga, são indicadores da defasagem entre os “papéis representativos da riqueza – moedas conversíveis internacionalmente e ativos financeiros em geral” – e os “bens, serviços e bases técnico-produtivas em que se fundamentam a reprodução da vida e da sociedade”

(...) a subida da relação, em valor, entre ativos financeiros e ativos reais; a elevação das operações cambiais totais sobre aquelas relativas ao comércio internacional; a superioridade das taxas de crescimento da riqueza financeira, em comparação com as do crescimento do produto e do estoque de capital; a escalada das transações transnacionais com títulos financeiros como percentual do Produto Interno Bruto dos países avançados; a expressiva participação dos lucros financeiros nos lucros totais das corporações industriais. (BRAGA, 2000, p. 270).

A valorização fictícia se apresenta como virtualidade precisamente porque consiste em uma mera validação contábil do valor presente dos ativos de capital, independentemente de consubstanciação em um equivalente material, a partir da capitalização de suas expectativas de fluxos de rendimentos – tornada possível pela institucionalidade proporcionada pelo desenvolvimento das relações capitalistas. Mas, ao mesmo tempo, a valorização fictícia constitui poder de compra e poder de comando efetivos e, portanto, riqueza no tempo presente, por mais que oscile conforme as avaliações dos mercados. Posto que o conceito de riqueza diz respeito, fundamentalmente, a uma relação social de poder, em última instância de poder de comando sobre a reprodução material, sua roupagem material ou virtual, real ou fictícia, é somente uma questão secundária: uma vez realizada, seja sob a forma de mercadorias, de dinheiro ou de contratos de trabalho, de dívida ou derivativos, toda riqueza em abstração é dotada imediatamente de concretude.

(...) parcela dessa capitalização financeira é riqueza fictícia, correspondendo a partes das operações especulativas que geram ganhos de capital (nas bolsas), de arbitragem (câmbio e juros) e aqueles decorrentes de valorizações patrimoniais com ativos mobiliários e imobiliários em geral. É uma riqueza virtual no sentido de que num dado momento aparece como a mera valorização contábil das ações ou dos imóveis, por exemplo, de acordo com os preços que os mercados sobrestimam. Parte dos proprietários pode contudo transformá-los em ganhos efetivos, ao venderem estes ativos aos preços vigentes, com o que o que era virtual torna-se concreto monetariamente (...). (BRAGA, 2000, p. 223).

Estas renovadas condições de monetização e, portanto, de realização, bem como as formas peculiares de concorrência que impõem, por sua vez,

(...) significa conferir realidade à forma mais geral e mais abstrata do capital, o capital dinheiro-fictício. As inovações financeiras, a capacidade endógena do sistema de criar dinheiro, o poder monetário das próprias empresas industriais, bem como a atuação monetizadora das autoridades monetárias tornam possível legitimar, ainda que finitamente, aquela circulação de riqueza virtual como um elemento estrutural de gestão capitalista contemporânea. (BRAGA, 2000, p. 225).

Em vista apenas da administração privada da riqueza, a partir de decisões de portfólio e operações de crédito intercapitalistas, o conflito lógico entre a particularidade e a totalidade da riqueza capitalista se configura uma realidade concreta: caso todos os detentores de ativos financeiros pretendam, ao mesmo tempo, transformar o virtual em efetivo, a falta de compradores líquidos para toda a massa de riqueza fictícia levará à sua desvalorização. A administração pública da liquidez, por sua vez, transmitida pelas operações dos Bancos Centrais junto ao mercado interbancário e por sua função enquanto emprestadores de última instância, lhe prerroga a todo momento evitar uma desvalorização generalizada da riqueza acumulada e suas consequências sociais por meio da ampliação da liquidez do sistema como um todo, com vistas a tornar possível a todo momento “a monetização dos ganhos virtuais, numa escala mais ampla do que a que corresponde a uma mera transferência de propriedade e de liquidez existente (...)” (BRAGA, 2000, p. 223-4). Mas tal operacionalidade traz consigo consequências sociais outras. As crescentes liberdade e autonomia atribuíveis à valorização e à mobilidade do capital financeiro, bem como esta sempre presente possibilidade soberana de preservação de seu valor por intervenções de última instância por parte das autoridades monetárias, assinala uma fragilização às unidades nacionais e produtivas da reprodução capitalista, precisamente as responsáveis pela reprodução da vida material. (BRAGA, 2000, p. 225).

A capitalização financeira e a liquidez – manifestações plenas e abstratas da riqueza abstrata – trazem em seu bojo o *antagonismo com a riqueza social*, porque são, *no limite*, formas de ampliação e preservação da riqueza que se opõem à formação da renda, atrelada aos investimentos produtivos. (BRAGA, 2000, p. 227, grifos no original).

Esta institucionalidade decorrente do próprio desenvolvimento das relações capitalistas, fundamentada em uma historicamente específica operacionalidade público-privada da administração da riqueza, constitui uma dinâmica de autonomia *sui generis* ao movimento global do capital, na qual todo fundamento expectacional e fictício das distintas formas de

riqueza são sempre passíveis de concretização, seja pela retificação dos fluxos de rendimentos antecipados, seja pelo prolongamento da extensão do futuro sobre o qual se formam as expectativas presentes, seja, em última instância, por chancela das autoridades monetárias. São, pois, relações entre agentes privados que viabilizam a expansão dos preços financeiros do processo de capitalização, endogenamente estabelecidos pela circulação, pela reprodução e pela acumulação capitalista, ainda que de forma sujeita ao conflito político da concorrência intercapitalista. Mas são as intervenções do Estado sobre as regras da capitalização financeira, sobre os preços-chave da macroestrutura financeira – no limite, do câmbio e dos juros –, e sobre a regulação da desvalorização da riqueza nas crises que demarcam os espaços e as possibilidades de valorização do capital fictício e de extensão do domínio da riqueza velha por sobre a riqueza nova. Para Braga (2000, p. 290), “a evolução dos valores da riqueza é cada vez mais ‘arbitrária’”, arbítrio cujo soberano, nas palavras de Maria da Conceição Tavares (1978, p. 74) é “não o Estado-Razão de Hegel, mas o seu contrário: a Razão de Estado”. (TAVARES, 1978, p. 74).

Conclusões: epílogo em homenagem a Maria da Conceição Tavares

Características comuns são identificáveis entre as análises e os prognósticos estabelecidos pelos três autores elencados, Hilferding, Schumpeter e Braga, para o desenvolvimento das relações capitalistas, fundamentalmente em função da fonte em comum da qual as três obras se impregnam e da tradição de pensamento à qual dão continuidade. Apesar do caráter original de cada contribuição, as três obras partilham de um eixo central, um núcleo em torno do qual os três autores dialogam entre si, se tensionam e se enriquecem mutuamente.

Em primeiro lugar, compartilham de um ímpeto comum: investigar os efeitos de modificações estruturais nas relações capitalistas sobre as leis de dinâmica do movimento do capital. Para tanto, e este é o segundo aspecto em comum, destaca-se a escolha metodológica por abordagens a todo momento sob diferentes níveis de abstração, nos termos das dualidades entre o lógico e o histórico, o concreto e o abstrato, o efetivo e o expectacional e o real e o fictício, das quais resultam tração e sustentação para avaliações tanto dinâmicas quanto prismáticas das tendências do processo capitalista. O terceiro aspecto é a opção por uma empreitada audaz mas sóbria: extrapolar as tendências identificadas até as últimas consequências, em uma forma de explorar, ainda que como exercício paroxístico e distante mais em termos históricos que em lógicos, os possíveis encaminhamentos, também lógicos e históricos, dos fenômenos observáveis e dos movimentos já em voga nos contextos históricos

de cada obra. Quarto aspecto, por fim, que desvela definitivamente as afinidades que compartilham e as tradições que representam, são os resultados de suas interpretações e extrapolações.

Para Hilferding, a totalização do processo de centralização de capitais tende a conduzir a competição intercapitalista à extinção e coloca o capital centralizado como poder unitário sobre a reprodução da sociedade, movimento que desmonta o significado social do mecanismo de preços e o substitui pela regulamentação consciente – e arbitrária – da produção material. Para Schumpeter, o controle sobre a produção e a endogeneização do progresso técnico desmantelam a estrutura de classes que caracteriza o modo de produção capitalista, movimento que, a partir de seus próprios desígnios, conduz a um modo de produção distinto, o qual o autor equipara a um ordenamento socialista. E, para Braga, sob os desígnios da lógica financeira, o processo de centralização de capital conforma uma estrutura de poder de comando, porte e abrangência tais que suas decisões microeconômicas operam em âmbito macroeconômico e que aproxima os capitais individuais do próprio conceito de capital em geral, um salto de autonomia que os torna cada vez mais aptos a escrever suas próprias leis de movimento. A contiguidade das análises expostas, resultantes de interpretações e encadeamentos lógicos distintos, mais do que revelar sua consanguinidade, aponta para a essencial complementaridade das visões de cada autor diante das tendências que atuam e que se impõem como necessidade no modo de produção capitalista.

Estas qualificações, por mais que imaginativas e mesmo historicamente distantes, nada mais são que extrapolações de um movimento tendencial que já se faz enfaticamente presente no mínimo desde o último quarto do século XX. Em função dos processos de desregulamentação, de globalização financeira e de financeirização das formas de riqueza premidos pelas economias capitalistas centrais mas rapidamente alastradas para a economia global, o capital financeiro, sob suas formas contemporâneas, revela-se por ora como o mais alto patamar de autonomização das relações de produção em relação aos desígnios individuais dos produtores. Sua lógica particular de valorização e de acumulação, pois, submete como que por força de uma lei natural e incontornável os proprietários de riqueza, sob qualquer uma de suas formas – mas sobretudo a força de trabalho – a um movimento, para todos os efeitos, autômato, e que se impõe aos indivíduos com força férrea. Férrea porque, acima de tudo, as trajetórias de valorização e de acumulação, estipuladas a partir da capitalização, em direção ao tempo presente, das expectativas de rentabilidade futura, tornam-se cada vez mais conhecidas *a priori*, de modo que sua realização se caracteriza cada vez mais pela simples linearidade: a acumulação de hoje deve ser ofuscada pela acumulação maior, mais intensa e mais veloz, de

amanhã. Aos indivíduos, proprietários e produtores, resta somente disputar entre si os diferentes espaços hierárquicos a serem ocupados enquanto se espera, passivamente, a máquina automotora da acumulação de capital alcançar seu destino, sempre novamente distante. Ao mesmo tempo, contudo, por mais que as decisões fundamentais sobre alocação de riqueza, irrespectivamente a suas formas de manifestação, desde que direcionadas à máxima taxa de rentabilidade no menor prazo possível, conquistem espaços cada vez maiores de automatismo, porque tendentes à máxima racionalização, o usufruto e o comando sobre o usufruto dos resultados destas decisões são recebidos individualmente, por uma classe específica ou, ainda, por frações de classe em específico. Este movimento, tanto para Hilferding quanto para Schumpeter, sob distintas formas, adultera as formas de reprodução de classe que caracterizam a sociedade capitalista em primeiro lugar, ao mesmo tempo em que, para Braga, constitui simplesmente a realização explícita das leis de movimento das relações capitalistas, as quais alcançam, na virada do século XX para o XXI, a institucionalidade que lhes permitem manifestar-se de forma pura, isto é, sob formas que crescentemente contradizem a identificação da substância do valor no *valor presente* do trabalho.

É Tavares (1978) quem aponta o movimento assíncrono das partes componentes do movimento real do capital enquanto uma unidade contraditória. Em termos tanto lógico-categoriais quanto históricos, o desenvolvimento da reprodução e da acumulação capitalistas tem como desdobramento de si próprio a autonomização da *circulação das mercadorias* em relação a sua *produção* e da *circulação do dinheiro* em relação à *circulação das mercadorias*. Apesar de se tratar somente de uma separação *abstrata* em órbitas distintas, com fins analíticos, do movimento real e global do capital, os circuitos de valorização no interior de cada uma destas órbitas tendem também a se autonomizar – não em relação ao processo global da produção capitalista, mas as mais desenvolvidas em relação às mais elementares, sobretudo porquanto constituídas de capitais individuais em concorrência. Dito de outra forma, mesmo enquanto partes analiticamente componentes do movimento real do capital, cada órbita se impele a se sobressair em relação às demais, a fim de estabelecer formas cada vez mais autônomas de valorização, com crescentes graus de independência entre si – apesar da permanência de alguns pontos críticos de interface e de interferência – e, portanto, de modo a crescentemente estabelecer a própria autodeterminação. Tal tendência, ao invés de contrapor, epitomiza o desenvolvimento, até agora, das relações capitalistas, porque dá forma de existência concreta ao seu conteúdo mais essencial, mais geral e abstrato.

As três órbitas superimpostas, as quais só têm existência individual analítica, todavia integram a circulação e a valorização do capital, circuito o qual se encontra

permanentemente ameaçado de ruptura. Isto porque as relações entre estas três categorias são essencialmente arbitrárias, isto é, estabelecidas fundamentalmente por relações de poder entre as classes e entre as frações de classe capitalistas, e cujos casos de paralelismo, equilíbrio e estabilidade são, além de exceções, apenas mais uma arbitrariedade socialmente estabelecida.

A crise, por sua vez, não é o descompasso entre as três órbitas, que eventual e conjunturalmente interrompe o movimento do capital, nem uma insuficiência na capacidade de autorregulação do sistema. A crise não é um mecanismo de autorregulação, mas o seu contrário: é a evidência de que o sistema não se auto-regula, porque sua regulação é somente eminentemente política. O desenvolvimento das forças produtivas e a consumação do processo de socialização do trabalho já evidenciaram que nunca houve qualquer relação de equivalência entre trabalho, valores e preços, o que subverte o sentido e revela a lógica subjacente às crises capitalistas: a *politização dos preços* e a desvalorização *arbitrária* de formas pretéritas de riqueza, determinadas na estratosfera da competição intercapitalista, com vistas à defesa da continuidade do processo de valorização do capital.

O encaminhamento destas transformações é a sinalização derradeira de que a simples concorrência capitalista pela maximização das rentabilidades se consolida como o que sempre fora: um mecanismo inerte de autorregulação da reprodução do sistema. Em seu lugar, revela-se definitivamente o caráter arbitrário – sempre presente mas nunca antes tão descaradamente manifesto – da reprodução e da valorização capitalista. Isto porque o movimento dos preços relativos se dá, em última instância, não pela lei dos rendimentos decrescentes, nem pela lei do valor, mas pela lei de valorização do capital, referido cada vez mais à concorrência entre as formas mais gerais e abstratas de capital em mercados cada vez mais globais e intertemporais. Por mais que os capitais individuais se mantenham em permanente alteração encançada pelo comando sobre a riqueza, o movimento do capital em geral se sobrepõe a todas as classes e frações de classe, porque impõe continuamente a reposição das condições mais gerais e abstratas de valorização. Este movimento, em última instância politicamente determinado – e por isso politicamente domesticável – é que concede ao sistema capitalista suas características de incerteza e instabilidade, bem como suas sempre presentes condições de regenerescência, todos movimentos necessariamente sempre traumáticos à sociedade, por um lado ou por outro.

A relação capitalista, pois, como já socializou o processo de trabalho, torna a valorização do capital relativamente independente do processo de produção de mais-trabalho e, em contrapartida, a torna dependente somente da continuidade, ou do incremento, da valorização arbitrária de si mesma, fundamentada nas expectativas de rentabilidade futura

depositadas sobre si mesmas no tempo presente. Um tal movimento encontra sustentação dinâmica na contínua ampliação dos canais de concorrência intercapitalista ou, diretamente, no arbítrio de suas relações de poder, manifestas ou na capacidade de criação de capital fictício, ou na imposição de instrumentos de ajustamento abrangentes o suficiente para a reposição das condições de acumulação às taxas desejadas.

Mas, de todo modo, esta politização dos preços se impõe, em última instância, sobre o domínio mais dependente, subalterno e heterônomo do sistema capitalista: o mercado de trabalho. Isto não significa, contudo, a completa pauperização da classe trabalhadora, mas, pelo contrário, sua transformação, em direção à sua plena integração ao sistema politizado, arbitrário e hierárquico que rege a dinâmica da competição intercapitalista. Isto porque, assim como as posições relativas entre os capitais individuais são determinadas por suas posições individuais de poder e de comando sobre as estruturas produtivas, a circulação das mercadorias e a circulação do dinheiro, as posições relativas entre os diferentes trabalhos abstratos advém de suas formas de inserção nestas diferentes órbitas de reprodução do capital, e não de sua produtividade marginal ou de seus custos de reprodução. Por isso, a iguais forças de trabalho sob mesmas condições técnicas de produção cabem remunerações diferentes, no limite arbitrariamente determinadas segundo sua posição na hierarquia interna do processo de reprodução e, portanto, sua posição na hierarquia social no interior de sua fração de classe.

Ao invés de homogeneizar o trabalho, em função de justamente torná-lo base miserável à valorização do capital, portanto, o sistema capitalista impõe o avanço de sua diferenciação, segundo determinada razão hierárquica. O conceito de custo de reprodução da força de trabalho, nesse sentido, passa a conformar uma nova relíquia bárbara: uma tentativa de se conceber um fundamento lógico e material ao mercado de trabalho e às condições sociais de produção e de reprodução material, ao mesmo tempo em que as diferentes cestas de consumo das diferentes frações de classe trabalhadora são precificadas sob uma lógica oligopolista e financeirizada pelos próprios capitais que as originam, em uma regulação fordista degenerada.

Uma vez completa a socialização da produção e consolidada a hierarquização requerida pelo trabalho coletivo, desaparece, em primeiro lugar, a pugna imposta historicamente pela escassez. E uma vez superada a escassez e sua imposição da sua lei da necessidade, desaparece a lei de valorização do trabalho. A partir deste momento lógico, a diferença fundamental entre os diferentes trabalhos concretos reside simplesmente em seu poder de comando sobre as posições subalternas e sobre seu status social em relação às posições superiores. Esta é uma hierarquia que não respeita a diferenciação técnica do trabalho nem a produtividade dos capitais individuais, apenas o sistema de valorização do capital em geral.

Esta realidade desagregadora e intolerável do capitalismo até tenta reaver sua face humana com a associação da remuneração individual com a produtividade do trabalho, expressão que concede uma aparente, submissa e radicalmente ideológica legitimidade ao sistema. Mas a contrapartida desta reversão é também necessariamente a submissão, cada vez mais explícita, a uma regulamentação objetiva do tempo de reprodução material e mesmo de existência física cada vez mais em sincronia com o tempo mecânico e volumétrico da valorização do capital. Abstidas do valor de uso do trabalho, são as condições reais de poder e de legitimação das hierarquias sociais que determinam seu valor de troca, *i.e.*, seu preço. Dito de outra forma, trata-se da subordinação definitiva ao aparato burocrático da produção. Não a produção de mercadorias, nem necessariamente de capital produtivo, mas de riqueza e poder de comando.

3. A financeirização dos preços: formação de preços em oligopólios sob um sistema monetário internacional fiduciário

When, in a press conference in 1971, Richard Nixon launched his ‘war on drugs’, he knew full well that it was a hopeless war, since every new attempt to contain the cocaine trade would see it slip farther away. This, indeed, may have been his goal: to ensure that a kind of movement of abstract struggle was initiated, which had no existence or consistence except as a pure flux or pure force – the pure gesture of a decision without any relationship to the reality it was supposed to confront.

Symptomatically, it was also in 1971 that Nixon decided to suspend the convertibility of the dollar into gold, a decision that put an end both to the Bretton Woods Agreement, which had kept the world economy more or less stable, and to any link between American money and its standard. The global economic system suddenly found itself plunged into a kind of plastic madness, whose first effect was the roll-out of finance, that gigantic machine for producing money without any reference except to its own value. In the same way that the only consequence of the war on drugs was the disappearance of what remained of materiality in the cocaine trade, the end of the Bretton Woods Agreement marked capitalism’s entry into the era of its dematerialization.

L. de Sutter, *Narcocapitalism*, 2018.

There is an epidemic failure within the game to understand what is really happening. And this leads people who run Major League Baseball teams to misjudge their players and mismanage their teams. People who run ball clubs, they think in terms of buying players. Your goal shouldn’t be to buy players. Your goal should be to buy wins. And in order to buy wins, you need to buy runs. (...) The Boston Red Sox see Johnny Damon and they see a star who’s worth \$7.5 million a year. When I see Johnny Damon, what I see is an imperfect understanding of where runs come from. (...) is he worth the \$7.5 million a year that the Boston Red Sox are paying him? No. No. Baseball thinking is medieval. They are asking all the wrong questions. And if I say it to anybody, I’m ostracized.

P. Brand (P. DePodesta) para W. Beane, *Moneyball*, A. Sorkin; S. Zaillian, 2011.

Introdução

A instauração de uma fase desenvolvida às relações capitalistas, pautada por uma lógica particular para o movimento, a valorização e a acumulação do capital, bem como para a dinâmica macroeconômica global e para as interações entre os agentes econômicos, se processa, grosso modo, ao longo do último quarto do século XX. Este processo, de financeirização das

relações capitalistas, se distingue, para além da dominância das formas financeiras de rentabilização e do predomínio dos fluxos de capital financeiro sobre as demais formas parciais de capital, pela redefinição que imprime ao próprio conceito de riqueza capitalista. Mais especificamente, as próprias formas de geração, realização e administração da riqueza em economias capitalistas se financeirizam, isto é, passam a se pautar sobremaneira, agora explícita e transparentemente, em termos de taxas de rentabilidade ajustada ao risco. Ao mesmo tempo, tal transfiguração não se trata de uma novidade histórica – muito menos de uma novidade lógica. A tendência de predomínio das relações e das posições financeiras em relação à lógica de valorização das formas parciais pretéritas de capital constitui somente a exteriorização, o estabelecimento de formas de manifestação concretas de uma relação que constitui desde os estágios mais simples de desenvolvimento capitalista a raiz de suas relações sociais: a afirmação da acumulação de capital enquanto sujeito do processo de reprodução material. Por mais que as distintas formas parciais do capital – o capital comercial, o capital usurário, o capital industrial e o capital bancário – se imponham e se realizem sob formas particulares de valorização, de competição e de coexistência, a fórmula geral de seus diferentes movimentos permanece radicalmente a mesma.

Comprar para vender, ou, mais acuradamente, comprar para vender mais caro, D-M-D', parece ser apenas um tipo de capital, a forma própria do capital comercial. Mas também o capital industrial é dinheiro que se transforma em mercadoria e, por meio da venda da mercadoria, retransforma-se em mais dinheiro. (...). Por fim, no capital a juros, a circulação D-M-D' aparece abreviada, de modo que seu resultado se apresenta sem a mediação ou, dito em estilo lapidar, como D-D', dinheiro que é igual a mais dinheiro, ou valor que é maior do que ele mesmo. (MARX, 1890, p. 231).

Sob esta perspectiva, o capital financeiro, ao mesmo tempo desenvolvimento ulterior e amálgama das formas parciais anteriores, nada mais é que, até o momento, a forma mais desenvolvida de manifestação das relações capitalistas, explicitada sob sua forma mais fundamental, geral e abstrata: a de valor que se valoriza. A valorização financeira, nesta fase histórica em particular das relações capitalistas, se estabelece como o que sempre fora: impulsora primária da acumulação de capital e da reprodução material, mas, agora, de forma cada vez mais transparente.

Por tratar-se de um processo de transformação societário – se não civilizacional –, qualquer tentativa de precisar historicamente um ponto de origem ou mesmo um ponto de consolidação da completude das transformações em marcha será impreciso e insuficiente. Mas

isto não significa que não haja marcos históricos em torno do qual estas transformações gravitem. O processo de gestação de maiores espaços de liberdade, de autonomia e de autodeterminação à circulação internacional das finanças, que se dá ao longo da década de 1960, encontra seu auge na integração, abrangente e impetuosa, dos mercados financeiros internacionais na década de 1990. Este capítulo se fundamenta em torno da identificação de um eixo central a este conjunto de transformações, uma determinação histórica que constitui o marco da transição entre a fase anterior e a fase subsequente das relações capitalistas, caracterizada pela financeirização: a ruptura do sistema monetário internacional de Bretton Woods, em processo desde sua própria fundação mas que se efetiva historicamente com o fim do lastro material em ouro da circulação monetária internacional. Em 1971, o Presidente Richard Nixon decide unilateralmente por interromper a conversibilidade entre ouro e Dólar, com o objetivo de estabilizar o preço internacional da moeda nacional. Em 1973, decide por desvalorizar o Dólar em relação ao ouro, paridade fixada em US\$35,00 por onça de ouro desde 1944. O resultado destas medidas é a instauração da flutuação do valor da moeda americana em relação às demais moedas nacionais e, portanto, o fim do sistema de Bretton Woods. Mas sua consequência efusiva é o abalo radical, de forma institucional e sistêmica, que impõem à chamada *normalidade* do sistema de preços em vigor até então, ancorado, entre outros alicerces, sobremaneira na estabilidade das taxas de câmbio.

A institucionalização de taxas de câmbio flutuantes, mais que instaurar um período de desorganização aos movimentos dos preços e aos fluxos de bens, de dinheiro e de capital em âmbito global, encaminha uma nova lógica à formação de preços tanto dos bens quanto dos ativos. A consequência mais imediata desta transformação simples, mas, porque incidindo na raiz do sistema de preços, de vulto incomensurável, é a introdução de um novo foco de instabilidade e incerteza, agora admitido enquanto princípio do novo ordenamento monetário internacional. A instabilidade das taxas de câmbio compele os agentes econômicos a, de uma forma ou de outra, a enfrentá-la. É este o ponto inicial de ruptura que, ao interromper a normalidade da formação e da flutuação dos preços de produção, estabelece os primeiros passos em direção ao processo de *financeirização dos preços*.

O objetivo deste capítulo é explicitar as transformações impostas pela introdução da flutuação cambial ao sistema de preços e a sua funcionalidade enquanto mecanismo de regulação da vazão, *i.e.*, do volume e da velocidade, de acumulação de capital, sobretudo a de capitais dotados da prerrogativa de formação de preços em mercados oligopolistas. Para tanto, este capítulo se dedica, em primeiro lugar, a descortinar o papel fundamental exercido pelas decisões de formação de preços por capitais centralizados e oligopolistas sobre a reprodução

capitalista, a valorização de capital e a preservação do valor da riqueza, isto é, o papel decisivo exercido pelo nível de preços na validação presente das decisões pretéritas de investimento. Em segundo lugar, este capítulo explora os espaços mais radicais – e, portanto, os também mais germinais – de incidência das transformações que a introdução de taxas de câmbio flutuantes determina à lógica do sistema de preços.

Mesmo em suas formas mais imediatas de manifestação, a dinâmica da reprodução capitalista se caracteriza pelo entranhamento em uma inexorável intertemporalidade. Assim como são os preços de venda presentes que validam as decisões pretéritas de investimento, também são as decisões presentes de gasto, tomadas a partir de expectativas em relação ao futuro, que estabelecem as condições de circulação de riqueza e de renda que estabelecem os níveis de preços presentes e, portanto, precisamente realizam as expectativas pretéritas de rentabilidade e de valorização. As decisões presentes de investimento, por sua vez, só serão validadas, isto é, ter ao menos suas rentabilidades esperadas confirmadas, se, no tempo futuro, novas decisões de gasto, de alocação e circulação de riqueza e de geração de renda estiverem sendo tomadas, mais uma vez, com referência a um tempo futuro ainda mais distante. Ao mesmo tempo – tempo lógico –, o relativo sucesso ou fracasso destas múltiplas e intertemporais expectativas de rentabilidade depositadas às decisões de alocação de riqueza constituem o critério fundamental, ainda que não de modo absoluto, da sinalização para a formação de novas expectativas e para as novas decisões de alocação de riqueza.

Neste movimento, uma categoria particular de ativo, isto é, uma instância particular de alocação de riqueza, se distingue das demais em função dos meios pelos quais se constitui e se estabelece sua rentabilização: os bens de capital. Sua durabilidade e os longos prazos de sua rentabilização lhes imputam uma fragilidade radical diante do transcorrer do tempo histórico e do desenvolvimento das forças produtivas. Mas sua natureza *sui generis*, a um só tempo mercadoria, capital e forma de riqueza – ou seja, a um só tempo bem passível de produção, fator de produção (ou melhor, trabalho morto acumulado que multiplica a produtividade do trabalho vivo) e valor que se valoriza – lhe concede, em contrapartida, a prerrogativa de ajustar-se de modos particulares a quedas em suas expectativas de rentabilidade. Diferentemente das demais formas de riqueza, destacadamente os ativos financeiros, a rentabilidade relativa dos ativos reais pode ser reestabelecida por intermédio seja de ajustes em seu *fluxo de reprodução*, seja pela *recomposição dos preços de venda* dos produtos de seu uso corrente. As decisões de produção de novos bens de capital, isto é, investimento, e as decisões de formação de preços dos bens produzidos industrialmente, portanto, revelam-se fundamentais, se não determinantes, ao valor presente dos bens de capital correntes e, portanto, à riqueza neles corporificada.

Tais decisões, contudo, acarretam contrapartidas significativas ao ritmo de acumulação de capital e mesmo à reprodução material da sociedade. O refreamento do fluxo de reprodução dos ativos de capital corresponde, em termos macroeconômicos, à redução dos níveis de investimento, decisão de gasto autônoma responsável por parcelas significativas do dinamismo das economias capitalistas. Do mesmo modo, o ajustamento das rentabilidades individuais pela imposição de *mark-ups* aos preços é conducente, simultaneamente, à concentração de riqueza e de renda e a potencialidades inflacionárias e recessivas, em função da crescente diferenciação dos poderes de compra entre classes e entre frações de classe. Explicitam-se assim as relações causais e, sobretudo, a direção das relações de determinação entre a dinâmica macroeconômica em nível doméstico ou mesmo global e as decisões capitalistas de alocação de riqueza, ao mesmo tempo tanto sob graus avançados de centralização e de poder de comando quanto imersas em luta competitiva encarniçada não somente pela maximização da valorização como pela preservação da riqueza passada acumulada. O ininterrupto esforço de extensão do comando da riqueza velha por sobre a geração de riqueza nova, conflito intertemporal que é ao mesmo tempo institucional, tecnológico e intergeracional, revela um dinamismo de articulação díptica – isto é, imbuída das duas direções de determinação entre o novo e o velho – à reprodução e à acumulação de capital e, assim, à reprodução material das sociedades capitalistas.

As vicissitudes desta lógica particular sobre os critérios que regem as decisões de formação de preços em mercados concentrados são apresentadas segundo a sistematização de Eichner (1976) para as decisões de produção, investimento e financiamento em economias oligopolizadas. A contribuição de Eichner, contudo, revela suas plenas potencialidades, em termos de poder descritivo e explicativo para a dinâmica de competição entre oligopólios, bem como de seus efeitos sobre o nível de preços e a reprodução material capitalista, quando coadunada às contribuições complementares de Minsky (1986), quem, por relativizar determinados pressupostos do arcabouço de Eichner, diferencia pela raiz o caráter da inflação e da recessão em economias industriais avançadas. Para ambos os autores, não obstante, a partir da natureza da competição em mercados oligopolistas e da capacidade de formação de preços, que tornam possível satisfazer desígnios de acumulação seja de capacidade produtiva propriamente dita, seja de capital, se determinam também os parâmetros para a diferenciação de produto, os processos decisórios e as condições de produção e de circulação de riqueza e de renda. O posicionamento estratégico e as decisões de alocação de riqueza dos capitais oligopolistas organizados na forma sociedade anônima – as corporações –, dessa forma,

determinam a direção da reprodução material, da distribuição de renda e dos critérios de distinção entre classes e entre frações de classe.

As diferentes variáveis, por sua vez, em torno das quais histórica e institucionalmente orbitam as decisões de ajustamento via fluxo de reprodução ou recomposição dos preços de venda, imprimem diferentes características aos sistemas de preços das economias domésticas, aos fluxos comerciais, financeiros e de capital transnacionais e, portanto, à dinâmica da reprodução capitalista global. O que caracteriza a volatilidade dos sistemas de preços domésticos são as condições de estabilidade – e, portanto, as possibilidades se não de previsão, ao menos de estimação – dos custos, preços de venda, rendas e lucros em torno de determinada atividade produtiva ao menos no curto prazo, isto é, pela duração de um mesmo período de produção. O que determina, por sua vez, estas condições mínimas de estabilidade é a natureza dos contratos – de fornecimento, de venda, de juros, de trabalho e de câmbio – que regem as transações determinantes ao processo de produção. Os canais pelos quais esta estabilidade incide sobre o sistema produtivo, por fim, determinam também quais são as variáveis independentes e quais são as variáveis de ajuste neste sistema de preços – seja pela duração de um período de produção, seja na transição de um período para o seguinte – para o encaminhamento da maximização das taxas de retorno. Sob preços minimamente estáveis ao menos no curto prazo, ou seja, em um sistema de preços *normais*, os proprietários de riqueza atuam efetivamente enquanto “operadores dos preços de produção”, pois pautam suas decisões de produção, de investimento e de alocação de riqueza segundo as expectativas de rentabilidade proporcionadas pela própria estabilidade da reprodução capitalista em um mesmo período.

A institucionalização da flutuação das taxas de câmbio enquanto elemento constitutivo do ordenamento monetário internacional, por sua vez, faz desaparecer especialmente a estabilidade de curto prazo de um dos componentes fundamentais dos sistemas de preços, o câmbio, o que subverte a relação entre variáveis dependentes e independentes e impõe o desenvolvimento de novas formas de ajuste para a continuidade da maximização das taxas de rentabilidade. A institucionalização da flutuação das taxas de câmbio acomete, em última instância, as duas grandes âncoras de estabilidade e previsibilidade ao longo de um mesmo período de produção: o valor dos salários nominais e o valor dos fluxos de rendimentos originados da propriedade de capital, ambos medidos, por entre os diferentes espaços nacionais, na unidade de conta de referência, isto é, em Dólares.

O impacto que a variação das taxas de câmbio exerce sobre a mensuração da rentabilidade dos movimentos internacionais de capital interrompe a continuidade temporal tanto dos fluxos de rendimentos quanto dos contratos de dívida e, portanto, desestabiliza as

decisões de alocação de riqueza, de financiamento, de endividamento e de investimento. Por outro lado, a instrumentalização das taxas de juros para a garantia ao menos da paridade das rentabilidades ajustadas ao câmbio e, portanto, para o direcionamento dos fluxos internacionais de capital, continuamente afeta o nível das próprias taxas de câmbio. A maior volatilidade dos níveis de paridade de taxa de juros torna a relativa rigidez dos salários nominais um entrave adicional às expectativas de rentabilidade dos ativos reprodutíveis. Consequência última destas transformações é a dissolução em absoluto das perspectivas de estabilidade dos preços de produção, tanto do lado dos custos quanto do lado das receitas, tanto operacionais quanto financeiros, para inclusive um mesmo período de produção, de modo que deixa de ser possível aos proprietários de riqueza a tomada de decisão e a formação de posições por meio simplesmente da operacionalização dos preços de produção.

Nesse sentido, deixam de ser suficientes ajustes nos níveis de produção dos bens finais e no fluxo de reprodução dos bens de capital, e elevam-se a principal vetor de ajustamento os preços de oferta dos produtos do uso dos ativos reprodutíveis. Isto porque, nos termos da equação de Eichner, a continuidade da rentabilidade pretendida às operações de valorização do capital produtivo deixa de ser sustentável por *mark-ups* fixos em relação aos custos, o que impõe a formação cautelosa dos preços de oferta diante da antecipação de flutuações nos preços relativos e nas condições efetiva de rentabilização. Este movimento, por sua vez, consolida enquanto canal de valorização de capital a característica fundamental da atividade produtiva capitalista: o seu caráter eminentemente especulativo. Dito de outra forma, os componentes da equação da formação de preços alçam exogeneidade diante das condições de realização de lucros na produção. Conseqüentemente, as decisões de produção, de investimento e de alocação de riqueza deixam de poder ser determinadas com atenção somente aos movimentos de longo prazo dos preços de produção, visto que as condições de maximização da rentabilidade se sujeitam à incessante flutuação de todas as rubricas de custos e de receitas, tanto produtivas quanto financeiras, no curto prazo.

Do mesmo modo, também os mercados monetários se ajustam a esta condição desenvolvida de instabilidade e incerteza. As decisões de alocação de riqueza em suas formas financeiras se atêm não somente às expectativas de rentabilidade, mas às possibilidades de sua reversão em função de alterações nas taxas de câmbio e de juros. Por isso, para além do prêmio pela renúncia a liquidez, as taxas de rentabilidade esperada passam a embutir também um prêmio sobre o risco da própria operação, enquanto forma de defesa em relação a variações futuras nos preços fundamentais e, portanto, na valorização dos capitais.

Tanto pelo lado dos preços de produção quanto pelo lado da circulação financeira, portanto, amontam-se mecanismos desenvolvidos de preservação do valor da riqueza velha. A sempre presente possibilidade de alta nos preços de venda, presentes ou futuros, e de repactuação dos fluxos de rendimento dos contratos financeiros, não somente inibem desvalorização dos estoques de riqueza passada como tornam-se canais de amplificação da extensão do poder de comando da riqueza velha sobre a geração de riqueza nova presente e futura. É este o nexos causal pelo qual, sob a intensificada instabilidade dos preços de produção trazida por taxas de câmbio flutuantes, se reconfigura, sob bases desenvolvidas, o conflito entre riqueza nova e riqueza velha que caracteriza o movimento real do capital e que se manifesta no conflito institucional, tecnológico e intergeracional entre as frações de classe capitalistas. O elo mais frágil diante da restrição à geração de riqueza nova, isto é, à formação de novos espaços de valorização, contudo, são os salários reais, canal último de transbordamento da valorização do capital mas instância primeira de ajustamento face a insuficiências nas possibilidades de rentabilização.

O sistema de preços como instrumento de ajuste dos mercados de bens de capital

Em sociedades industriais avançadas, caracterizadas em essência pela profunda imobilização de capital sob formas produtivas e por estruturas de mercado oligopolistas, o sistema de preços cumpre a função essencial, negligenciada pela ortodoxia, de possibilitar e mesmo de encaminhar a *preservação do valor da riqueza reprodutível*.

Sob a perspectiva ortodoxa, os preços são os termos pelos quais se pautam as decisões de alocação de riqueza e a determinação dos direitos à produção. Dito de outra forma, o mecanismo de preços simultaneamente racionaliza a alocação de recursos e a produção e orienta a distribuição de seus resultados, de modo neutro. Este ponto de vista, contudo, por tomar como elemento primário as relações entre os preços – isto é, os preços relativos – para dimensionar as trocas reais e, portanto, as decisões de produção, explicita uma inversão causal fundamental no que diz respeito aos meios e aos fins da atividade produtiva e, desse modo, abre mão de contemplar quais são os motivos e os critérios efetivamente determinantes para a alocação de riqueza.

A principal decorrência da presunção de neutralidade para as relações monetárias é o fato de que a trajetória do nível de preços monetários, isto é, nominais, e, portanto, também dos lucros nominais, não é tomada como um determinante essencial do comportamento tanto dos agentes individuais quanto do metabolismo econômico em sua totalidade. Sob a presunção

de neutralidade às relações monetárias, concede-se primazia aos preços relativos – e, portanto, aos preços e lucros *reais* – para a determinação das decisões de produção, em detrimento dos preços absolutos, *nominais*, que, em si, são irrelevantes. Diante da dicotomia clássica, passa despercebido o fato de que o uso produtivo de ativos de capital diz respeito, fundamentalmente, a uma relação entre dinheiro hoje e mais dinheiro amanhã, tanto quanto um com contrato financeiro ou, simplesmente, uma relação de dívida. A riqueza é sempre e unicamente riqueza real, isto é, relativa. Por isso, sob o ponto de vista da neutralidade da moeda, o movimento dos preços e dos lucros absolutos ao longo do tempo não é um determinante central do comportamento dos indivíduos. (MINSKY, 1986, p. 157).

Em uma economia monetária de produção, contudo, organizada em torno do acúmulo de capacidade produtiva por meio de investimento, o ato originário de capacidade produtiva nova e, portanto, da propriedade de bens de capital, dá origem também a séries de compromissos financeiros, em função seja de poupança prévia, seja de adiantamento de recursos, os quais se consubstanciam em fluxos de pagamentos em dessincronia tanto com as origens quanto com os destinos dos recursos em circulação. Para a coerência do sistema econômico como um todo, além de conduzir à alocação ótima de recursos e ao provisionamento dos resultados da produção na forma de direitos à riqueza, o sistema de preços deve também – e simultaneamente – dar cadência e vazão à geração de excedentes; atribuir parcelas satisfatórias destes excedentes aos ativos de capital, na forma de lucros; e compatibilizar tanto estes fluxos de lucros quanto de demais formas de rendimentos com as obrigações de dívida estabelecidas anteriormente. Este movimento necessariamente incessante se manifesta na consistência temporal entre os preços de mercado de bens de capital e os custos de produção corrente de novos bens de capital. (MINSKY, 1986, p. 158).

The price system of a capitalist economy must carry the carrots that induce the production of the physical resources needed for future production. To do this it is necessary that the present validate the past (...). Past investment outputs must be justified by the incomes received by owners of capital assets. Because the past financing of investment output left a legacy of payment commitments, which become current as time goes by, the income of debtors must be sufficient to fulfill these commitments. In other words, the price system must generate cash flows (profits, quasi-rents), which simultaneously free resources for investment, lead to high enough prices for capital assets so that investment is induced, and validate business debts. For a capitalist system to function well, *prices must carry profits*. (MINSKY, 1986, p. 158).

Os preços, nesse sentido, não somente apontam a direção dos recursos e distribuem os rendimentos de seu uso produtivo, como estão diretamente relacionados com as relações de interdependência – e de subordinação – entre, por um lado, o valor presente dos bens de capital, as posições dos balanços dos capitais e as estruturas organizacionais dos negócios e, por outro, as séries de fluxos de rendimentos dos quais depende a sua continuidade intertemporal. São os fluxos de dinheiro portados pelos preços que permitem, ao mesmo tempo, que as dívidas pretéritas sejam extinguidas, que novos investimentos sejam considerados viáveis e que novas relações de crédito e de endividamento sejam estabelecidas. Considerado sob esta ótica de produção monetária, o sistema de preços configura a superimposição de uma circulação financeira autônoma, isto é, regida por regras próprias, por sobre o paradigma das trocas reais neoclássicas, o que não necessariamente as torna uma relíquia, mas ao menos as infunde de complexidade tal que as torna insuficientes para o dimensionamento e mesmo para a compreensão do universo constituído pela circulação capitalista. A rede de ativos e passivos entrecruzados e interdependentes e o encadeamento de fluxos de renda e riqueza regidos pela circulação financeira constituem determinantes tão fundamentais das posições relativas, das expectativas e do comportamento dos agentes quanto os preços relativos oriundos da produção, da demanda e do investimento. (MINSKY, 1986, p. 157-9).

(...) in a capitalist economy resource allocation and price determination are integrated with the financing of outputs, positions in capital assets, and the validating liabilities. This means that nominal values (money prices) matter: money is not neutral. (MINSKY, 1986, p. 159-60).

A prerrogativa decisiva do sistema de preços, portanto, é a validação das decisões pretéritas de alocação de riqueza, condição necessária para que as próximas decisões de alocação não sejam inviabilizadas *a priori*. Validar as formas de riqueza pretérita no tempo presente significa garantir no mínimo a continuidade, e de preferência a expansão, de seu valor ao longo do tempo. Esta perspectiva de preservação e de ampliação é inclusive a característica que distingue os ativos reprodutíveis dos ativos financeiros. Enquanto os primeiros detêm a capacidade tanto de reproduzir seu próprio valor quanto de gerar um valor excedente, os segundos assumem a forma de direitos à riqueza produzida pelos ativos reprodutíveis. Esta segunda forma de riqueza, porque tem seu valor presente fundamentado notadamente na rentabilidade futura esperada de outras formas de riqueza, pode também ser caracterizada como *capital fictício*.

Característica particular do capital fictício é sua alta liquidez relativa, isto é, que seu retorno à forma dinheiro tende a ser relativamente mais assegurado que o de outras formas

de capital. Seja contratualmente, forma típica dos títulos de dívida, seja em virtude da existência de mercados secundários organizados para títulos de propriedade, os ativos financeiros mantêm uma relação de proximidade com a forma monetária cuja magnitude conforma a todo momento uma taxa de desconto. Ao mesmo tempo, contudo, em virtude da existência de mercados organizados e suficientemente profundos e líquidos para sua pronta negociação em tempo presente, o capital fictício enfrenta de modo menos escorado a reversão do ciclo econômico, a queda da eficiência marginal do capital ou mesmo simplesmente a baixa do estado de expectativas – condições sob as quais sua capacidade de corporificar a riqueza, por mais que continuada, se deteriora. Por isso, os estoques de riqueza sob formas financeiras estão sempre destacadamente suscetíveis à desvalorização e a perdas reais. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 184).

Os ativos reprodutíveis, por sua vez, também estão expostos, à maneira dos títulos de direitos à rentabilidade futura, à desvalorização patrimonial, isto é, à perda de valor presente dos estoques de riqueza passada acumulada. Mas, em virtude de sua propriedade de reprodução, seu valor presente tem como fundamento determinante os fluxos de realização de nova riqueza produzida. A capacidade de preservação do preço dos ativos reais, dessa forma, se segmenta em dois vetores de ajuste para a sustentação do valor de mercado preconizado: os estoques de capital produtivo e os fluxos de produção de riqueza nova.

A acumulação de ativos reais não é acompanhada de garantia de retorno datado à liquidez, nem os mercados estão organizados para se prestarem, em geral, à sua pronta negociação. Essa diferença configuraria uma desvantagem aos ativos que compõem a riqueza real, mas compensatoriamente eles detêm a propriedade de se reproduzir, o que abre uma dupla possibilidade de preservação de seu valor sob a forma social da riqueza (vale dizer, o dinheiro). (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 184).

Isto porque, aos detentores de ativos reais, a quem cabe a geração de fluxos de riqueza nova, via decisões de investimento, cabem reações de defesa de seus valores patrimoniais fundamentalmente na forma de restauração das condições de *escassez* dos ativos e das produções dos quais são proprietários – o reverso do caráter reprodutível desta forma de riqueza. É a dinâmica de ajustamento entre oferta e demanda específica ao mercado de bens de capital – que se dá por expedientes próprios de intermediação entre preços presentes e preços futuros – que prerroga aos detentores de riqueza real esta alternativa de defesa, a qual, por sua vez, tem o potencial de eliminar o imperativo de desvalorização dos estoques de ativos e de destruição da riqueza acumulada. Os mercados de bens de capital se ajustam tanto sobre a

reposição da escassez relativa dos ativos reprodutíveis, isto é, sobre o *fluxo de reprodução* de novos ativos produtíveis, via mudanças em seu ritmo de produção; quanto por meio da proteção de seu valor presente, isto é, de seus rendimentos futuros capitalizados, via *remarcação dos preços* dos produtos do uso corrente dos bens de capital. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 162-3).

(...) capital assets yield profits because the output they produce commands a price that exceeds unit out-of-pocket costs (...) due to the scarcity of the output and therefore of the capital assets needed to produce the output. (...) capital assets are valuable *only* because they earn profits. (MINSKY, 1986, p. 200).

Bens de capital são, pois, a categoria específica de ativo que, na tipologia de Keynes (1936), se caracterizam por altos custos de carregamento c , corporificados em custos de armazenagem e em custos de depreciação tanto absoluta quanto em relação ao padrão tecnológico, mas simultâneos à capacidade de preservação de seu valor ao longo do tempo, manifesta em custos de uso negativos em caso de ociosidade; e por um prêmio de liquidez l praticamente nulo. Suas fontes de rendimento são, portanto, sua rentabilidade q , resultante da performance das vendas do bem final para cuja produção sua instrumentalização contribui, e o potencial de valorização relativo de seu preço de mercado, a , reflexo de variações dinâmicas das expectativas de capitalização de sua rentabilidade futura esperada em relação à rentabilidade futura esperada estabelecida como referência. Uma análise da formação dos preços dos ativos de capital a partir de sua rentabilidade q e de seu potencial de valorização a deve perpassar por dois aspectos fundamentais dos mercados de bens de capital. Isto porque, em função de constituírem, simultaneamente, mercadoria, capital e forma de riqueza, os bens de capital são dotados de particularidades que imprimem um dinamismo único a seus mercados e uma complexidade *sui generis* à tomada de decisão por sua produção.

Os bens de capital enquanto bens duráveis

A *primeira particularidade* da dinâmica dos mercados de bens de capital advém do fato de que, por mais que as decisões de produção de novos bens de capital se relacionem diretamente com as decisões de investimento, as quais são regidas por categorias múltiplas de fatores de naturezas próprias, eles são, antes de tudo, *bens duráveis, reprodutíveis e passíveis inclusive de superprodução*. Por isso, podem ser apreendidos sob a sistematização de Keynes (1930b) acerca da influência do acúmulo de estoques de bens finais sobre as decisões de produção ou, no caso específico dos bens de capital, do acúmulo de estoques de capital líquido

sobre o nível e a estabilidade da taxa de investimento – isto é, sobre o ritmo de reprodução dos ativos reais.

Keynes descreve os mercados organizados de bens duráveis de qualquer natureza como estabelecedores de duas cotações de preços: um preço *spot* para entrega imediata, à vista, e um preço *forward*, acordado em tempo presente para entrega e pagamento futuros. Enquanto simplificação, o autor considera o prazo para a entrega futura e, portanto, a data de referência dos preços *forward* como simplesmente o momento de conclusão do processo de produção. Isto significa que o preço de referência para a tomada de decisão de produção é o preço a termo, visto que, uma vez estabelecido contratualmente no tempo presente, *garante* determinado preço de venda na data de referência. É, portanto, sobre os preços *forward* que se comparam os custos de produção e se constituem os preços de oferta. (KEYNES, 1930b, p. 142).

Estabelecida esta lógica de organização, o autor descreve a dinâmica deste mercado em três situações. A primeira delas é a ausência de estoques e a insuficiência imediata de oferta em relação à demanda, a qual, contudo, espera-se ser suprida com a conclusão do período corrente de produção. Sob estas condições, o preço *spot* é maior que o preço *forward*, visto que o excesso de demanda hoje será potencialmente resolvido no futuro. A diferença entre os dois preços, por sua vez, é balizada pela disposição e a urgência dos demandantes em comprar hoje e a um preço maior as quantidades limitadas ofertadas em oposição à contratação de produção para entrega e pagamento futuro a um preço, dada a expectativa de aumento de oferta, potencialmente menor. Permanece, contudo, o risco de que o preço *spot* na data de entrega seja diferente do preço *forward* estabelecido contratualmente no passado – risco sobre o qual emerge, por definição, espaço para a especulação. Sob insuficiência de oferta presente, em suma, o preço *spot* é maior que o preço *forward* e permanece desconhecido o preço *spot* futuro – por mais que, tendencialmente, espere-se que ele seja menor que o preço *spot* presente, diante da expectativa de que a produção em andamento supra o excesso de oferta e, portanto, faça baixar o preço de equilíbrio. (KEYNES, 1930b, p. 143).

A segunda situação é de equilíbrio pleno entre oferta e demanda no presente, sem, portanto, a formação de estoques em função de vendas não realizadas. As alternativas disponíveis ao produtor são a venda imediata ao preço *forward*, contratualmente seguro, ou a postergação da concretização da venda até a conclusão do processo de produção, momento a partir do qual a entrega será imediata e ao preço *spot* então vigente. Assim como a contratação de um preço *forward* é a adoção de uma posição especulativa em relação ao preço *spot* esperado para a data de entrega, a decisão de postergação da venda é uma escolha consciente pela exposição ao risco de flutuação de preços, da qual se esperam resultados melhores. Por isso,

entende-se que, para um mesmo período de produção, os preços *spot* sejam maiores que os preços *forward*, porque acrescidos de um prêmio pelo risco, incorrido pelo produtor, de variação de preço ao longo do tempo transcorrido entre a decisão de produção e o término do processo produtivo. Isto somente se verifica, contudo, em mercados organizados, nos quais o estabelecimento de contratos a termo é prática comum, profunda e líquida, e, por isso, de custos desprezáveis. Segundo Keynes, mercados desorganizados são caracterizados justamente pelo fato de que assumir os riscos da venda a um preço *spot* futuro indeterminado é atuarialmente mais atrativo que a venda segura a um baixo preço *forward*. Dito de outra forma, em mercados menos organizados, o custo do seguro contra a flutuação de preços é demasiado alto, então os próprios produtores incorrem no risco de flutuação de preços. A maior incerteza que circunda mercados menos organizados ou mais instáveis é compensada pelo prêmio de risco incluído percentualmente sobre o rendimento esperado e que, dessa forma, passa a compor os preços de oferta dos produtos. De qualquer modo, independentemente do grau de organização, a condição de preços *spot* maiores que preços *forward* é compreendida por Keynes como correspondente à normalidade esperada para mercados de bens reprodutíveis. (KEYNES, 1930b, p. 143-4; BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 172).

Por último, a terceira situação é de suficiência de oferta frente à demanda, mas perante estoques de produção excedente acumulados no passado. Tal situação configura-se como um menor incentivo a nova oferta porque torna parte da produção corrente redundante diante da demanda esperada, o que perturba o sistema de preços. Em primeiro lugar, a atenção de parte da demanda por estoques prévios estabelece um patamar máximo aos preços *spot* da nova produção. Mas, ainda mais significativamente, em segundo lugar, a existência de estoques conduz os preços *forward* a níveis maiores que os preços *spot*. Isto porque os preços *forward* devem passar a incluir, para além dos custos de produção já consolidados, os custos de carregamento dos estoques existentes.

(...) the existence of surplus stocks must cause the forward price to rise *above* the spot price, *i.e.* to establish, in the language of the market, a “contango”; and this contango must be equal to the cost of the warehouse, depreciation and interest charges of carrying the stocks. (KEYNES, 1930b, p. 144).

A carga imposta pelos custos de carregamento inverte a dinâmica intertemporal entre os dois preços. Se, mesmo sob o acúmulo de estoques redundantes, os preços *spot* continuassem maiores que os preços *forward*, seria sempre vantajoso ao proprietário dos estoques vendê-los à vista ao preço maior e simultaneamente comprá-los a termo ao preço menor – um movimento de arbitragem que equivaleria à terceirização dos custos de

carregamento, não contemplados no diferencial temporal de preços. A inclusão dos custos de carregamento dos estoques redundantes nos preços *forward*, nesse sentido, obstrui a cobertura ao risco de flutuação de preços proporcionada pela dinâmica esperada os preços à vista e os preços a termo sob condições normais. Por um lado, a nova produção corrente compete com os estoques pré-existentes, conflito que se manifesta no teto aos preços *spot*. Por outro, por mais que as decisões de produção correntes se escorem no maior preço *forward*, o que poderia significar maior segurança na produção na verdade ocasiona o efeito oposto. Em função da obstrução das decisões de nova produção corrente, as condições de oferta no futuro – dependentes tanto da capacidade de atenção à demanda futura com base nas decisões de produção tomadas no presente quanto, e sobretudo, da duração e da intensidade da absorção dos estoques anteriormente formados – se tornam mais indeterminadas, e, assim como os riscos, os possíveis prêmios de risco também aumentam. Resultado último desta perturbação é o incremento da incerteza que ronda as tomadas de decisão de produção e de investimento. O preço *forward* a ser estabelecido contratualmente no presente, pois, por mais que *a priori* sabidamente acima do preço *spot* presente, pode revelar-se amplificadamente diferente, para cima ou para baixo, dos preços *spot* na data de entrega – o que tem um considerável efeito desestabilizador sobre as decisões de produção e, portanto, sobre sistema produtivo, na forma de um ainda mais descerrado espaço para especulação.

Os bens de capital enquanto bens de investimento

A segunda particularidade fundamental concernente aos mercados de bens de capital é o fato de que dizem respeito à *categoria de bens diretamente relacionada com as decisões de investimento*, de modo que sua produção e sua circulação se mantêm essencialmente sujeitos às decisões de alocação de riqueza por parte de seus proprietários. As decisões de produção de novos bens de capital, pois, se referem não simplesmente às suas relações de oferta e demanda em si, mas à eficiência marginal de seu uso na produção, de modo que os movimentos de seus preços estão sujeitos a variações dinâmicas de natureza particular, reflexas de considerações que ultrapassam as decisões de produção. Os bens de capital, ademais, são mercadorias *sui generis*, de uso instrumental específico por excelência, de produção lenta e em pequena escala, ao mesmo tempo em que, por permanecerem eminentemente reprodutíveis, são, enquanto ativos, representantes imperfeitos da riqueza. Tratam-se de características tais que configuram mercados à vista e a termo particulares e que determinam uma intermediação também particular entre seus preços *spot* e *forward*.

Em primeiro lugar, em função do intervalo de tempo necessário à sua produção, seus mercados são inevitavelmente mercados de entrega futura, na forma seja de encomendas, seja de contratos de fornecimento ao longo do tempo, a preços *forward* contratados no tempo presente do início da produção. Esta característica, por si só, já impõe um elemento radicalmente especulativo sobre a determinação dos preços dos bens de capital, porque o preço *forward* estabelecido no contrato de compra e venda constitui, para ambas as partes, um movimento de disputa e de tomada de posição diante do que se espera que será seu preço *spot* na data de entrega. Contudo, também a determinação dos preços dos estoques acumulados para transações secundárias à vista se dá de forma essencialmente especulativa, visto que deve contemplar também, enquanto variáveis de cálculo, as expectativas sobre os custos de carregamento, a intensidade da depreciação absoluta e relativa e a extensão do período de tempo até sua circulação. (DAVIDSON, 1978, p. 90;94; BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 162).

Em segundo lugar, e a despeito das considerações anteriores, mercados secundários para bens de capital são, se não praticamente inexistentes, muito pouco organizados, de forma que seus preços *spot*, mais que os preços de qualquer outra categoria de bens, são fundamentalmente *nocionais*. Em função, por um lado, do baixo e inconstante volume de transações secundárias de estoques de bens de capital, insuficiente para dar sustentação a um mercado à vista de circulação contínua; e, por outro, da inerente ausência de padronização mesmo entre bens substitutos entre si, fruto da própria natureza específica de sua instrumentalização, e que dá vazão, por sua vez, a custos de transação demasiadamente altos para casos de substituição ou realocação, os preços *spot* de bens de capital não se configuram enquanto preços empiricamente observáveis, mas somente como cifras nocionais, isto é, referenciadas em seus preços *forward* e em torno das quais demandantes e ofertantes negociam e especulam suas posições. (DAVIDSON, 1978, p. 87; 93-4).

Em função destas características distintivas, uma situação de acúmulo de estoques de bens de capital a níveis de redundância estabelece uma carga de custos de carregamento pela extensão de seu período de absorção que torna, simultaneamente, seus preços *forward* radicalmente indetermináveis, escorados unicamente na antecipação especulativa do preço *spot* esperado para a data de entrega, e seus preços *spot* inferiores até mesmo aos preços de oferta determinados para o período. Uma vez, por sua vez, que são as expectativas de rentabilidade de seu uso corrente – resultante de sua escassez socialmente determinada – o principal componente da formação de avaliações sobre o valor presente dos ativos reais, diante da organização insuficiente de seus mercados secundários e da instabilidade das expectativas de longo prazo, o retorno monetário esperado dos ativos e sua capitalização são sempre passíveis de se

revelarem também indetermináveis, assim como, portanto, seus preços de demanda. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 164-5).

Thus in contango the actual spot price (or notional spot price for durables where organized spot markets do not exist) declines sufficiently below the flow-supply price in order to make it worthwhile for the buyer (holder) of capital goods to hold them until a future time when they can be profitably used. (DAVIDSON, 1978, p. 100;102).

Dito de outra forma, a queda dos preços *spot* dos bens de capital para níveis inferiores aos dos preços *forward* é resultado de um excesso de acúmulo de capital sob formas produtivas em nível tal que torna a capacidade produtiva instalada se não completamente redundante, isto é, a taxas de eficiência marginal do capital negativas, ao menos menos rentável em relação à medida de rentabilidade esperada – duas situações as quais põem em xeque seu valor presente e, portanto, a *continuidade da riqueza nela consubstanciada*. Sob um ponto de vista *ex-post*, trata-se da sinalização de que as decisões de investimento tomadas no passado foram demasiado otimistas, e do anúncio aos empresários da urgência de uma redução das encomendas e dos pedidos de fornecimento, até que a redundância de capital seja suplantada. (DAVIDSON, 1978, p. 88-90; 100-102; KEYNES, 1930b, p. 136).

O ajuste do excesso de estoques de capital produtivo, nesse sentido, se processa por intermédio da queda dos níveis de produção e de investimento líquido, ou mesmo bruto, culminando em desinvestimento ou em destruição de riqueza, até que os preços *forward* retornem ao nível dos preços de oferta e se reestabeleçam níveis satisfatórios de eficiência marginal do capital. O derradeiro efeito dinâmico atribuído genericamente a uma queda generalizada da eficiência marginal do capital é a desvalorização dos estoques de riqueza acumulada. Mas, em função do poder de comando sobre o ritmo de produção de novos bens detido pelos detentores de riqueza reprodutível, a eles e à classe empresarial em específico cabe refugiar-se na decisão de refreamento de produção de riqueza nova, *i.e.*, na preferência pela liquidez.

É a este movimento que diz respeito o ajuste via *fluxo de reprodução* dos ativos, alternativa defensiva disponível aos detentores de riqueza sob formas reprodutíveis. Trata-se da característica distintiva dos ativos reprodutíveis – em oposição aos ativos financeiros – que lhes possibilita, na forma de restituição de sua escassez por meio da retração dos investimentos, a preservação de seu valor ao longo do tempo. O mecanismo de preços e a soberania privada e individual da decisão de investimento tornam possíveis que reavaliações negativas da capacidade de conservação do valor desta forma de riqueza não resultem em liquidação de

ativos e, portanto, em sua desvalorização, evitando-se seja a realização de perdas de capital, seja a concreta destruição de riqueza velha. Por mais que as avaliações sobre a capacidade dos ativos reais de representar riqueza ao longo do tempo possam se tornar negativas, e por mais que seus estoques possam se desvalorizar em função de reversões nas expectativas de rentabilidade, porque seus mercados à vista são deficientemente organizados ou virtualmente inexistentes – precisamente em função de sua iliquidez –, os ativos de capital possibilitam certa resistência a esta forma de perda. Isto não significa que a rentabilidade propiciada pelos bens de capital esteja imune ao avanço da concorrência ou à obsolescência tecnológica, mas apenas que, de modo geral, esta forma de riqueza lega a seus proprietários determinadas prerrogativas que lhes concedem vantagens na corrida pela maximização das taxas de retorno. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 162-3).

A relação entre os preços *spot* e os preços *forward* dos bens de capital, nesse sentido, revela-se em seus fundamentos apenas uma forma distinta de expressão e de visualização da eficiência marginal do capital nas decisões de investimento. Constitui-se segundo a diferença de valor presente esperado entre dois instantes no tempo, estabelecida não tanto pela incidência de custos de carregamento c , mas pela variação de suas expectativas de rentabilidade q e de potencial de valorização a , bem como de seu prêmio de liquidez l . A diferença específica trazida pela relação entre o preço *spot* e o preço *forward* reside na expressão simultânea, em uma única relação de preços, tanto do preço de demanda para os produtores de bens de capital e, portanto, a rentabilidade da produção de novos bens de capital, quanto do preço de oferta para os demandantes de bens de capital frente a suas decisões de investimento produtivo em qualquer setor da produção.

Como, contudo, a decisão de produção de novos bens de capital leva tempo e é contratada a preços *forward* para a data de entrega, a simples determinação deste preço *forward* revela-se, sob múltiplas frentes, impregnada de expectativas e de formação de posições a partir destas expectativas e, portanto, de um confronto especulativo entre ofertantes e demandantes. Em primeiro lugar, a contratação do preço *forward* se dá com base no preço *spot* esperado para a data de entrega. O que representa uma certeza estabelecida em contrato para a relação de compra e venda representa também, ao mesmo tempo, um risco de perda de oportunidade em ambas as direções para ambas as contrapartes. Em segundo lugar, e mais significativamente, em função de suas características particulares, os bens de capital têm seus preços de venda formados com maiores graus de autonomia em relação aos preços de todas as outras categorias de bens. Isto porque seu valor de uso para o comprador reside, sobremaneira, em sua capacidade de multiplicação da criação de novo valor por meio de seu emprego produtivo. É, portanto, não

sobre seu valor de uso concreto e imediato, mas sobre suas potencialidades, expectativas, de valorização que se monta sua lógica de precificação já mesmo em sua decisão de produção. Os graus de especificidade de seu uso na produção, de complexidade de sua produção e de monopólio em sua cadeia produtiva, por sua vez, tornam possível uma replicação *ad infinitum* do caráter eminentemente expectacional do valor de uso dos bens de capital para seus demandantes na formação de todos os preços à montante e à jusante em sua cadeia de produção. Os resultados deste fluxo de poder de mercado sobre a relação entre custos e receitas e, portanto, sobre a rentabilidade de cada etapa da cadeia produtiva, bem como sobre o nível de preços de modo geral, ainda que não sejam apreensíveis, não são desprezáveis.

Por isso, aos proprietários de riqueza sob formas reprodutíveis cabe também a sustentação do valor escritural de seu patrimônio por intermédio do manejo de seus rendimentos correntes, o que se dá pela recomposição de seus preços de venda – como preconizado pelo *princípio do custo total* de Hall e Hitch (1939) – na forma de *mark-ups* sobre os custos. Sob sua perspectiva dinâmica mas ainda sob o pressuposto de certa estabilidade das expectativas de risco, os preços de venda das mercadorias são conformados pelos custos primários acrescidos de uma margem que cubra os custos indiretos e legue uma margem líquida com vistas a assegurar custos futuros de expansão. O limite a este acréscimo marginal, por sua vez, é a extraordinariedade das taxas de lucro encetadas, que pode, no longo prazo, incitar a entrada de competidores, novos ou velhos, e, assim, dirimir a capacidade de imposição de *mark-ups* sobre os custos. Isto significa que, ao contrário do proposto pelo modelo kaleckiano de preços, a curva de demanda é distorcida, reflexo das diferentes posturas assumidas pelos concorrentes face os diferentes patamares de níveis de preços. Enquanto a ênfase de Kalecki é sobre a influência dos custos diretos sobre os preços, o princípio do custo total reafirma o papel tanto da relação entre custos diretos e indiretos na formação os preços de um capital individual quanto das diferenças entre os custos indiretos dos capitais em concorrência – ambos os quais potencialmente influenciam os graus de monopólio do setor. (KALECKI, 1965, p. 39-40; LEE, 1998, p. 89-94).

A formação dos preços, nesse sentido, constitui “um poder que os possuidores de ativos reprodutíveis detêm para defender o seu valor.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 161). *Mark-ups* na formação dos preços, pois, são capazes de assegurar sobretudo a compensação dos diferenciais de rentabilidade ajustada ao risco entre as possíveis alocações de capital produtivo, na forma de um prêmio de risco pela participação em mercados incertos o qual iguale os custos oportunidade ajustados ao risco em relação às alternativas de alocação menos incertas. O que, portanto, sob um ponto de vista microeconômico, constitui uma

compensação que homogeneiza na margem as oportunidades de alocação de riqueza e as decisões de produção e investimento em mercados com características distintas, sob um ponto de vista macroeconômico configura a socialização dos riscos, na forma de preços maiores para determinados mercados – e, portanto, no estabelecimento premeditado de poderes de compra menores – em função basicamente do menos bem avaliado perfil de risco de seus integrantes. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 161-2).

Tal prerrogativa, contudo, requer elevado grau de poder de mercado por parte dos produtores e acesso generalizado à liquidez financeira em níveis além dos preconizados pelo circuito de rendimentos gerados pelo gasto produtivo. Somente postas estas condições o mecanismo de preços pode operar de forma a tornar possível a defesa das margens de lucro. Nos casos em que é socialmente inadmissível ou mesmo concretamente impossível seja a manutenção da escassez dos ativos de capital, seja a preservação das taxas de lucro via aumento dos preços de venda, ou, ainda, a compensação destas insuficiências no mercado doméstico no tempo presente por meio de déficits externos, públicos ou das famílias, então somente uma recessão – a queda generalizada do nível de atividade econômica, dos níveis de preços, do valor dos ativos e, em suma, a destruição de riqueza – pode restaurar as condições de equilíbrio entre as alternativas de alocação de capital em termos de rentabilidade, isto é, reestabelecer os níveis socialmente satisfatórios de rentabilidade pretendida à propriedade de capital. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 164; 172-3).

Sob concentração e centralização de capital, por sua vez, a superprodução de capital produtivo não necessariamente enceta uma recessão, pois, antes disso, se faz disponível o ajustamento via alta dos preços, a qual afeta de formas e em ritmos diferentes as diferentes classes e as diferentes frações de classe. Em virtude da possibilidade e da admissibilidade social de ajustes defensivos dos preços dos produtos dos bens de capital, desloca-se o imperativo da desvalorização de ativos – e, portanto, da deflação, da recessão aberta e da destruição de riqueza – para o reestabelecimento da equivalência, em termos de rentabilidade ajustada ao risco e à liquidez, entre ativos reais e ativos financeiros ou, ainda, no limite, para a retomada de níveis satisfatórios de remuneração em absoluto. O expediente de reajuste de preços se antepõe à reversão e à recomposição das expectativas, visto que sistematicamente reestabelece os horizontes de rentabilidade esperados para os ativos reprodutíveis. Dito de outra forma, a formação dos preços e o poder de compra assumem a função de variável de ajuste, o que evita que o desequilíbrio entre os mercados de ativos reais e de ativos financeiros, a insuficiência de rentabilidade na circulação produtiva e o excesso de acumulação de capital produtivo resultem em uma crise de liquidação e de desvalorização de ativos.

A maleabilidade concedida à formação dos preços de venda pela centralização dos capitais e pela concentração de poder de mercado torna possível a restauração das relações entre rentabilidade e risco dos ativos não somente por meio da baixa do valor presente e, portanto, do preço de demanda dos ativos, mas especialmente sobre a recorrente alta dos preços dos produtos do uso corrente dos bens de capital. O ajuste dos preços de produção suplanta a liquidação dos ativos enquanto mecanismo de ajuste, mas trata-se de um movimento que depende fundamentalmente da admissibilidade social desta forma de ajustamento – diretamente proporcional ao grau de acúmulo indiscriminado de direitos sobre a riqueza por parcelas da sociedade, isto é, de concentração de riqueza e de renda. Quanto maior a concentração de riqueza e quanto menos democrático o acesso à riqueza e à renda, melhores são as condições, em virtude das correlações de forças sociais, para a imposição de tal forma de ajuste, ao mesmo tempo inflacionário e recessivo, por parte da classe capitalista. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 160-1; 172-5).

Ao mesmo tempo, mantém-se a ressalva de que, como se tratam de artifícios defensivos eminentemente individuais, é sempre possível que o resultado agregado dos esforços individuais de reajuste dos preços em defesa da rentabilidade seja uma sistemática reposição da alta dos custos e, dessa forma, sua generalização em uma espiral inflacionária. Esta circunstância efetivamente impregna a contínua alta dos preços de algum componente inercial, mas o elemento mais significativo de um tal processo é que a generalização da desvalorização dos ativos reais – sobre a qual os esforços individuais esperavam prevalecer – se estabelece de forma descompassada entre os agentes e entre as diferentes frações de classes e, por isso, induz a ainda maiores diferenciações patrimoniais e de poder de compra. Ademais, se mantém a possibilidade de que mesmo as alternativas postas não bastem para o reestabelecimento da taxa de rentabilidade estimada no momento das decisões de produção, para o que se torna necessário que os dois mecanismos de ajuste sejam, de forma agregada e descentralizada, acionados em simultâneo: tanto a retração dos investimentos quanto a alta dos preços de produção correntes, ambos com impactos macroeconômicos significativos. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 55; BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 160; 185).

A capacidade de carregamento e de preservação do valor da riqueza acumulada no passado, portanto, apresenta uma relação direta com a manutenção de sua capacidade de comando sobre a riqueza nova, e, portanto, da contínua extensão de sua influência sobre o futuro. Dito de outra forma, a continuidade do valor da riqueza acumulada é indissociável da continuidade da capitalização, em direção ao tempo presente, de sua rentabilidade futura esperada e mesmo das prospecções de seu potencial de valorização. Sob esta perspectiva,

riqueza velha e riqueza nova, enquanto agregações, dizem respeito a um mesmo único conjunto, cujo conteúdo, por sua vez, constrange, tanto pelo lado da atualização da riqueza passada acumulada quanto pelo lado da capitalização da riqueza futura, a reprodução da riqueza no tempo presente.

No caso particular dos bens de capital, esta dualidade intertemporal de representação da riqueza é inerente à realização da riqueza produzida por seu emprego na produção, *i.e.*, aos resultados das vendas do bem final para cuja produção o bem de capital contribui. O valor de mercado dos ativos reais, pois, é a todo instante contraposto à rentabilidade corrente que se espera que seja capaz de encaminhar. A riqueza reprodutível, nesse sentido, permanece continuamente dependente tanto do enfrentamento ininterrupto da concorrência, o veredito dos mercados, para sua reprodução quanto da chancela social para a sua perpetuação, duplo movimento que se manifesta, de forma concreta, no sempre presente risco de perda de posição de mercado ou na pura destruição de riqueza. Contrapartida necessária da competição intercapitalista e, mais propriamente, da capacidade de reprodução da riqueza reprodutível, é o fato de que os preços de produção não são uma simples categoria menosprezável de informações oriundas das relações de oferta e demanda na produção. As posições relativas dos produtores, tanto na concorrência empresarial por mercados quanto na concorrência intercapitalista pela maximização das taxas de lucro – ambas sintetizadas nos horizontes de rentabilidade dos bens de capital –, são determinadas sobremaneira pelos preços de produção que orbitam seus sistemas de produção e de circulação. Os preços dos bens finais, dessa forma, têm participação fundamental na formação dos preços dos bens de capital enquanto ativos. O sistema de preços e, mais ainda, a formação dos preços de oferta, portanto, exercem um papel fundamental na preservação das posições patrimoniais e de mercado dos capitais individuais. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 159; 161; 164).

Para capitais expostos de uma forma ou de outra à instabilidade cambial e monetária internacional, mas com poder de mercado suficiente para a marcação de seus preços domésticos, cabe a prerrogativa de equiparação, em termos da rentabilidade ajustada ao risco, das oportunidades de produção para os mercados domésticos e externos. Este fenômeno, no contexto de implementação do sistema monetário internacional fiduciário e de câmbio flutuante pós-1973, constituiu um processo de *dolarização da economia*. De modo genérico, por sua vez, a formação de preços via *mark-ups* acima dos custos totais, em função de concentração de poder de comando sobre os mercados, pode se dar de modo premeditado, com vistas ao estabelecimento de uma taxa nominal exógena de rentabilidade ajustada ao risco. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 173).

Dado que esta taxa pode ser considerada também a que corresponde ao rendimento esperado da riqueza inativa (em particular na forma das quase-moedas (...)), este critério atende à condição da formação dos preços de ativos compensatoriamente aos diferenciais de risco, proteção e liquidez que se abriam (...) entre riqueza ativa e inativa (...). A instabilidade das taxas de juros ou a instabilidade financeira de um ponto de vista mais geral passou a ser incorporada diretamente aos preços, em uma extensão muito maior do que o impacto dos encargos financeiros sobre o custo de produção. Podemos considerar isso como um sintoma de que o critério keynesiano do “custo de uso” dos ativos se generaliza e domina a formação de preços. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 182-3).

A generalização desta prática e a sua elevação à condição de princípio do sistema de produção e acumulação global constitui o processo de *financeirização dos preços*.

Este processo de financeirização dos preços corresponde a desenvolvimentos institucionais e sócio-históricos em específico que contribuíram para estruturar uma lógica específica à formação dos preços, ao comportamento e às expectativas dos agentes, à dinâmica macroeconômica global e, sobretudo, às formas de manifestação das leis de movimento, de reprodução e de acumulação de capital. Esta especificidade, construída social e historicamente a partir do último quarto do século XX constitui uma resposta e mesmo uma retaliação aos limites impostos pela estrutura institucional imediatamente anterior à liberdade de movimento global – tanto geográfica quanto temporalmente – do capital em seu ímpeto de maximização da valorização. O quadro institucional estabelecido pelos Acordos de Bretton Woods configurou uma dinâmica única à reprodução capitalista global, manifesta em um caráter radicalmente distinto, sobretudo em termos de estabilidade, impresso aos movimentos de preços de mercadorias, de capitais e de ativos em âmbito tanto doméstico quanto internacional.

O sistema de *preços normais*

No princípio de determinação das decisões empresariais delineado por Keynes (1936, p. 59-60), o *preço de oferta agregada* é o preço de mercado que, para o produtor, cobre tanto os custos fixos e variáveis decorrentes do engajamento na atividade produtiva – os *custos de fatores* e os *custos de uso*, na tipologia do autor – quanto a realização de uma determinada e, espera-se, suficiente e satisfatória taxa de lucro – a *renda* do empresário. O que determina, por sua vez, a satisfatoriedade dos lucros realizados é o quanto, para aquele período de produção, proporcionalmente se rentabilizam os ativos envolvidos na atividade capitalista: os estoques de matéria prima, os insumos adquiridos de outros produtores capitalistas, a mão de obra mobilizada, a depreciação do capital fixo e, sobretudo, a estrutura de passivos em função

dela originada. Sob esta lógica básica de cálculo, os preços e lucros assim sancionados são de natureza tal que, independentemente de seus níveis, podem, na nomenclatura adotada por Tavares e Belluzzo (1984, p. 48), ser considerados *normais*.

Fundamental para esta normalidade dos preços e dos lucros deste modo determinados, por sua vez, é algum grau de estabilidade e de previsibilidade para este elenco de custos, ao menos para um mesmo período de produção. O instrumento mais elementar para a sintetização desta estabilidade é o estabelecimento de contratos, os quais garantem tanto a fixidez dos custos quanto a continuidade, em termos de condições, prazos e especialmente de taxas de juros, dos compromissos financeiros – ao menos, novamente, pela duração do período de produção. Em função de horizontes de custos e de rentabilização de capital de estabilidade minimamente observável,

[o] preço global de oferta podia, assim, ser *planejado* – como um verdadeiro preço de produção –, na dependência do nível previsto de utilização de capacidade produtiva da empresa ou da indústria, o que, por sua vez, dependia apenas das expectativas de curto prazo acerca do comportamento dos vários componentes da demanda global. O passado não podia ser revisto e as expectativas de curto prazo, quando frustradas, só afetavam as decisões capitalistas – no período de produção – no que se refere a quantidades (não a preços). (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 49).

Esta amarração específica entre as variáveis microeconômicas determinantes do nível de oferta agregada estabelece de forma sólida quais categorias são os alicerces – os pontos fixos, suportes e âncoras – e quais são as instâncias móveis para orientação e ajustamento do sistema de produção. Firmados contratualmente os custos fixos e variáveis materiais e financeiros para um determinado período de produção, bem como estipulados os preços de oferta, as variáveis de ajuste disponíveis diante de insuficiências de demanda em relação à demanda esperada, para a qual a oferta fora dimensionada, são, fundamentalmente, os níveis de estoques de insumos e de bens finais, o grau de utilização da capacidade instalada e, no limite, a rentabilidade alcançada ao final do período de produção. O ônus, em termos de custo de oportunidade, de variações dos preços a montante e a jusante na cadeia de produção em relação ao estabelecido em contrato é, dessa forma, carregado por todas as contrapartes, o que concede um caráter eminentemente especulativo à fixação dos preços em contratos. Mesmo assim, contudo,

(...) as variações dos preços nos mercados *spot* de matérias primas e de produtos terminados eram supostos flutuar em torno dos preços normais de oferta e não afetavam os chamados “contratos de suprimento” (*supply contracts*). (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 48-9).

Do mesmo modo,

[a]s flutuações de curto prazo das taxas de juros também não afetavam as decisões de produção, porquanto os contratos de dívida eram fixos. Nestas condições, a valorização esperada do capital líquido, bem como o custo de uso do capital fixo e dos estoques de matérias-primas estratégicas só tinham de levar em conta as expectativas em relação à taxa de juros de longo prazo e ao custo de oportunidade de reter estoques de matérias-primas. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 49).

Um sistema de preços em órbita de determinado patamar considerado normal proporciona estabilidade e previsibilidade tais que permitem que os agentes econômicos, em suas tomadas de decisões estratégicas de produção e de investimento, atuem enquanto autênticos “operadores dos preços de produção”. Isto porque tanto os preços de produção quanto as taxas de lucro de cada mercado tornam-se efetivamente sinalizadores das alocações ótimas de capital, perturbadas dinamicamente pelo progresso técnico, pela competição e pelo nível de demanda efetiva mas estáveis e duradouras o suficiente para direcionar o deslocamento e o estabelecimento dos capitais individuais. Dito de outra forma, a partir de custos de produção relativamente estáveis, tantos os preços de oferta podem ser calculados quanto, independentemente dos graus de concentração dos mercados, as margens de lucro esperadas conquistam relativa estabilidade – circuito que, em agregação e sob um ponto de vista estático, conforma um *sistema de preços normais*. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 49).

Uma caracterização acurada de um sistema de preços normais é a desenhada por Eichner (1976). Seu esforço consiste em uma tentativa de constituição de um aparato conceitual híbrido que ao mesmo tempo preserve a estrutura determinística da microeconomia neoclássica mas lhe impute maior realismo e poder explicativo. Por isso, o próprio autor compreende sua construção como um passo adiante na evolução do campo da microeconomia, visto que provê de modo mais completo um quadro geral de análise para as decisões de produção, de investimento e de financiamento, bem como para a formação dos preços e dos salários.

O ponto de partida de Eichner é a capacidade de formação de preços por parte de grandes corporações – princípio que exige a subversão do pressuposto basilar de concorrência perfeita nos mercados de produtos e de fatores e que, dessa forma, aponta para uma inteiramente outra fundamentação microeconômica para a dinâmica macroeconômica. O principal resultado deste esforço de conciliação é a evidenciação, diante de determinados graus de concentração de poder de mercado, de uma relação direta entre a formação dos preços e as decisões de

investimento, o que, por sua vez, tem impactos significativos tanto sobre o crescimento da economia quanto sobre a estabilidade dos preços. (EICHNER, 1976, p. ix-x).

Um tal esforço, contudo, sujeita-se a limitações contidas e mesmo renunciadas em sua própria proposição. As insuficiências do sistema concebido por Eichner têm origem na própria natureza de sua empreitada e se fazem presentes já no conjunto de elementos que toma como ponto de partida. Por isso, por mais que o núcleo de sua contribuição não somente seja pertinente como subsidie sua avaliação sobre a economia norteamericana ao longo das décadas de 1960 e 1970, sua grandeza fica ofuscada pelos pressupostos que o autor insiste em sustentar e, sobretudo, pelo mecanicismo da estrutura causal constituída em seu entorno. O epicentro de sua fragilidade se localiza na asserção de que capitais em setores oligopolizados determinam seus preços de forma a *garantir a geração interna de recursos suficiente para financiar as taxas desejadas de expansão* de sua capacidade produtiva. Dito de outra forma, diante de custos constantes, a alteração do nível de preços da empresa oligopolista é uma função da disfunção entre a taxa de investimento planejado e a taxa de geração interna de recursos. Isto significa que, para capitais com poder de mercado, os preços não são os que maximizam o retorno a curto prazo, mas os que os capacitam a financiar com recursos próprios o nível de investimento necessário para a maximização do crescimento de longo prazo. (EICHNER, 1976, p. 2-3).

Este atrelamento determinista, em termos inclusive de dependência, entre poupança empresarial e investimento constitui, na cadeia de nexos causais preconizada por Eichner, o elo final que arremata a completude de seu sistema fechado, assegura sua tendência ao equilíbrio, à maneira clássica, e perpetua a superfluidade categorial das relações de crédito, a exogeneidade da oferta de moeda e a neutralidade da instituição monetária. Uma ressalva, comentada muito brevemente em um momento de síntese, justifica a posição adotada pelo autor:

The increased use of the corporate form of business organization, enabling firms to obtain their investment funds through well-organized capital markets, meant that the decision to save could no longer be assumed to be the equivalent of the decision to invest as it had been when an entrepreneurial class was forced to finance plant, equipment and inventory expansion largely out of its own pockets. The existence of a monetary system capable both of expanding the money supply in response to business firm's credit needs and of sterilizing any increase in personal savings by households now made it possible for the one type of decision to be undertaken independently of the other – at least initially. Yet *the further evolution* of the economic system has led to a situation which, in some ways, is closer to that implicit in the pre-keynesian understanding of the savings-investment process. This newer reality reflects the megacorp's ability to finance most of its desired level of

investment internally, by means of the corporate levy. In other words, the decision to save and invest – at least in the oligopolistic sector of the economy – are once again joined in a single entity, even if that entity is a social organization rather than any single person. (EICHNER, 1976, p. 200-1, grifo nosso).

Subjacente ao sistema lógico delineado por Eichner, nesse sentido, está o entendimento de que o avanço do processo de centralização de capitais, na forma da constituição de conglomerados oligopolistas – *megacorps*, nos termos do autor – configura um passo evolutivo do próprio sistema econômico, o qual conduz ao menos um segmento de sua constelação de nexos causais – no caso, a relação microeconômica entre poupança e investimento – a um estágio pré-keynesiano, isto é, conceitualmente mais próximo à fase de desenvolvimento das relações capitalistas anterior, em termos lógicos, à centralidade dos mecanismos endógenos de oferta de crédito. Também consequência lógica deste entendimento é a reconsideração do papel das decisões de poupança – ou de retenção de lucros – por parte destes agentes hipertrofiados:

Assuming household savings to be relatively constant and only a minor contributor, in any case, to capital formation in the business sector, it follows that the critical savings decisions are those made by megacorps. (EICHNER, 1976, p. 7).

As cumulativas capacidades de geração interna de recursos a partir tanto da retenção de caixa operacional quanto da gênese de poder de compra presente a partir de expectativas de rentabilidade futura torna as decisões de investimento das sociedades anônimas em mercados oligopolistas, definitivamente independentes das decisões de poupança agregada, relativamente mais dependentes de suas próprias decisões de poupança e de retenção de liquidez. Mais que isso, dado o volume e a primazia dos capitais centralizados de alcance global, as decisões relevantes de poupança e de investimento agregadas passam a ser tomadas cada vez mais pelos mesmos blocos de agentes – senão pelos mesmos grupos de indivíduos.

Apesar, portanto, das insuficiências inerentes aos pressupostos os quais toma como ponto de partida, o sistema lógico desenvolvido por Eichner reafirma a sua própria pertinência precisamente na caracterização da operacionalidade das empresas oligopolistas, tanto internamente, no que diz respeito à fórmula de formação de preços, quanto externamente, no que diz respeito às interações entre as empresas concorrentes de um mesmo setor. Mais especificamente, o destaque do sistema é sua particular tipificação do elenco de custos a serem cobertos pelas receitas, em coadunação com as oscilações esperadas no nível de demanda, em função de alterações nos preços e com a gama de reações das empresas concorrentes, em função da frágil dinâmica entre suas interposições estratégicas e a liderança de preços – par que

encontra sua síntese na postura de *joint profit maximization*: a maximização dos retornos do setor como um todo. (EICHNER, 1976, p. 40 *cf.* FELLNER, 1949).

Em primeiro lugar, o resultado proeminente de conformação de uma estrutura de mercado oligopólica, mais que a concreta concentração de participação de mercado por um número reduzido de capitais, é a rede de relações de interdependência a que conduz a dinâmica de rivalidade e cooperação simultâneas entre seus participantes. Esta interdependência, por sua vez, determina uma lógica recíproca de precificação e, mais significativamente, configura uma fonte relativamente autônoma de pressão de alta sobre os preços.

The very fact that a particular firm was suddenly gaining customers at the expense of its rivals would be *prima facie* evidence that the firm was secretly cutting its price. (...). Oligopoly being in a certain sense a description of behavior that has been learned over time, firms in oligopolistic industries can be expected to have had sufficient experience with the untoward effects of price shaving to eschew it as a competitive weapon in all except periods of unusually depressed demand. (EICHNER, 1976, p. 43).

Se, por um lado, sob um ponto de vista convencional, um aumento da demanda agregada em relação à oferta agregada é tomado como fonte de aumento dos preços, por outro, em mercados oligopolizados, diante de um refreamento da demanda o nível de preços dificilmente se reduz, quando não continua a subir. Isto porque a centralização dos capitais e a paralela concentração de poder de mercado justamente intensifica a competição intercapitalista, em vez de arrefecê-la. Uma tentativa unilateral, por parte de um dos participantes, de aumentar suas taxas de lucro por meio de um aumento de seus preços será solapada pela substituição da demanda deste produto mais caro pelos produtos concorrentes e, portanto, pela perda não só participação de mercado como de receitas absolutas. Do mesmo modo, uma tentativa unilateral de captura de participação de mercado via, *ceteris paribus*, uma redução dos preços será rapidamente retaliada pelos capitais concorrentes, com o acréscimo de que as participações de mercado se manterão as mesmas, mas os preços do setor como um todo subirão, e, portanto, a demanda total, as receitas e as margens de lucro terão caído. Isto significa que, de um lado, mesmo face à concentração de poder de mercado nenhuma firma individual é capaz de unilateralmente alterar o nível de preços do setor como um todo e, de outro, que a característica chave de setores oligopolizados é a estabilidade das participações de mercado. (EICHNER, 1976, p. 1-2; 38-9; 41; LEE, 1998, p. 89-94).

Em segundo lugar, na interpretação proposta por Eichner, de cunho kaleckiano, a função empresarial fundamental – a geração de receitas maiores que as despesas, na forma de

lucros – constitui, sob um ponto de vista macroeconômico, a formação de poupança: fluxos de caixa positivos consubstanciados, no caso, em cobertura de depreciação e em lucros retidos. Este montante, mais que um resultado contábil, é uma cifra deliberada, projetada segundo o que a empresa considera como suficiente para permitir que seus objetivos de investimento e de expansão – ou, o que seria mais apropriado, suas expectativas de rentabilidade – sejam atingidos. Esta margem acima dos custos premeditadamente embutida nos preços de empresas oligopolistas o autor denomina *corporate levy*: tributo corporativo, em tradução livre. (EICHNER, 1976, p. 13; 61-2; LEE, 1998, p. 178; 182-3; KALECKI, 1965, p. 33-48).

Enquanto síntese, portanto, o nível de preços absoluto a ser praticado por uma empresa oligopolista é determinado, por um lado, pelos custos variáveis médios de produção e, por outro, pelos custos fixos e pelo tributo corporativo ajustados à taxa média de utilização esperada da capacidade instalada.

$$\text{Preços} = \text{Custo variável médio} + \frac{\text{Custos fixos} + \text{Tributo corporativo}}{\text{Taxa de utilização} \times \text{Capacidade instalada}}$$

A inclusão da taxa de utilização da capacidade instalada enquanto denominador significa que o custo fixo e o tributo corporativo unitários médios já estão estimados, de modo que até certo grau de flutuações no nível de demanda do setor ou mesmo da demanda agregada está *a priori* ponderado sobre o nível de vendas e, portanto, não terá efeitos sobre o nível de receitas, o que possibilita a estabilidade do nível de preços ao menos para o período de produção corrente.

Sob a rubrica dos custos fixos estão contemplados, além dos custos diretos de produção, também os indiretos: custos gerenciais e financeiros – tanto os juros pagos aos credores quanto os dividendos pagos aos acionistas. Isto significa, já sob uma perspectiva *ex-ante*, que os riscos de que as receitas sejam menores que as pretendidas é carregado pela empresa em si e, portanto, por seus planos de expansão, e não por seus credores ou seus acionistas, os quais têm sua remuneração contemplada enquanto parte dos custos fixos. Mas a grande fecundidade desta designação reside no fato de que sob a rubrica do tributo corporativo estão contemplados não simplesmente *markups* genéricos sobre os custos de produção, mas com vistas à geração de recursos para o financiamento de despesas que não têm relação com o nível de produção corrente. Dito de outra forma, os *markups* possibilitados pelo poder de mercado da empresa oligopolista são *calculados* de forma a financiar despesas destinadas ao aprimoramento de sua posição de mercado no longo prazo, o que inclui, para além da criação de nova capacidade produtiva, *i.e.*, formação bruta de capital fixo, também esforços de vendas,

pesquisa e desenvolvimento e, com maior destaque, a retenção de caixa operacional, ou seja, a formação de reservas de liquidez. (EICHNER, 1976, p. 57-63; MINSKY, 1986, p. 158-9).

Diante de custos fixos e variáveis constantes, portanto, os preços praticados por uma empresa oligopolista se alteram em função de alterações nos níveis de tributo corporativo requeridos para se fazer frente aos requerimentos de recursos para a expansão de suas atividades no longo prazo, entre os quais se incluem os requerimentos de sua agenda de investimentos. Uma avaliação mais crítica sustentaria que a formação de preços em oligopólios não se vincula somente com, como predicado por Eichner, a formação de nova capacidade produtiva, mas, mais estreitamente, com o processo de acumulação de capital. No sistema fechado do autor, o nível de preços constitui a variável pela qual se regulam intertemporalmente os fluxos de receita, intermediados pela oposição entre os retornos prospectivos do investimento desta forma financiado e a queda do nível de receitas ao longo do tempo em função do ajuste de preços. Esta contrapartida negativa, vale ressaltar, não diz respeito somente à perda de mercado em função do efeito substituição, mas também ao principal limitador do poder de monopólio: a diminuição relativa das barreiras à entrada de novos competidores em função dos maiores preços absolutos praticados. (EICHNER, 1976, p. 56).

Mas uma vez suplantado o pressuposto de custos fixos e variáveis constantes, a finalidade de alterações nos níveis de preços para encaminhar novos níveis de geração interna de recursos se desimpede da relação estrita com a posição de longo prazo da empresa em relação a suas concorrentes. O aumento de receitas, pois, pode ter como destinação maiores dividendos aos acionistas, o cumprimento de obrigações financeiras passadas ou simplesmente a ampliação da liquidez de suas posições patrimoniais. O contraponto a este desimpedimento lógico, por sua vez, é o estabelecimento de uma linha divisória clara, no entendimento do autor, entre o que configura uma taxa de retorno razoável – ou *normal* – e ganhos oriundos do exercício de poder de mercado, obtidos na forma de tributo corporativo – e, portanto, *extraordinários*. A razoabilidade da taxa de retorno assim preconizada diz respeito à remuneração do capital investido na atividade produtiva e que mantém a atratividade da alocação de capital sob tal forma de riqueza. Mas trata-se de uma remuneração *incluída nos custos fixos* da atividade produtiva e que, portanto, não envolve o tributo corporativo, não advém do exercício de poder de formação de preços e, desse modo, permanece sob a condição de *normalidade*. Se, em última instância, torna-se necessária a captação no mercado de crédito ou a oferta primária no mercado de capitais para a provisão de recursos, isto significa um aumento dos custos fixos, na forma de juros ou de dividendos, que deverá ser coberto por um aumento nos preços. (EICHNER, 1976, p. 110-1; 114).

O sistema de Eichner, nesse sentido, acrescenta o motivo *finance* para demanda de moeda como parte constitutiva da função empresarial, mas o faz sob o signo da dependência entre poupança e investimento. Por isso, a contribuição de Minsky (1986) mostra-se uma revigoração substancial. O que Eichner chama de tributo corporativo representa, para Minsky, o veículo fundamental de validação dos preços de demanda dos ativos reprodutíveis, isto é, não constitui somente fonte dos recursos para o investimento produtivo, mas o espaço de precificação decisivo para que os preços de produção proporcionem as taxas de rentabilidade pretendidas.

Prices are also vehicles for recovering costs. (...). Firms try to build into their supply prices an excess of cash flows over operating costs so they can fulfill their outstanding financial contracts and sustain the value of their capital assets. This building takes the form of markups on technologically determined costs; a firm can control these markups to the extent that it has market power. These markups, if realized on enough output, enable a firm to validate its debts and the prices that were paid for its capital assets. The markups will also yield the cash that covers the business style of the firm, that is, that validate overhead and ancillary costs. (MINSKY, 1986, p. 158-9).

A tipificação proposta por Minsky, portanto, difere substancialmente da estabelecida por Eichner. Para Minsky, os custos de produção são constituídos somente pelos custos com mão de obra, determinados pelo estado da tecnologia contida nos bens de capital, e pelo montante pago a outros capitalistas por bens intermediários. Mas, além dos custos de *produção*, também são preconizados como custos *despesas gerais, acessórias e financeiras*, e é sobre este total de custos que é calculado o *markup* – ao mesmo tempo em que, diferentemente do modelo Eichner, são estas categorias de despesas que constituem o espaço de exercício de poder de mercado.

Minsky dispõe o conjunto de custos de uma atividade produtiva de maneira hierárquica, sobrepostos de acordo não com sua prioridade ou sua primazia, mas simplesmente com o nível de receitas requerido para a cobertura de cada patamar que, cada um ao seu modo, justifica a continuidade do empreendimento. A primeira camada de custos é constituída pelos custos diretos de produção: a remuneração do trabalho e os preços dos insumos adquiridos, ambos determinados direta ou indiretamente pelo nível de tecnologia. A segunda camada é constituída pelos custos administrativos, gerenciais e auxiliares, somente indiretamente relacionados com a atividade produtiva em si. A terceira camada diz respeito aos fluxos de rendimentos necessários para se fazer frente aos compromissos financeiros que deram origem e sustentação à atividade produtiva. Por último, a camada mais superior diz respeito aos fluxos

de rendimentos que finalmente validam os preços de demanda dos ativos de capital. Na tipologia de Minsky, receitas que alcancem os custos diretos e indiretos e os compromissos financeiros até validam as relações de dívida assumidas no passado, mas não realizam a taxa de rentabilidade esperada dos ativos e capital e, portanto, não confirmam seus preços presentes. Receitas operacionais que alcancem este patamar validam os investimentos passado enquanto decisões de alocação de riqueza, isto é, confirmam em seu preço de demanda presente o preço de oferta pago no momento de sua imobilização e, portanto, a taxa de rentabilidade esperada atribuída aos ativos de capital. (MINSKY, 1986, p. 177-9).

Mas por mais que seja possível, a partir deste conjunto de custos, designar um determinado preço unitário que dê vazão à rentabilidade pretendida, esta realização segue indeterminada porque permanece dependente do nível de demanda que constituirá a massa de receitas. A natureza especulativa das decisões de produção, por mais que mude de forma e de caráter, se preserva, assentada na inexorável indeterminação do nível de demanda sob o preço estabelecido.

(...) because the price levels must necessarily be set on the basis of expected sales volume – forecasts of which are subject to considerable errors due to fluctuations in aggregate demand – the possibility of *ex ante* and *ex post* savings diverging, at least within the oligopolistic sector, nevertheless, remains. (EICHNER, 1976, p. 7).

De qualquer forma, sob o ponto de vista da organização empresarial em si, os compromissos financeiros para com acionistas e credores e os fluxos de rendimentos que validam o valor presente de seus ativos de capital são ambos contemplados enquanto custos a serem cobertos pelas receitas. Seu preço de oferta, portanto, deve ser tal que tanto cubra esta constelação de custos quanto valide, em termos de eficiência marginal, as decisões de investimento e alocação de riqueza passadas. O *markup*, nesse sentido, diz respeito somente à margem adicionada por sobre este *conjunto de custos* diretos e indiretos – conceituação que ressignifica tanto a normalidade dos preços quanto o exercício de poder de mercado por parte de empresas oligoposlistas. Isto porque parte significativa destes custos indiretos é constituída pela sustentação de aparatos burocráticos de administração, por atividades de desenvolvimento de novos produtos e processos e por esforços de vendas – instâncias das quais nenhuma tem relação imediata com o nível de produção e a capacidade produtiva correntes. Os preços de oferta, portanto, não somente representam a estrutura de custos e a força competitiva dos diferentes capitais individuais, como sinalizam seu poder de comando sobre recursos presentes e futuros e, no limite, sobre a direção da reprodução material e da distribuição de seus

resultados. Dito de outra forma, os preços de oferta em mercados oligopolistas corporificam a ponte entre a acumulação passada e a acumulação futura, mas que é estruturada, é claro, pelos capitais com poder de comando sobre a produção no presente. (MINSKY, 1986, p. 174; 176).

Por *business style*, modelo de negócio, pois, Minsky (1986, p. 159) se refere justamente às estruturas superimpostas à capacidade produtiva, isto é, às atividades administrativas, gerenciais e jurídicas, ao setor *FIRE* – referente às atividades financeiras, seguradoras e imobiliárias – e aos departamentos de marketing e de esforços de vendas. Trata-se, no limite, de estamentos burocráticos corporativos impostos pela disputa concorrencial mas erigidos pelo próprio poder de mercado de seus capitais, e que encaminham as diferenciações de produto que os estabelecem e os perpetuam. Mas seus efeitos não se restringem à operacionalidade interna dos capitais individuais. Em primeiro lugar, é desta forma específica de corrida pela diferenciação que, dada a condição de normalidade do sistema de preços, advém a predisposição a pressões de alta sobre os preços de produção.

An increase in corporate advertising, executive payrolls, product research, and so forth will finance consumption demand without increasing the output per unit of labor technologically necessary for production; this will tend to raise prices. If competition among firms by means of sales, marketing, advertising, and research leads to wage and salary income derived from these functions increasing relatively to the wage and salary income derived from labor that is technologically determined, there will be upward pressures on prices. Consequently, an increasing dominance of markets by firms with market power due to and sustained by advertisement, product development, and sales efforts produces inflationary pressures. (MINSKY, 1986, p. 174).

Em segundo lugar, tal disposição, avolumada e rigidificada, das estruturas de custos impõe diferentes capacidades de ajustamento de curto prazo face a insuficiências de receitas e de demanda, em função, em última instância, de queda da demanda agregada. A reação convencional para insuficiências de demanda – a redução do nível de produção – impacta de imediato apenas os custos diretos de produção, *i.e.*, os custos variáveis: despesas com mão de obra e com aquisição de insumos intermediários. No curto prazo, de forma geral, os custos gerenciais, auxiliares e sobretudo financeiros estão preestabelecidos contratualmente. Quanto maior for a participação destes custos indiretos sobre o preço final, menor é o espaço de ajustamento face a quedas dos níveis de demanda e de receitas. (MINSKY, 1986, p. 185).

Fixed payment commitments increase the likelihood that a shortfall in demand will lead to gross profits falling below payment commitments. When this happens a firm will be stripped quickly of its liquidity and subject to a rapid escalation

of debt. Accordingly, situations conducive to financial stringency become more likely as financial and business-style costs increase relative to the technologically determined costs. Business failures are more likely to occur as capital-intensive production techniques, debt-financing of business positions, and business styles that lead to overhead and ancillary expenses become more prevalent in the economy. (MINSKY, 1986, p. 186).

A alternativa possível, por sua vez, a redução dos preços, com a intenção de se recapturar a demanda e sustentar algum nível de receitas, implica renúncias ainda maiores. Isto porque o estabelecimento de novas combinações entre preços e quantidades tanto compromete mais que proporcionalmente o valor presente de mercado dos bens de capital e, dessa forma, dos passivos das empresas, quanto deturpa o princípio que rege competição em um setor oligopolizado: a anatematização da competição via preços. Sob um ponto de vista agregado, ambos conduzem à desvalorização dos ativos e à destruição de riqueza. Por isso, o oligopólio e mesmo a competição monopolista são as estruturas de mercado às quais tende a competição em indústrias intensivas em capital. Dito de outra forma, o poder de mercado, a formação de preços e, em contrapartida, a prerrogativa de restrição à baixa dos preços face a quedas dos níveis de demanda constituem, grosso modo, pré-requisitos para a existência de uma economia capitalista avançada, isto é, pautada no uso de bens de capital caros e altamente especializados e em relações de endividamento em larga escala. (MINSKY, 1986, p. 178-9; 181; 187).

In an economy with an elaborate financial structure and complex expensive capital assets, a regime of private negatively sloped demand curves confronting output produced by capital-intensive production processes is necessary to attenuate the likelihood that competition will force prices down to marginal costs. *Forcing prices down to the labor costs of production is disastrous for normal functioning of the financial markets of a capitalist economy.* Strong, unregulated competition in the markets of products produced by capital-intensive processes is incompatible with the uncertainty attenuation required by financiers and bankers before they hazard substantial funds in the financing of such processes. (MINSKY, 1986, p. 190, grifos nossos).

A renúncia à baixa dos preços, em função da competição oligopolista via diferenciação do produto, ou mesmo sua impossibilidade, em função da incapacidade de redução dos custos indiretos e financeiros no curto prazo, de um lado, e o recurso à alta dos preços para a cobertura do espectro de custos por uma massa menor de produção realizada, de outro, têm como contrapartida a determinação de novas razões entre as taxas de lucro e o nível de atividade econômica. Uma vez consolidado um patamar considerável de poder de mercado

para o conjunto da economia, a alternativa entre a expansão da produção e da renda agregada e o aumento dos preços e das taxas unitárias de lucro se descortina, o que enfim explicita a capacidade de comando dos capitais centralizados sobre o nível de preços e o nível de emprego.

How profit margins are distributed among firms and how they enter particular prices are not determined solely by technology and consumer preferences; supply conditions reflect market power. As a result, relative prices are the result of how market power over price is exercised (...). (MINSKY, 1986, p. 183).

Sob uma perspectiva sistêmica, por sua vez, trata-se de um movimento que dá vazão e continuidade cumulativas ao processo de centralização de capital. A contrapartida da primazia de empresas oligopolistas é a constituição de uma competição intercapitalista em busca simultaneamente de diferenciação das taxas de rentabilidade individuais em relação à taxa média e de ao menos a preservação dinâmica das posições de mercado ao longo do tempo. O que garante a continuidade das taxas de rentabilidade dos blocos de capital individual para além da capacidade de comando sobre o desenvolvimento tecnológico é, em última instância, a capacidade de expansão em direção a outros setores.

The form which this competition takes is a contest to invest the funds obtained through the corporate levy in a manner that will best contribute to the firm's long-run growth. Those firms which lose out in this competition (...) will find themselves increasingly handicapped by their inability to command vital inputs such as capital funds and technical-managerial manpower. Even though these firms may survive in the sense of not being forced out of business, they are likely to find themselves caught in a process of cumulative decline (...) until finally they cease to be significant elements in the economy. To avoid this process (...) megacorps must continually seek out and take advantage of new investment opportunities. But this (...) should, by forcing a shift of resources from less to more rapidly expanding industries, lead to the equalization of the growth rate among all megacorps – or at least among all megacorps which still remain vibrant. (EICHNER, 1976, p. 120).

A síntese à qual, em agregação, estes movimentos se encaminham, em função do acicate do lucro e da pressão pela alocação da nova riqueza gerada nas formas mais eficazes e eficientes possíveis, é a elevação dos conglomerados globais à condição de força mais vital e dinâmica da reprodução capitalista. Mais especificamente, esta vitalidade é determinada pela habilidade inexpugnável de apropriação do tributo corporativo extraído dos setores já consolidados e de baixo potencial de novo crescimento para financiamento do investimento em setores com maior potencial de crescimento. Os capitais com poder de mercado, centralizados e propensos à diversificação constituem, nesse sentido, um mecanismo supraindustrial de

investimento, ou, dito de outra forma, o instrumento *par excellence* de cálculo e alocação ótima de recursos. (EICHNER, 1976, p. 112; 120; 122).

Mas a particularidade deste sistema de competição é que os graus de concentração e centralização atingidos por conglomerados empresariais lhes concedem a prerrogativa de consolidar sua posição relativa diante dos demais capitais concorrentes de acordo com o somatório de suas posições competitivas, e não com a performance individual de cada uma de suas ramificações e o sucesso, em quaisquer termos, de cada uma de suas incursões individuais.

The firm really cares little about the proportions in which profits are collected from the various markets. Rather, a firm is concerned that the markups on out-of-pocket costs for various outputs in various markets yield an acceptable total of profits. (MINSKY, 1986, p. 188).

Dito de outra forma, é sobre o todo constituído pelo bloco individual de capital centralizado que se medem sua posição patrimonial e seu valor presente. Ao mesmo tempo, enquanto a rentabilidade mínima exigida para a cobertura de seus compromissos financeiros e a continuidade do valor presente de seu ativo for menor que o máximo de lucros que a empresa é capaz de extrair por meio da máxima exploração de sua posição de mercado, então, segundo Minsky, este capital tem o privilégio de não depender ininterruptamente da exploração máxima de seu potencial de rentabilidade a curto prazo. Neste caso, apenas convenções ou situações particulares de atribuição de taxas de rentabilidade determinadas *a priori* para setores ou ativos de capital em específico balizam as políticas de formação de preços. Mas, de modo mais apropriado, a capitais nesta posição particular mas continuamente sujeitos ao dinamismo da competição intercapitalista, o imperativo é a contínua alocação ótima dos recursos extraídos de suas posições de mercado seja em canais que prolonguem e potencializem suas posições de longo prazo; seja na constituição de aparatos burocráticos que, à maneira de um estamento aristocrático intermediário, garantam prestígio e aprofundem ainda mais sua diferenciação do produto; seja, até mesmo, na descompressão, via aumento dos salários e melhora da distribuição de renda, dos mercados de trabalho que os orbitam. (MINSKY, 1986, p. 188; GRAEBER, 2018).

De qualquer forma, tais movimentos de otimização e maximização perpassam necessariamente pela intermediação entre a acumulação de recursos líquidos extraídos enquanto tributo corporativo de determinados setores e a sua alocação ótima nos setores de maior potencial de crescimento, rentabilidade ou capacidade dinâmica de desenvolvimento técnico – em suma, nas formas que melhor conduzam à perpetuação da primazia de determinado bloco de capital. Permanece indeterminada, portanto, a relação entre a capacidade de geração

de recursos e a capacidade de sua alocação eficiente, em qualquer medida, no sentido da expansão, ou ao menos da manutenção, de sua posição relativa na competição intercapitalista. Isto porque sua geração interna de recursos, via *mark-ups* sobre os custos, advém necessariamente da elasticidade-preço de sua demanda, em função da diferenciação de seu produto, das barreiras à entrada de novos concorrentes e de sua resiliência em relação a medidas anti-truste ou de defesa da concorrência. Advém, em suma, da pressão máxima de seu poder de mercado. Isto significa que, ao determinar seus preços de oferta e maximizar sua eficiência marginal, as empresas oligopolistas estabelecem também, enquanto agregação, o nível de oferta, o uso da capacidade instalada e, por fim, a eficiência produtiva e o próprio potencial de valorização de capital das economias nacionais. É nesse sentido que Minsky, inadvertidamente, corrobora com a caracterização de Eichner para o tributo corporativo:

(...) gross profit margins are equivalent to taxes, and like taxes they finance a use of resources by firms with market power that might be labelled inefficient. (MINSKY, 1986, p. 183).

A destinação do tributo corporativo, pois, pode ser tanto a pesquisa e o desenvolvimento de novos produtos, novos processos e novas tecnologias, que reduzam o tempo de trabalho e a dependência de matérias primas, sobretudo as não-renováveis, ou que incrementem a qualidade material de vida; quanto a extensão das atividades administrativas, publicitárias, especulativas e burocráticas com vistas a melhorar a posição competitiva da empresa e ampliar ainda mais suas margens de rentabilidade. Ou, ainda, a ampliação da retenção de riqueza sob formas líquidas para uma melhor gestão de passivos, a valorização das ações em função de expectativas de maiores fluxos de rendimentos e o aumento do pagamento de dividendos a acionistas e de bônus a executivos. É nesse sentido que, para Minsky, as margens de lucro do setor privado são, sob um ponto de vista convencional, análogas à arrecadação fiscal do setor público: fundamentadas em alguma concepção de eficiência, mas consubstanciadas em um encargo concreto aos preços de oferta e, portanto, ao poder de compra do restante da sociedade. Isto porque o principal, se não o único, componente dos contratos de oferta que é relativamente estável, em termos nominais, ao longo de um período de produção são os salários.

A excepcionalidade histórica do sistema de *preços normais*

Sob uma perspectiva sócio-histórica, o que caracterizou tal sistema de preços *normais* foi a prevalência de duas instâncias primeiras de estabilidade, também as duas

conquistas mais virtuosas da particular amarração socioeconômica premida pelas instituições do pós-guerra às sociedades capitalistas: o mercado de trabalho e o mercado de crédito. Em função da instituição de um amplo horizonte de garantias e da maior previsibilidade imputada aos níveis de custos e de demanda cultivados pela estabilidade do mercado de trabalho,

(...) o ponto de partida para a formação de preços era a taxa nominal de salários, fixada pelas regras de negociação coletiva, e mantida constante no período de produção, qualquer que fosse a estrutura do mercado de trabalho. A taxa nominal de salários relacionada com o produto por homem ocupado (medido em unidades monetárias de salário) exprimiria o preço dos fluxos de oferta agregada no período de produção. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 49).

Expectativas de alterações futuras nos salários nominais, pois, não alteram somente os preços *spot* futuros esperados para após a concretização da elevação salarial, como também os preços *spot* presentes. Por alterar o preço relativo de oferta para o período de produção seguinte, a programação de demanda, se possível, é antecipada, o que intensifica a demanda presente por nova produção aos preços *forward* correntes. Como a determinação dos preços *forward* se dá a partir dos preços *spot* esperados para a data de entrega, a continuidade desta relação dinâmica depende fundamentalmente da rigidez nominal dos preços de oferta e, portanto, sobremaneira, da rigidez nominal dos salários por entre os períodos de produção. (DAVIDSON, 1978, p. 97-9).

Já no que diz respeito ao mercado de crédito, sobretudo em termos internacionais, somente um arranjo monetário bastante específico é capaz de favorecer a sincronia, em um mesmo período de produção, entre os contratos de oferta e os contratos de dívida, isto é, entre o dinamismo, em termos de lógica e de temporalidade, dos componentes dos ativos e dos passivos dos capitais. Isto porque somente um padrão monetário estável, independentemente dos instrumentos utilizados para se alcançar tal condição, é capaz de proporcionar algum grau de salvaguarda em relação a perturbações externas e, desse modo, garantir preços internacionais também *normais*.

A virtuosidade dos nexos causais tanto lógicos quanto concretos proporcionados pela previsibilidade dos custos e dos preços para o período de produção e por um ordenamento social que permita a constituição de mercados de trabalho e de crédito sólidos e equânimes se manifesta, em última instância, na afluência e na estabilidade das sociedades capitalistas deste modo regidas. Por mais que flutuações nos mercados de bens e de dinheiro possam encaminhar resultados extraordinários – isto é, fora da normalidade – que inclusive exacerbem o caráter rentista-especulativo da circulação e da acumulação de riqueza, elas não afetam de forma

prolongada, muito menos duradoura, os preços de produção das mercadorias, as estruturas de custos e as rentabilidades normais projetadas aos capitais. Nestas condições normais de operação, “é o processo de produção que *comanda* o processo de valorização da propriedade capitalista.” (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 49-51, grifo nosso). Mesmo o motivo especulativo para a demanda de moeda e, portanto, indutor de uma parcela significativa da preferência pela liquidez, se governa pelos demais motivos, a saber, transação e precaução. Por fim, sequer o motivo *finance* é suficiente para alterar de forma duradoura as taxas de juros. Isto porque, dado o desenvolvimento dos sistemas bancários, o fundo rotativo de financiamento expande-se a si próprio conforme as decisões de investimento se concretizam enquanto dispêndio, momento no qual os fundos emprestados na forma de moeda bancária se recolocam em circulação sem nunca dela ter saído. Isto, é claro, desde que não haja reversões nas posturas dos bancos, individualmente ou enquanto classe, as quais resultem em restrições na oferta de crédito e na liquidez, tanto em termos domésticos quanto em divisas estrangeiras.

Em um tal sistema, mudanças nos prêmios de liquidez carregados por cada ativo se dão não em função de desequilíbrios entre o mercado de bens e o mercado financeiro, ou, ainda, de desequilíbrios entre as decisões de poupança e de investimento, “mas porque há incerteza sobre as perspectivas de longo prazo quanto à rentabilidade dos ativos fixos.” Por isso, as taxas de juros de curto prazo somente oscilam em torno da taxa de juros de longo prazo, a qual, por sua vez, só tende a se alterar diante de razões extraordinárias que conduzam a uma elevação global do prêmio de liquidez – e, desse modo, ao estabelecimento de um novo patamar de *normalidade*. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 51).

Um aumento brusco da preferência pela liquidez e do caráter especulativo-rentista da riqueza capitalista só poderia ocorrer depois da derrubada da eficácia marginal do capital na reversão de um ciclo expansivo. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 51).

Esta amarração específica dos componentes do ordenamento econômico, assim como seus efeitos estabilizadores sobre o nível e o movimento dos preços, encontra correspondência histórica, ao menos no que diz respeito aos países centrais Ocidentais, nos trinta anos que seguiram a Segunda Guerra Mundial. A normalidade incutida nesta lógica de determinação de preços é indissociável do contexto estabelecido pela permanência do modo de regulação fordista e do sistema monetário internacional de Bretton Woods. O fim destes dois arranjos socioeconômicos, epitomado na dissolução definitiva do lastro material ao dinheiro de curso internacional e na institucionalização da livre flutuação cambial, reintroduziu o movimento anárquico dos preços internacionais e tornou insustentáveis as possibilidades de

equacionamento estável dos preços de oferta e, dessa forma, de formação de *preços normais* reivindicada pelo modelo keynesiano e mesmo pelo sistema estático de Eichner.

Por conduzir à flutuação cambial e, portanto, à ausência de paridades de poder de compra estáveis entre as moedas nacionais, a ruptura do padrão monetário internacional faz *desaparecer a possibilidade de preços constantes mesmo durante um mesmo período de produção*. Isto porque este processo revela o quanto os mercados à vista de mercadorias e de dinheiro são fundamentalmente interdependentes.

É somente por um artifício contratual que se delimita uma separação estrita entre os preços constantes e os preços variáveis – *fix-prices* e *flex-prices*. Nos mercados à vista, preços variáveis são aqueles que flutuam junto com a demanda, enquanto os preços fixos, estipulados em contrato, só se alterarão na próxima rodada de estabelecimento de contratos, isto é, no próximo período de produção – e isto somente se a oferta for rígida a ponto de não atender às variações no nível da demanda. Mas somente sob condições bastante específicas é possível esta relativa independência às circulações reais e financeiras, isto é, seus movimentos de oferta e demanda permanecem restritos ao caráter de compensatórios justamente enquanto sejam mantidos estáveis os preços de oferta de longo prazo. O que garantia tais condições era justamente a existência de um padrão monetário internacional estável, que proporcionava taxas de juros e de câmbio estáveis no longo prazo e que, por isso, permitia a operacionalização de um sistema de preços de produção fixos no curto prazo para as economias nacionais. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 52).

Com a ruptura do padrão internacional, a hipótese de *fix-prices* não se mantém para nenhum mercado. O modelo de economia fechada não tem mais validade e os mercados internos em economias abertas – operando com taxas flutuantes de câmbio – deixam de respeitar as hipóteses de estabilidade do modelo keynesiano. O movimento das reservas internacionais deixa de desempenhar um papel estabilizador dos fluxos nominais da renda nacional, no ajuste monetário de balanço de pagamentos. *Os mercados de estoques – em particular os mercados financeiros – não podem mais ser considerados exógenos ao sistema de produção* e, portanto, a hipótese da estabilidade dos contratos de oferta e dos contratos de dívida, no período de produção, não se sustenta. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 52, grifo nosso).

Inaugurada então de forma definitiva, isto é, enquanto parte constitutiva do novo padrão monetário internacional, a livre flutuação das taxas de câmbio traz consigo a intensificação das flutuações das taxas de juros nos mercados de crédito internacionais. Resultado concreto da consecução desta transformação é que deixa de ser possível atribuir qualquer estabilidade aos contratos de dívida. Diante, por sua vez, das simultâneas

instabilidades monetária e cambial, bem como da certeza da inconstância dos poderes de compra internacional e ao longo do tempo das moedas nacionais, deixa de ser possível atribuir continuidade aos contratos de produção e de endividamento internacionais. Não somente as relações de troca e os preços relativos, como os próprios preços de produção em absoluto se tornam descontínuos e instáveis.

(...) tanto o preço dos estoques como o valor dos ativos e passivos passam a flutuar descontroladamente durante o período de produção, tornando incerto o horizonte de cálculo capitalista. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 52-3).

Face à radical institucionalização da volatilidade dos preços em todas as instâncias e mercados e, conseqüentemente, ao incremento absoluto da incerteza subjacente à tomada de decisão capitalista, a reação verificada é a consubstanciação de um excesso cauteloso – e ao mesmo tempo socialmente violento – na determinação dos preços de oferta planejados pelos produtores, como tentativa de antecipação a quaisquer eventuais modificações nos preços relativos, perdas de oportunidade e desvalorizações de ativos. O resultado agregado da estruturação deste novo contexto, esvaziado de lastros estabilizadores de qualquer natureza,

(...) faz com que o preço de oferta global deixe de cumprir as condições de “normalidade” dos preços de produção numa empresa capitalista. Vale dizer, *a margem de lucro deixa de ser um mark-up estável sobre os custos primários, já que uma margem fixa não é mais garantia de uma taxa normal de rentabilidade bruta sobre o capital empregado na produção.* (...) a margem desejada de lucro, ao invés de representar um *mark-up* estável sobre os custos primários, passa a ser uma margem incerta de cálculo. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 53, grifos nossos).

Os maiores graus de volatilidade e de incerteza postos aos custos de uso dos estoques de riqueza e às taxas de atualização das dívidas passadas transformam radicalmente mesmo os preços constantes de curto prazo para um mesmo período de produção em preços flexíveis. Nesse sentido, desaparece por completo a verossimilidade de modelos *fix-prices* para a formação dos preços e a determinação das taxas de lucro. Mas trata-se de uma flexibilidade imposta à formação de preços que se manifesta prevalentemente *para cima*. O imperativo de altas sistemáticas nas margens de lucro e dos preços nominais não se trata de uma contrapartida da rigidez dos salários, reais ou nominais, à baixa, nem de uma resposta defensiva ou mesmo retaliatória a mecanismos de reajuste monetário dos salários, mas advém, em primeiro lugar, da natureza descentralizada, dessincronizada e não-instantânea das decisões capitalistas de remarcação de preços. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 53).

O problema da flexibilidade “para cima” das margens desejadas de lucro e dos preços nominais decorre de que os ajustes de preços de produção não são instantâneos. Os preços continuam *forward*, sendo *determinados pelas expectativas quanto às condições de oferta, em cada novo período de produção*. Os valores dos contratos de oferta e de dívida continuam como guia do preço esperado, mas têm de ser *permanentemente reavaliados*. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 53, grifos nossos).

A instabilidade introduzida mesmo às expectativas de curto prazo torna as expectativas de longo prazo, face à flutuação cambial e dos preços de produção, ainda mais impalpáveis, desprendidas em absoluto dos custos de uso dos capitais. O próprio custo de uso, por sua vez, torna-se incalculável, visto que tanto a curva de juros quanto o valor presente dos capitais, sem lastros de qualquer natureza, tornam-se incomensuráveis, sobretudo porque endogenamente determinados e, em última instância, fictícios. Os salários nominais, por fim, mesmo em âmbito doméstico, deixam de ser estáveis porque desaparece qualquer relação estável de referência com a unidade de conta internacional.

Sob este contexto de instabilidade absoluta, as expectativas de curto prazo deixam de ter a natureza das expectativas caracterizadas por Keynes, isto é, com referência sobremaneira ao horizonte de flutuações na demanda efetiva. Sob o paradigma de *fix-prices* no curto prazo, variações nas expectativas conduzem a correções nos níveis de oferta via ajustamento ora nos níveis de estoques, ora na elasticidade da produção – ou seja, via decisões de produção e, portanto, via nível de eficiência produtiva e mesmo de atividade econômica. A subversão deste modelo, por sua vez, impõe a premência de uma nova natureza de formação de expectativas, bem como, de modo mais significativo, em função do incremento de imprevisibilidade das condições de oferta, de cálculo para formação de preços. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 53-4).

Diferentemente das incertezas referentes à demanda, a flutuação de curto prazo dos juros, do câmbio e dos preços das matérias primas e insumos – em suma, a indeterminação de todos os custos fundamentais – é impossível de ser corrigida, constituindo “um verdadeiro choque de oferta”, na acepção mais literal do conceito. Em consequência, a trajetória de longo prazo de qualquer preço se torna impossível de prever, de projetar e mesmo de intuir. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 54).

Os preços deixam de ser “normais” porque o cálculo dos preços de produção de longo prazo envolve, agora, custos de uso (oportunidade) do dinheiro e das matérias-primas estratégicas (sobretudo minerais) inteiramente “anormais”. Anormais não apenas porque sejam altos o juro e o preço do petróleo, mas *porque*

flutuam inesperada e acentuadamente a curto prazo e o seu custo de uso de longo prazo tende a ser revisto abrupta e arbitrariamente. (...) O “equilíbrio de longo prazo” é uma vã utopia e os desequilíbrios de curto prazo não se resolvem apenas por ajustes de quantidades, mas também de preços para cima. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 54, grifo nosso).

Ajustes quantitativos nos estoques e no nível de produção deixam de ser suficientes para administrar os desequilíbrios de curto prazo, situação de incerteza radical que passa a premir também por ajustes nos níveis de preços para a garantia das rentabilidades esperadas. Nesse sentido, a frágil ligação entre presente e futuro consubstanciada no dinheiro torna-se ainda mais frágil. Isto porque os componentes da equação de preços conquistam relativa autonomia face às condições de realização de lucros na produção e definitivamente consolidam como princípio a característica fundamental e mesmo originária da valorização de riqueza capitalista: seu caráter eminentemente especulativo. Sem encontrar ao mesmo tempo sustentação e repouso em mercadorias ou ativos em particular, em função, em última instância, da desestruturação do regime monetário de Bretton Woods e da estabilidade cambial, a natureza rentista da valorização do capital finalmente alça prevalência e soberania *explícitas*. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 54-5).

Mesmo que referidos a uma unidade de conta comum, os componentes da equação de preços alçam a mesma autonomia manifesta pela relação monetária fiduciária: aliados de uma âncora, material ou lógica, de referência, encontram-se nominalmente libertos de qualquer padrão quantitativo. Concretamente, esta autonomia se manifesta na incorporação de significativas margens especulativas, arbitrárias ou de segurança, aos custos e, portanto, à determinação dos preços de produção. Isto significa que a formação de preços conquista um patamar significativo de autorreferenciação – o que, vale ressaltar, exerce pressões tanto sobre a determinação dos fluxos de oferta quanto, mais significativamente, sobre a precificação dos estoques de capital. O resultado último da flutuação sistemática das taxas de câmbio, das taxas de juros e, portanto, das margens relativas lucro esperadas, nesse sentido, é a autonomização, em termos absolutos, dos elementos determinantes da valorização do capital. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 55).

E assim como a valorização da riqueza torna-se uma incessante “fuga para a frente”, em termos de deslocamento da capitalização a valor presente dos fluxos esperados a partir de preços de venda referidos a futuros cada vez mais longínquos, o que altera a vazão e mesmo a lógica das operações dos mercados monetários, também a preferência pela liquidez deixa de operar na forma preconizada por Keynes.

A taxa de juros calculada no mercado monetário passa a embutir um *spread* de risco que exprime a incerteza crescente em relação aos contratos futuros de câmbio e em relação à liquidação de contratos passados. As desvalorizações sucessivas das várias moedas nacionais e a inexistência de um padrão monetário estável provocam a desapareição da função do dinheiro como reserva de valor, liquidam a própria noção de mercado de capitais de longo prazo e de uma taxa de juros de equilíbrio ou normal. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 56-7).

Isto porque as taxas de juros deixam de representar somente o prêmio pela renúncia à liquidez, mas consubstanciam cada vez mais também um prêmio sobre o risco de desvalorização da riqueza passada, imposto pela preponderância, agora cumulativa, dos estoques de riqueza velha sobre a circulação e a geração de riqueza nova. Face à sempre presente possibilidade de defesa individual do valor da riqueza financeira na forma, por exemplo, da contratação de taxas de juros variáveis ou indexadas a indicadores de diferentes naturezas, ou mesmo do simples encurtamento dos prazos dos contratos de dívida, o que força sua repactuação periódica a novas taxas, as altas dos preços presentes e as inconstantes revisões especulativas dos preços futuros, sejam consideradas de forma específica, sejam generalizadas enquanto processos inflacionários, deixam de cumprir seu papel histórico de desvalorizadoras da riqueza velha. (TAVARES; BELLUZZO, 1964, p. 53;55).

A revalorização permanente desta riqueza passada, através da renovação frequente da dívida, com repactuação de taxas, impede que a inflação cumpra o seu papel histórico de desvalorizar o dinheiro financeiro e, simultaneamente, reduzir o valor real da riqueza passada. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 57).

Mais grave, porém, que a restrição de liquidez e os altos níveis de taxas de juros – saída aventada pelas formas financeiras de riqueza à competição intercapitalista – é a amplificação da incerteza e do risco em torno das decisões de produção e investimento, manifestos na sempre presente possibilidade de descasamento temporal entre ativos e passivos, cada um com seu ritmo de maturação, em função da frequência e da intensidade das flutuações das taxas de juros.

O encurtamento do horizonte de cálculo do valor da riqueza capitalista, expresso nas flutuações da taxa de juros, não só eleva o *custo de uso* de todos os ativos produzidos, mas, em particular, torna impraticável o cálculo do preço de oferta dos novos bens de capital, vale dizer, torna impossível o cálculo da eficácia marginal do capital. Como a incerteza em relação ao futuro torna-se absoluta, agrava-se o caráter especulativo e “financeiro” da riqueza. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 57, grifo no original).

Uma alta nas taxas de juros, por exemplo, amplia a necessidade de geração de receitas para a cobertura de compromissos financeiros passados e, dessa forma, estreita o intervalo de relações entre preço e demanda que satisfazem este requerimento de receita adicional. Para que a rentabilidade previamente estipulada possa ser mantida, os preços deverão ser elevados. Em contrapartida, se os contratos de fornecimento já foram firmados – no caso, ao preço *forward* passado –, a receita somente poderá ser ampliada no período seguinte. Um tal movimento dos custos financeiros, a depender de sua intensidade, pode muito rapidamente conduzir uma atividade satisfatoriamente rentável a um nível de rentabilidade insuficiente ou mesmo à condição de insolvência. (MINSKY, 1986, p. 180).

The *financial* effect of a current shortfall in profit raises the future prices and outputs needed to validate the firm's capital assets, liability structure and business style. (...). Today's shortfalls make it more difficult to achieve validating cash flows in the future. Instead of a disappointment of expectations setting up forces that correct the disappointment, the financial consequences of a shortfall of profits make the achievement in the future of results that validate the cost structure more difficult. (MINSKY, 1986, p. 185).

Tal efeito, contudo, em função de sua natureza intertemporal, se dá tanto na relação do passado com o presente quanto na relação do presente com o futuro. Uma queda na rentabilidade presente significa tanto um aumento da dificuldade de cumprimento das obrigações financeiras passadas quanto exige a contratação de nova dívida para continuidade dos fluxos de pagamentos previamente contratados. Isto significa o aumento das obrigações financeiras a serem cobertas no futuro.

No que diz respeito, por sua vez, ao descasamento entre moedas nacionais, em função da flutuação cambial, a elevação dos custos é instantânea, mas o subsequente ajuste dos preços de produção não somente se dá em outro ritmo como é unidirecional. Diante de uma desvalorização cambial, sobem os preços dos bens, assim como sobe também a rentabilidade relativa das exportações *vis-à-vis* o mercado doméstico. Esta série de impactos sobre os preços de produção, a depender da concentração de poder de mercado dos capitais, acomete, em última instância, o poder de compra dos salários, restritos à denominação em moeda doméstica.

(...) os preços domésticos tendem a subir continuamente nos países cuja moeda está se depreciando. Mas não tendem a baixar em termos absolutos naqueles em que a moeda está se apreciando, dada a dinâmica distinta entre mercados de bens e mercados de estoques. Os mercados internos industriais (*forward*) se ajustam lentamente, com base nos contratos de oferta e nos contratos de dívida estabelecidos na relação câmbio/juros anterior. Já os mercados de matérias-primas são mercados

spot de ajuste instantâneo, mas especulativos e internacionalizados, que só reagem para baixo ante uma recessão mundial generalizada. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 62-3).

Assim como, portanto, alterações no ritmo do movimento intertemporal do dinheiro – as taxas de juros – impedem a perda de valor da riqueza velha, alterações nos patamares das relações entre as distintas denominações nacionais de dinheiro – as taxas de câmbio – impedem a perda de valor da riqueza denominada em moedas conversíveis, no topo da hierarquia monetária. As constantes desvalorizações das moedas nacionais periféricas, por sua vez, com vistas a sustentar a competitividade das exportações e vencer o estrangulamento externo, impedem que dívidas em moeda conversível se desvalorizem, assim como recorrentemente reimpulsionam a inflação. Em primeiro lugar, em função dos preços dos bens importados, que, conforme comparam de forma significativa as cadeias de produção e as estruturas de custo domésticas de mercados oligopolizados, pressionam para cima os demais preços por múltiplas vias. Em segundo lugar, em função da rentabilidade em moeda doméstica das exportações, por que, no que tange a setores oligopolizados e formadores de preços, alterações nos diferenciais de rentabilidade entre a venda doméstica e a exportação pressionam os preços domésticos para cima em direção ao equilíbrio de oportunidades e, nesse sentido, minam o ímpeto inicial da desvalorização.

A oscilação do nível de paridade das taxas de juros reais – ou seja, em termos tanto temporais quanto internacionais –, portanto, tem consequências concretas sobre o processo de formação de preços e para a aceleração das expectativas inflacionárias. Não se tratam simplesmente dos efeitos dos juros enquanto custos, na forma do encargo financeiro portado pelos passivos dos capitais, mas do efeito das taxas de juros na precificação dos estoques e dos horizontes de rentabilidade dos ativos. A taxa de juros constitui, sobremaneira, o ponto de encontro dos movimentos da riqueza ao longo do tempo: tanto da preservação do valor da riqueza velha quanto da antecipação da rentabilidade futura, ambos movimentos os quais, simultaneamente e a cada instante, se defrontam e se enfrentam no tempo presente. (TAVARES; BELLUZZO, 1984, p. 68-70).

Dito de outra forma, a taxa de juros, que representa o movimento do preço monetário de um ativo, ou seja, de uma promessa de pagamento negociável, ao longo do tempo, não é determinada pelas condições marginais de oferta e demanda de novos empréstimos. Pelo contrário, é o *cronograma de oferta e demanda* de novos empréstimos, ou seja, o conjunto de decisões e de expectativas de alocação de riqueza que é *determinado pela taxa de juros monetária*, definida coletiva, arbitrária e competitivamente pelos proprietários de riqueza face

às relações de endividamento – e, portanto, de rentabilidade – já existentes. A competição tanto pela determinação da taxa de rentabilidade quanto pela apropriação da riqueza dessa forma criada constitui, dinamicamente, as condições para que o valor presente das dívidas velhas e a taxa de juros de novos empréstimos tendam à equivalência. (TOWNSHEND, 1937, p. 157-8).

Como ativos reprodutíveis, por sua vez, podem ser compreendidos também como simplesmente direitos a rentabilidade futura, à maneira dos ativos financeiros, então aos primeiros pode-se atribuir a mesma natureza de avaliação e de precificação que os últimos, independentemente das diferenças no diz respeito às suas propriedades essenciais. Ativos reais, pois, somente corporificam determinado valor presente porque carregam direitos a riqueza ao longo do tempo, isto é, corporificam valor futuro, determinado especulativamente. A primazia da relação monetária sobre todas as demais relações econômicas, contudo, permanece, de modo que alterações no prêmio de liquidez atribuído às formas monetárias de alocação de riqueza, por mais que endógenas, autorreferenciais e arbitrárias, têm impactos imediatos sobre as decisões individuais de alocação de riqueza e entre a retenção e o exercício de poder de compra – em suma, sobre o sistema de preços. (TOWNSHEND, 1937, p. 159-61).

A igualdade entre preço e custo marginal, nesse sentido, definitivamente não pode ser fruto das estruturas de mercado e de suas condições internas de ajuste, especialmente as da concorrência perfeita, mas sim da incessante reavaliação dos preços monetários de produção e, desse modo, do valor presente dos ativos reprodutíveis já existentes. O fluxo de reprodução dos bens de capital de fato exerce influência significativa, visto que afeta os valores presentes dos bens de capital já existentes e, assim, interfere o equilíbrio frágil entre a riqueza velha e a riqueza nova. Isto porque tanto os preços de produção que orbitam a riqueza reprodutível já existente quanto os preços de oferta e de demanda de novos bens de capital – em suma, o nível de preços como um todo – têm como principal função conduzir à maximização das taxas de rentabilidade das diferentes alternativas de alocação de riqueza. Mas, sob a perspectiva da formação dos portfólios dos agentes proprietários de riqueza e com extensivo poder de mercado sobre os setores em que atuam, o componente decisivo da formação dos preços de produção é o contínuo impulso de diferenciação das taxas de retorno individuais dos capitais alocados. A derradeira função da formação de preços, portanto, é sustentar ao longo do tempo o patrimônio dos detentores de riqueza, sobretudo de ativos reprodutíveis – proposição para a qual o grau de monopólio mostra-se um diferencial determinante. (TOWNSHEND, 1937, p. 165; 168; KREGEL, 1987, p. 529; FERREIRA, 2003, p. 100-1).

Conclusões

O processo de financeirização dos preços, mais que corresponder a uma fase subsequente de desenvolvimento das relações capitalistas, representa um aprofundamento e uma explicitação da característica mais fundamental da produção capitalista, o seu caráter fundamentalmente especulativo, já manifesto, sob sua forma mais simples, na contradição entre o valor e o valor de uso das mercadorias de produtores independentes. A incorporação do risco de flutuação não somente dos custos variáveis, mas dos custos fixos diretos e indiretos de produção, dentro dos quais se incluem os custos financeiros e os *mark-ups* que conformam o tributo corporativo, na formação dos preços de venda em mercados oligopolistas com vistas a garantir ao menos a continuidade das taxas de rentabilidade ao longo do tempo constitui não um desdobramento das relações de produção capitalistas, mas a institucionalização de mecanismos de defesa diante do caráter eminentemente especulativo da atividade produtiva capitalista, restritos, contudo, a capitais com poder de mercado.

Diante desse desdobramento, ao mesmo tempo uma complexificação e um aprofundamento em direção ao centro do que a valorização de capital é em sua origem, a tomada de decisão de alocação de riqueza, sob seu próprio ponto de vista microeconômico particular, revela sob formas desenvolvidas sua fundamentação, em última instância, nas relações de poder – de compra, de comando e de preservação de riqueza – que as relações monetárias portam. Na contramão da relação de determinação basilar das interpretações ortodoxas, são as decisões microeconômicas que decorrem de macrofundamentos. A sustentação última das decisões de alocação de riqueza, pois, são as relações sociais que estruturam as economias monetárias capitalistas, consubstanciadas no sistema de preços.

Como, contudo, a taxa monetária de juros estabelece o limite mínimo das demais taxas de retorno, a preferência pela liquidez segue como condutora fundamental dos movimentos dos preços em economias oligopolizadas, agora sujeitos também à flutuação das taxas de juros e das taxas de câmbio. Por isso, o principal indutor das constantes reavaliações dos preços de produção no curto prazo é a incessante flutuação do estado de expectativas, manifesta em última instância no prêmio de liquidez atribuído às formas monetárias de riqueza expostas à valorização e à desvalorização em seus movimentos ao longo tanto do tempo quanto do espaço e que, por isso, constitui uma forma desdobrada, intertemporal e supranacional de taxa monetária de juros. Nesta economia monetária intertemporal e supranacional de produção, a inconstância do estado de expectativas e, portanto, a incerteza fundamental, seguem como características centrais, assim como a primazia, por um lado, do caráter privado das decisões

de alocação de riqueza e, portanto, da preferência pela liquidez, e, por outro, do caráter centralizado do controle sobre o desenvolvimento técnico e institucional.

Ao mesmo tempo, esta centralização de poder de comando tanto sobre os movimentos da riqueza quanto sobre seus espaços de valorização constitui canais desenvolvidos de interferência das relações de produção e acumulação passadas por sobre a reprodução capitalista no presente. O perene estado de guerra de todos contra todos segue recolocado, no melhor dos casos, na forma de competição pela primazia na condução da transformação qualitativa da natureza, das fontes e da valorização da riqueza capitalista. Mas o processo de financeirização dos preços, ao tornar possível a continuidade das expectativas de rentabilidade das decisões de alocação de riqueza passadas e, nesse sentido, ao menos a preservação de seu valor por extensões maiores de tempo, institui canais adicionais, compreendidos no próprio sistema de preços e consubstanciados na incessante reavaliação dos valores presentes dos bens de capital, de controle da riqueza velha por sobre a criação de riqueza nova. Constitui, portanto, mais que um simples prolongamento do velho sobre o novo, uma dimensão desenvolvida de poder de comando, proporcionado pela propriedade de riqueza, em relação à reprodução material no presente e no futuro. Em contrapartida, torna premente o desenho de novos canais de formação de expectativas, de cálculo para a formação de preços e para a formação de posições no presente em relação às expectativas futuras. Isto é, torna premente o aprofundamento da transformação qualitativa do padrão sistêmico de riqueza capitalista: torna premente o aprofundamento do próprio movimento de financeirização.

4. A circulação derivativa e a autonomização do capital

You are an old man who thinks in terms of nations and peoples. There are no nations. There are no peoples. (...) There is only one holistic system of systems. One vast and immane, interwoven, interactive, multi-variant, multi-national dominion of dollars (...). It is the international system of currency which determines the totality of life on this planet. That is the structure of the world today. That is the atomic, and sub-atomic, and galactic structure of things today. (...) There is no America. There is no democracy. There is only I.B.M. and I.T.T. and A.T.&T and Dupont, Dow, Union Carbide and Exxon. Those are the nations of the world today. (...) We no longer live in a world of nations and ideologies, Mr. Beale. The world is a college of corporations, all inexorably determined by the immutable by-laws of business. The world is a business, Mr. Beale (...).

A. Jensen para H. Beale,
Network,
S. A. Chayefsky, 1976.

One of the great things about money it that it buys a lot of things, one of which is the luxury to disregard what baseball likes, doesn't like, what baseball thinks, doesn't think. (...) You won the exact same number that the Yankees won, but the Yankees spent 1.4 million per win, and you paid 260 thousand. (...) This is threatening not just a way of doing business, but, in their minds, it's threatening the game. Really, what it's threatening is their livelihood, their jobs. It's threatening the way that they do things. Every time that happens, whether it's a government, a way of doing business, whatever it is, the people who are holding the reins, that have their hands on the switch, they go batshit crazy. I mean, anybody who's not tearing their team down right now and rebuilding it using your model, they're dinosaurs.

J. W. Henry para W. Beane,
Moneyball,
A. Sorkin; S. Zaillian, 2011.

Introdução

Das inconstantes flutuações das taxas de câmbio, das súbitas oscilações nos preços das mercadorias e dos ativos e da aparente impotência dos governos em influir sobre as direções das economias nacionais emerge a sensação de que uma força anônima ronda as sociedades democráticas ocidentais, sobretudo as periféricas; uma força que erode as relações estabelecidas entre economia, sociedade e Estado. Seu impacto mais significativo, nos termos da perspectiva aqui adotada, é sobre a estabilidade social que vigeu ao longo de parte do século XX, a qual, como na narrativa que fundamenta a civilização ocidental, vinculava a riqueza ao trabalho, o

valor à virtude e os produtos aos seus locais de produção. A ruptura destes vínculos tanto amplifica os graus de insegurança e incerteza sobre a reprodução da vida material quanto concede força e ímpeto à nostalgia e ao saudosismo pela perícia do trabalho manual medieval e por regimes de regulação passados, não necessariamente pelo que se tome como seu caráter, mas, ao menos, pela impressão de certeza, estabilidade e fixidez que traziam sobre os rumos da vida cotidiana. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 1-2; TOPOROWSKI, 2009, p. 153).

Esta volatilidade, ao mesmo tempo uma ameaça e um vetor de transformação, é, acima de tudo, eminentemente instrumentalizável. A emergência desta impressão de descontrole, pois, é contemporânea aos desenvolvimentos financeiros, institucionais e políticos do último quarto do século XX, em que se ensejou uma extraordinária reestruturação do sistema econômico capitalista. Como será visto, ambos os movimentos são indissociáveis. Na interpretação de Bryan e Rafferty (2006a), dizem respeito ao estabelecimento de um sistema de regulação distintivamente próprio à lógica de acumulação capitalista e fundado transparentemente nos movimentos dos mercados, sobretudo os financeiros.

Com a globalização produtiva e a mundialização financeira, sobrevém o imperativo de novas formas de inserção nas cadeias globais de produção por parte dos Estados nacionais, e, com a dominância das finanças na organização da sociedade, são as relações entre 1) a *valorização financeira*, 2) as formas contemporâneas de *risco* e 3) os instrumentos desenvolvidos para seu gerenciamento, nomeadamente, os *contratos derivativos*, que passam a reger os fluxos de renda e riqueza – contexto que, na abordagem antropológica de LiPuma e Lee (2004), se caracteriza pela ascensão de uma *cultura da circulação financeira*.

Estas relações derivativas de circulação, em primeiro lugar, para além de sua imaterialidade e sua intangibilidade, sequer constituem um objeto identificável. Operações *offshore* que negociam instrumentos financeiros sintéticos no ciberespaço de acordo com estratégias secretas de *proprietary trading*, isto é, mais com capital próprio que com de terceiros, não são tão palpáveis, sequer visíveis, quanto as posições de um país ou de uma corporação, com diferenças fundamentais inclusive em relação às possibilidades de oposição e enfrentamento.

Because derivatives operate at a meta-economic level, being compressed relations about the relations of capital, they do not appear to be part of the financialization of everyday life in the way that portfolio-managed pension funds do. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 105-6).

Ademais, sua existência abstrata, porque constituída de monetizações derivadas de relações capitalistas monetizadas, opera segundo lógicas e temporalidades que não condizem

com a realidade espacial e temporal da produção material e da reprodução humana. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 2;85).

(...) these markets appear to exist only at the level of praxis. In their basic design or configuration, they create a trading platform that has little to do with exchange-base markets, including those that have historically defined and housed futures trading. The Over-the-Counter Market is structurally not a market at all, but *an ensemble of self-replicating, overlapping and interpenetrating computerized trading networks*. The overarching structure of these connective networks is not visible from any point in the system, each agent necessarily acting upon only a core set of generative schemes made of trading strategies and statistical models. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 94, grifo nosso).

Em segundo lugar, o poder econômico e o alcance global da circulação derivativa são ímpares. Tornada possível pelo desenvolvimento tecnológico, mas sobretudo impulsionada por uma gama particular de necessidades impostas pela movimentação global do capital, a difusão dos contratos derivativos desatrela as taxas de câmbio, as taxas de juros e mesmo os níveis de preços de qualquer nexos imediatamente identificável com as condições e as relações de produção das economias nacionais. Sua operacionalidade, pois, não visa somente administrar as flutuações de curto prazo nos níveis de preços, mas auferir ganhos especulativos com a magnitude destas flutuações, inclusive com sua amplificação. Os ganhos especulativos não advêm simplesmente da arbitragem sobre irregularidades no sistema de preços ou da aposta na deterioração da posição da contraparte na negociação – de qualquer modo, a compra na baixa e a venda na alta –, mas da possibilidade de se extraírem ganhos marginais sobre todas as direções de volatilidade, sobre qualquer desvio dos preços em relação aos seus níveis esperados, característica que propulsiona a especulação financeira sobretudo nos momentos de aumento de incerteza e de instabilidade e de ruptura dos mercados. Por seus efeitos sobre os preços, especialmente o preço do dinheiro, por sua vez, os movimentos dos mercados derivativos se infiltram sobre as economias reais. Ao mesmo tempo, portanto, em que o funcionamento dos mercados derivativos oferece canais de proteção e de especulação a seus participantes, sua contrapartida é o aumento da instabilidade inclusive para os agentes não envolvidos neste universo de transações. Posta a incerteza sobre os preços futuros das mercadorias e dos ativos, dos juros e do câmbio manifesta em horizontes temporais cada vez mais curtos, impõem-se dificuldades adicionais para a sincronização dos intervalos de produção com os prazos de financiamento, bem como para a realização dos lucros. Levada ao paroxismo, este grau amplificado de incerteza pode significar que os resultados das atividades produtivas e a própria

acumulação de riqueza deixaram de depender diretamente da eficiência da produção e do nível de demanda efetiva. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 2-5;37; MARTIN, 2009, p. 111-2).

Em terceiro lugar, estas transformações têm impacto sobre o próprio campo do conhecimento abarcado pelas ciências econômicas modernas. O poder analítico e explicativo de seu ferramental, desenvolvido sobremaneira ao longo do século XX, é adequado ao contexto historicamente bastante particular de *sistemas produtivos capitalistas nacionais*, universo que, grosso modo, não mais condiz estritamente com a realidade dos movimentos e da valorização do capital.

(...) until the crisis of the 1970s metropolitan states set the global standard by delineating the economy in terms of national production. So powerful and important is the ideology connecting sovereignty to output that economic reporting, even in the face of ever-increasing connectivity, *continues to employ the distinctions between imported and domestic goods and between foreign and domestic capital*, thereby *bracketing* the implication of existing circulatory structures (such as the outsourcing of productive inputs, global financing, and transnational companies). (LiPUMA; LEE, 2004, p. 97, grifos nosso).

Esta transformação em três frentes representa, na interpretação de LiPuma e Lee (2005, p. 424), mais que uma reorientação do sistema capitalista, a ampliação dos horizontes das próprias relações capitalistas e, nesse sentido, da lógica de valorização. Nas palavras dos autores, trata-se da instituição de uma forma específica – e privilegiada – de mediação e de regulação social, baseada no risco, e, portanto, nas capacidades tanto de mensuração, precificação e antecipação correta dos riscos quanto de proteção contra os efeitos deletérios da tomada de posições. Diante desta diferenciação, perde importância e mesmo significado a mediação das relações sociais por parte da produção de mercadorias e das taxas de rentabilidade *corrente* destas atividades produtivas. A mediação social e a valorização baseadas na circulação financeira derivativa de riqueza dizem respeito, para além da acumulação de capital e de suas condições de reprodução, às capacidades individuais de acesso à informação e de seu processamento, bem como à velocidade e ao alcance de sua atuação – dispositivos que determinam a capacidade de acumulação de capital em âmbito *total* e, desse modo, a verdadeira hierarquia entre os capitais.

The continuing evolution and empowerment of financial instruments strongly suggests that this elaboration of circulation is engendering a new structure of connectivity that analysis cannot grasp in terms of the overt economic relations characteristic of concrete specific risks or at the underlying level of socially mediating labour characteristic of production. (LiPUMA; LEE, 2005, p. 424).

O objetivo deste capítulo é explicitar o papel *fundamentalmente social* que os contratos derivativos exercem no processo global da produção capitalista, seja na competição intercapitalista, seja sobre as relações entre capital e trabalho. A interpretação aqui desenvolvida entende que os mercados derivativos executam uma função central às relações capitalistas em suas formas contemporâneas: tornam possível a comensuração entre diferentes tipos de ativo em diferentes dimensões temporais e sob diferentes contextos sociais. Por mais que o crescimento exponencial das transações derivativas se dê em paralelo ao crescimento da circulação financeira internacional, bem como ao aumento da volatilidade do preço dos ativos e das mercadorias, o fundamento de sua origem é esta função particular, integral à operacionalidade convencional de mercados reais e financeiros de alcance global e que tem efeitos significativos sobre os movimentos de riqueza, a formação de preços, a tomada de decisão capitalista e a própria natureza do valor no sistema capitalista contemporâneo. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 15-6).

The starting point for an analysis of derivatives is not nations but capital, and the way in which derivatives are used by corporations to manage their assets in a world where asset values are individually volatile. Further, our starting point is not the huge volume of financial flows promoted by the finance sector, but the requirements of a globally integrated money system for order and some form of stability. Derivatives are not important because they are large in volume; they are large in volume because they are important. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 29).

No recorte aqui explorado, prima-se pelos efeitos da circulação derivativa sobre os fluxos de riqueza e as decisões de alocação e de produção globais. Em função desta escolha, contudo, sobretudo dois outros referenciais deixaram de compor a sua narrativa, por mais que partes de um mesmo todo e, por isso, passíveis de desdobramento e de ramificação. Em primeiro lugar, as relações de conflito entre o setor financeiro e o setor produtivo sob a égide do sistema derivativos, isto é, os impactos que o sistema de derivativos exerce nas participações relativas da circulação capitalista e da produção capitalista na apropriação da mais-valia total. E, em segundo lugar, os efeitos da primazia da circulação derivativa sobre as relações desiguais de poder e de comando sobre o sistema econômico capitalista global, nomeadamente a hegemonia financeira e monetária americana e a ininterrupta centralidade da *city* londrina nas operações financeiras globais.

A narrativa desenvolvida neste capítulo, ademais, se fundamenta substancialmente nas contribuições de Dick Bryan e Michael Rafferty – tanto seu livro “*Capitalism with Derivatives*”, de 2006, quanto publicações independentes em continuidade e em complemento

ao livro e a discussões que suas posições encetaram. Parte do esforço deste trabalho foi o de reconstituir, a partir dos pontos de vista e das teses destes coautores, assim como de seus interlocutores, uma compreensão e uma interpretação próprias do fenômeno da circulação derivativa. Seu resultado é a exposição tecida ao longo de todo o capítulo, cuja fundamentação na obra de Bryan e Rafferty aparece como indistinguível dos resultados da investigação empreendida, porquanto indissociável do próprio esforço de constituição do texto. Ao mesmo tempo, contudo, esta aparência não significa uma plena filiação, tampouco mesmo concordância, com a totalidade dos pontos de vista adotados pelos dois autores. Tanto partes de seus pontos de partida, sobretudo no que diz respeito à teoria monetária, quanto parte significativa de suas conclusões, nomeadamente o entendimento de que a circulação derivativa concede aos contratos derivativos o *status* de dinheiro propriamente dito, foram rejeitadas. Mas, na compreensão aqui adotada, isto não invalida o núcleo de suas proposições – consoante à hipótese levantada por este trabalho. Por isso, a outra parte do esforço deste trabalho é o de compatibilizar os elementos fecundos de sua construção particular com a linha de pensamento seguida por este trabalho. Apesar de não ser parte do objeto desta pesquisa efetuar uma leitura crítica, a partir de determinado ponto de vista, da obra de Bryan e Rafferty, nem graduar sua filiação a esta ou aquela tradição de pensamento, as leituras críticas que contribuíram para matizar os elementos problemáticos das interpretações dos autores advieram de autores alinhados à tradição marxista.

Este capítulo se organiza, desse modo, a partir da sistematização dos nexos causais lógicos oriundos do caráter sistêmico dos efeitos da circulação dos contratos derivativos: cada passo expositivo e argumentativo tanto tem significado em si quanto estabelece as bases para o passo seguinte. Em virtude da grade de inteligibilidade que proporcionam, os mercados derivativos reestruturam fundamentalmente as relações entre produção e finanças, e tanto aceleram quanto expandem as fronteiras de reprodução do capital. Seu efeito mais imediato é sobre a mensuração e a compartimentalização dos riscos das transações, as quais, por sua vez, estabelecem tanto uma nova forma de propriedade de capital quanto uma lógica mais aprimorada de precificação de ativos. O resultado final, ponto de chegada da linha argumentativa elencada, é o estabelecimento de uma lógica particularmente aperfeiçoada à circulação financeira global, a qual enceta, por um lado, uma lógica própria de funcionamento ao sistema monetário internacional e, por outro, uma epistemologia e uma ontologia específicas aos indivíduos integrantes de um sistema global de produção não simplesmente de mercadorias, mas de riqueza.

Instrumentos de gerenciamento de risco

O *primum mobile* dos contratos derivativos é a miríade de novos riscos trazidos pela intensificação da conectividade sob a mundialização do capital, a qual impulsiona a transformação qualitativa das ferramentas de gerenciamento de risco. Em uma economia global de capital centralizado e de relações de produção plenamente interconectadas, o diferencial competitivo decisivo é a própria conectividade em si: os sistemas logísticos, as redes de telecomunicações e os instrumentos financeiros que tornam possível a operacionalidade global dos sistemas produtivos. A produção, que permanece elemento crucial e indispensável à acumulação, é definitivamente englobada em direção à totalidade das relações de produção capitalistas globais. (LiPUMA; LEE, 2005, p. 407).

Connectivity breeds and multiplies risk. So the very process of globalizing finance is inseparable from risk's globalization. Speculative circulatory capital can exist only because derivatives can be created to price risk. So a foundational concept of a culture of financial circulation is risk, as abstracted from context and then concretized in the social form of the derivative. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 53).

Com a disseminação de contratos internacionais de fornecimento e de terceirização, parte constitutiva das atividades de corporações transnacionais, amplifica-se e dissemina-se também o universo de riscos aos quais a continuidade das cadeias produtivas se expõe. Corporações que de um modo ou de outro operam em âmbito internacional, em função da localização de seus fornecedores, de seus clientes, de seus consumidores finais, de suas fontes de financiamento ou do destino de seus dividendos, estão expostas a no mínimo dois riscos adicionais em relação a capitais restritos a atividades plenamente domésticas: o risco de alteração nas relações de câmbio entre as moedas envolvidas e o risco de mudança na taxa de juros dos diferentes países em questão, o que altera os valores relativos dos ativos e as posições de cada balanço. Além disso, a exposição a diferentes regimes de acumulação e ordenamentos sociais domésticos, historicamente construídos em cada espaço nacional, interpõe dificuldades adicionais de conectividade em termos de valores, preços e custos no interior de uma mesma cadeia global de produção, sobretudo porque sua interface é a própria rede de movimentos financeiros, os quais operam segundo uma lógica e uma temporalidade não somente próprias como autodeterminadas. Na interpretação de Bryan e Rafferty (2011b, p. 214), o impulso dos mercados derivativos reside não somente no anseio por ganhos especulativos, mas sobretudo nas possibilidades de resposta que proporcionam, via diversificação e mitigação de riscos, à ausência de uma medida estável e universal de valor. Em complemento, na caracterização de

LiPuma e Lee (2004, p. 20), tratam-se de movimentos em topologia radial, centrada na valorização do capital mas cujos aros se inserem em diferentes regimes de produção e de organização social. A complexidade e a miríade de variáveis envolvidas tornam-se tais que deixam de bastar formas convencionais de cálculo, de formação de expectativas e de proteção – entre estas, seguros e operações *hedge* –, excessivamente rígidas diante da multiplicidade de necessidades específicas que se amonta.

Um mecanismo convencional de securitização garante a transformação de uma renda esperada futura em um pagamento à vista mediante uma taxa de desconto. O benefício da operação reside na transferência do risco de não recebimento, o que significa, ao mesmo tempo, a concessão de um grau maior de liquidez a um ativo – um contrato de dívida – anteriormente ilíquido. O comprador deste instrumento financeiro, por sua vez, se expõe ao risco carregado pelo contrato original, mas adquire o direito a um fluxo de rendimentos possivelmente melhor ou mais adequado que outras formas de alocação de capital, o que lhe concede um espaço de diversificação de carteira e de exposição ao risco independentemente da propriedade do ativo subjacente. Uma tal operação, contudo, não contempla as dimensões dos riscos portados por cada ativo singular componente de cada posição expectacional individual, por mais que abstratos, estimáveis e mensuráveis. Os instrumentos derivativos são a categoria de contratos desenvolvidos diretamente para este fim.

The critical technical issue is how to price risk: at what price is unwanted risk worth retaining because it is too expensive to sell; at what price is risk worth buying? (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 201).

Seu mercado tem como função precisamente o cálculo e a administração da miríade de riscos aos quais as operações produtivas, monetárias e financeiras estão expostas, e se conforma a partir do estabelecimento de contratos suplementares – ou derivativos – para ao menos a determinação de horizontes mais estáveis de expectativas aos contratos subjacentes. Esta estabilidade pode dizer respeito tanto aos preços das mercadorias, dos ativos e dos passivos quanto às taxas de câmbio e às taxas de juros, a depender dos graus de exposição a diferentes mercados e a diferentes moedas e das diferentes estruturas de passivos. Para tanto, vale lembrar, estes mercados devem ser suficientemente profundos e líquidos, a fim de acomodar o volume e a profusão de demandas financeiras contraditórias para gerenciamento do risco. (LIPUMA; LEE, 2004, p. 20; 123-4; BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 38).

Descrito de forma bastante genérica, um contrato derivativo consiste na estipulação de pagamentos em tempo futuro e em montante atrelado a determinado indicador, geralmente com referência a determinado intervalo de tempo. De maneira semelhante a um contrato de

seguro, mas sem a formação de um fundo de contingência e capaz de cobrir um leque muito mais abrangente de riscos, um contrato derivativo estipula um fluxo de pagamentos que estabelece certo valor presente para um ativo no futuro. Como um contrato do gênero necessariamente envolve duas partes, seu estabelecimento se dá a partir da existência de percepções opostas ou ao menos distintas acerca do movimento de determinado ativo ou variável, em função das quais as partes envolvidas estão dispostas a compromissar uma transação a determinado preço com vistas a gerenciar mutuamente o risco de suas exposições. De modo geral, a contraparte consiste em uma posição especulativa, interessada em, assumindo certo risco, auferir resultados pecuniários. Mas ela pode ser formada também por um agente produtivo em posição oposta, exposto a um risco diametralmente inverso.

Um agente exportador pode antever o comprometimento de seus resultados por uma iminente queda da taxa de câmbio, assim como uma atividade importadora ter suas posições comprometidas por aumento súbito da taxa de câmbio. As duas partes, antecipando estes movimentos, podem estabelecer um *contrato a termo* que determine o intercâmbio de divisas estrangeiras entre ambas a uma taxa pré-estabelecida, de forma a garantir reciprocamente previsibilidade e segurança. Podem também contratar uma *opção* de compra e venda, flexível para ser exercida ou não de acordo com a favorabilidade da trajetória da taxa de câmbio corrente. Podem, ainda, acordar a troca (*swap*) dos fluxos de pagamentos esperados de suas atividades, de maneira a melhor adequar a natureza de suas receitas às necessidades das posições de seus balanços. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 2; 210-1).

De todo modo, o fundamento da negociação é a diferença entre as antecipações dos contratantes acerca dos movimentos futuros da variável em questão. Qualquer posição patrimonial acarreta exposição a algum risco, seja ele material, financeiro ou de qualquer outra natureza – inclusive alterações climáticas ou desastres naturais, para ambos os quais existem tipos específicos de contrato derivativo. O que se precifica e se intercambia com o estabelecimento de um contrato derivativo, sob este ponto de vista, é o diferencial entre os riscos assumidos pelas posições dos contratantes, para fim seja de proteção seja de especulação. Dito de outra forma, os contratos derivativos são o instrumento que decompõe e torna líquidos os riscos carregados pelos contratos e os coloca em circulação em busca de compensação pecuniária ou de rentabilidade – operação que constitui patamar superior de abstração acima da já abstrata circulação financeira de riqueza. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 38).

Some derivatives involve contracting apparently non-financial things into a financial measure, so that a novel derivative link can be constructed (...). In each case, the agenda of risk management (or insurance) is central. Linking wheat

now to future prices gives certainty to current decisions about a future wheat price; linking interest rates to share prices breaks down the stark choice of whether to engage in credit or equity markets; linking energy demand to the weather (a weather index) smooths the volatility of energy revenues. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 10).

Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 38), a descoberta do preço a ser pago pela transferência do risco de movimentos futuros dos preços equivale, no campo da economia, à decifração do código genético. Com uma precificação precisa dos riscos, dois problemas fundamentais da acumulação capitalista são solucionados em simultâneo. Em primeiro lugar, a exposição ao risco pode, pago o custo de sua transferência, ser reduzida a uma *escolha consciente*. Uma vez possível a precificação precisa dos contratos derivativos, em mercados suficientemente líquidos e pervasivos, torna-se possível a *transferência da exposição ao risco* entre diferentes ativos e, portanto, a compensação da volatilidade dos mercados. Isto significa que, neste determinado aspecto, os mercados financeiros derivativos deixam de constituir somente um jogo de soma zero. Em segundo lugar, e ainda mais significativamente, institucionaliza-se uma base estável de comparação para todo tipo de risco, ao longo do espaço e do tempo. Emerge, nesse sentido, uma *forma desenvolvida de precificação de ativos*, segundo *expectativas de taxas de retorno ajustadas em tempo real ao risco*.

Sob uma perspectiva estritamente financeira, as negociações derivativas constituem jogos de soma zero, nos quais ganhos e perdas dos contratantes necessariamente se anulam. Contratos a termo e contratos futuros em particular, por exemplo, consistem no estabelecimento de um preço em determinada data futura: na data de liquidação, a diferença entre o preço contratado e o preço à vista do ativo negociado constitui o ganho e a perda de cada um dos contratantes. Contratos de opções operam de forma semelhante, mas estabelecem somente a opção de compra ou venda, a ser exercida ou não de acordo com a avaliação do portador na data de vencimento. Este diferencial de flexibilidade, por sua vez, tem como contrapartida o pagamento de um prêmio ao emissor no momento da contratação. De modo geral, a soma zero advém precisamente da complementaridade entre as duas posições: à proteção contra a volatilidade de preços, de um lado, corresponde a especulação em busca de ganhos marginais, de outro. Mas o ato consciente de determinação de um preço futuro, estabelecido contratualmente, apesar dos custos envolvidos e do risco de perda de oportunidade em função da possibilidade de um preço mais favorável no mercado à vista na data de vencimento – o que precisamente constitui o caráter especulativo da transação – concede graus de previsibilidade e de segurança que não podem ser ignorados.

What if you could explicitly decide exactly what sorts of risk and what amount of risk you wanted to take on, and you could, for a small charge, eliminate the others? The world of business would be very different, but so too would be the wider social world that centres on business. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 1).

Por facilitar o planejamento e a organização da produção e das relações com fornecedores e clientes, a circulação derivativa pode resultar em somas positivas em termos de melhor alocação de recursos e melhores condições para as decisões de produção e de investimento e, especialmente, em termos de acumulação de capital, porque torna sincrônicos e contêrminos o tempo da produção e o tempo da realização do valor – por vias arbitrárias, especulativas e virtuais, mas com implicações concretas. (MARTIN, 2009, p. 120). As alternativas possíveis a este arranjo melhor desenvolvido, pois, são, do ponto de vista do comprador, simplesmente a compra no tempo presente e ao preço corrente da mercadoria envolvida, seguida de sua estocagem, o que acarreta custos de carregamento e os riscos oriundos da natureza da matéria ou da relação em questão. Do ponto de vista do vendedor, por sua vez, a alternativa é a diversificação da produção, de forma a desvincular as receitas totais da possível baixa de preço da mercadoria envolvida, o que tem como contrapartida perda de eficiência na produção, em função da desespecialização. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 41).

Esta categoria simples de transação derivativa – um *contrato a termo* com liquidação física – gera efeitos positivos especificamente em função da maior previsibilidade que imprime individualmente aos contratantes, mas não enquanto implicação sistêmica da circulação de contratos derivativos. É, contudo, justamente o aperfeiçoamento trazido por este tipo elementar de contrato a termo, atrelado estritamente a mercadorias tangíveis, que abre caminho para o desenvolvimento ulterior dos mercados derivativos, em termos de organização e de profundidade, e que permite o avanço em direção a maiores abstrações. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 42).

Assim como o estabelecimento de bolsas de valores e câmaras de compensação, o desenvolvimento de contratos padronizados – os *contratos futuros* –, instituem fiscalização, credibilidade e, principalmente, liquidez aos mercados derivativos, visto que torna mais seguras e mais viáveis, em termos de confiança, as transações originárias e sua circulação secundária. O diferencial dos contratos futuros, além da intermediação em mercados especializados, é sua liquidez e sua flexibilidade: a transação que o contrato estabelece é, em última instância, monetária. O intercâmbio na data de expiração do contrato futuro não necessariamente envolve a transferência física da mercadoria subjacente, somente da quantia, em dinheiro, que totaliza a diferença entre o preço estabelecido em contrato e o preço à vista corrente.

Isto significa que os contratos futuros tornam possível a negociação derivativa do preço de determinada mercadoria independentemente de sua propriedade e mesmo de sua posse física, para ambas as partes. Além de um canal adicional para a atuação especulativa sobre os preços futuros das mercadorias, esta separação institui também a possibilidade de alavancagem. Visto que o objeto da negociação é somente o diferencial de preços, os custos de transação são muito menores que os da compra, venda e transferência concreta da mercadoria inscrita a preços correntes, o que, portanto, reduz os custos da proteção e da especulação propiciadas pelo contrato derivativo. Torna-se mais barato assegurar preços futuros, o que tanto reduz, ao menos neste critério em específico, a incerteza na tomada da decisão produtiva quanto aumenta a propensão à tomada de posições de maior risco. Trata-se, nesse sentido, de mais uma instância de geração de ganhos positivos, agora em termos de menores custos, apesar do evidente potencial desestabilizador que advém da concomitante potencialização da especulação e do risco em virtude da alavancagem. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 42-5).

Esta é a narrativa estritamente convencional acerca da origem e da função dos contratos derivativos, fundamentada na simples proteção contra a volatilidade de preços de mercadorias tangíveis, sobretudo de produtos primários. Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 48), contudo, ela limita substancialmente o escopo de compreensão dos efeitos sistêmicos da circulação derivativa.

(...) the standard explanation of derivatives within economics posed a very particular relationship between derivatives and spot markets. This was the proposition that derivatives were an important *adjunct* to trade, allowing economic agents to either insure against price volatility or to better exploit perceived price differentials within markets that may be created by such volatility. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 45, grifo nosso).

O marco temporal de inflexão estabelecido pelos autores é a década de 1980, período no qual os mercados derivativos alçam transformações fundamentais, para além da mera alteração entre sua função social de cobertura contra volatilidade e o potencial desestabilizador da especulação.

There are two specific problems with the above depictions of derivatives, which set the basis for a new role for post-1980s derivatives. First, it treats derivatives as if they operate only within particular product categories – there are discrete derivative products for wheat, cotton, barley, etc., but with limited connections between them and between these derivative markets and the rest of the economy. Second, it poses derivatives only in the context of markets for storable physical commodities. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 48).

Conforme o modelo de transação derivativa se irradia para além dos mercados reais, os contratos derivativos passam a compreender também, e em proporções cada vez maiores, instrumentos financeiros e a assumir formas contratuais que não mais correspondem à lógica elementar dos contratos futuros sobre mercadorias tangíveis. Entre estas estão opções de ações, contratos de *swap*, obrigações conversíveis e a pletera de notas e produtos estruturados. A transformação do escopo de incidência dos contratos derivativos e a profundidade alcançada por seus mercados trazem consigo desenvolvimentos tais que estabelecem uma forma peculiar de inteligibilidade e de objetificação da realidade econômica.

Com a institucionalização da separação entre o *objeto da negociação* – o diferencial de preços – e a *transferência física do ativo subjacente*, as transações derivativas alçam patamares superiores de abstração e, dessa forma, ainda mais graus de autonomia em relação à esfera produtiva. O diferencial de preços negociado pode deixar de dizer respeito a um ativo propriamente dito, e pode se constituir imediatamente de relações entre diferentes preços, entre taxas de juros de diferentes títulos, entre índices de variação cambial ou entre fluxos esperados de pagamentos.

The result was that there now no limit on the kinds of abstract monetary relationships that a derivative might attempt to price, since there was no necessary relationship between the underlier and the contract settlement. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 98-9).

Conforme a autonomização dos instrumentos derivativos se aprofunda, por sua vez, as relações estabelecidas pelos contratos derivativos passam a se constituir cada vez mais de relações fundamentalmente monetárias, de forma que sua movimentação passa a se aproximar da operacionalidade da moeda de crédito. Para LiPuma e Lee (2004, p. 88-9), esta transfiguração corresponde ao estabelecimento de uma estrutura desenvolvida de circulação e valorização, de criação e destruição de capital, com altos potenciais de alavancagem e parca regulação estatal. Isto porque tal movimento abre caminho para que os participantes dos mercados derivativos apreendam os impactos concretos de seus próprios movimentos agregados. Torna-se possível, dessa forma, o intercâmbio e a circulação não somente dos riscos presentemente percebidos, mas também das expectativas de risco futuro – sujeitas, por sua vez, a um risco próprio. Como colocado por Bryan e Rafferty (2011b, p. 201), trata-se do cálculo expectacional sobre o cálculo expectacional dos mercados, o que aponta para uma relação de derivações virtualmente ilimitadas e, nesse sentido, configura uma descrição quase literal da imagem do Concurso de Beleza de J. M. Keynes:

(...) once the formula was put into practice by derivative traders, it ceased to operate as a predictor of price, and became a benchmark from which price varied. In effect, the pricing of risk will tend to run ahead of the technical calculations, as traders seek to beat or at least anticipate the market's next moves. (McKENZIE, 2006 *apud* BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 201).

São os contratos de *swap* que, no entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 48), melhor sintetizam o potencial de transformação instado pela disseminação da circulação financeira derivativa, em função tanto de seus efeitos sistêmicos quanto de sua similitude, em termos conceituais, em relação aos demais tipos de contratos derivativos. Um contrato de *swap* consiste, fundamentalmente, no intercâmbio dos fluxos de pagamentos esperados de diferentes ativos. Nesse sentido, equivale, grosso modo, a uma bateria de contratos a termo, visto que estipula uma sequência constante de pagamentos recíprocos ao longo do tempo. Este intercâmbio, por sua vez, pode incidir sobre qualquer categoria de ativo, sendo as formas mais típicas a troca de fluxos de juros provenientes de relações de dívida de diferentes naturezas e a troca de fluxos de pagamentos denominados em diferentes moedas nacionais, bem como combinações de ambas.

A vantagem de uma transação do tipo é permitir a adequação das formas das receitas e dos financiamentos às formas das obrigações financeiras. Em função de contratos de *swap*, torna-se possível aproveitar ao máximo as vantagens competitivas do perfil financeiro de cada ativo, o que configura uma ferramenta concorrencial fundamental para corporações de atuação global – o que, mais uma vez, torna-se vetor de ganhos positivos. Um agente pode ter vantagens na captação de recursos em determinada moeda ou sob determinado perfil de dívida (juros pré- ou pós-fixados, por exemplo), enquanto suas receitas ou os fluxos de pagamentos requeridos por seu passivo estão denominados em moeda nacional ou sob perfis temporais distintos. Um mercado organizado suficientemente profundo permite, via intermediação, o encontro entre a miríade de situações análogas e a compensação das diferentes posições em busca de cobertura ou de ganhos especulativos. Tomado de forma agregada, o efeito das negociações de *swap* é tornar intercambiáveis os distintos fluxos de pagamentos oriundos de cada tipo de ativo, de modo a evitar descasamentos de moedas e a reduzir a vulnerabilidade à oscilação cambial ou a diferenciais de taxas de juros. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 48-9).

The effect of swaps is also to blend together (or make transmutable) different forms of capital, to create a market of conversion between fixed and floating rate loans, and between different currencies. *This permits the calibration of funding to the currency and term structure needs of companies or financial institutions. In so doing, financial derivatives help to blend all interest rates and currencies into a single*

market. This represents a transformation from the earlier product-specific markets for commodity derivatives. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 49, grifos nossos).

O que a circulação de *swaps* propicia, nesse sentido, é o desmonte das fronteiras virtuais aos movimentos de capital. Torna-se possível aos capitais transnacionais tomar empréstimos ao menor custo global obtível, em qualquer moeda e em qualquer estrutura de prazo, e, no mercado de *swaps*, transmutar estas características de forma a adequar recursos a usos, isto é, às necessidades específicas de sua exposição financeira. O resultado objetivo, do ponto de vista dos capitais individuais, é a redução dos custos com juros – mais uma instância de ganhos positivos. Em termos agregados, por sua vez, os efeitos são muito mais significativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 49).

Sob a perspectiva proposta por Bryan e Rafferty (2006a, p. 12-4), o todo conformado pela circulação de contratos derivativos é mais significativo que a soma das incontáveis transações independentes de gerenciamento de risco individual. Para os autores, a circulação financeira derivativa, uma vez suficientemente líquida, profunda e pervasiva, estabelece um *sistema de derivativos*, o qual opera segundo uma lógica própria e autônoma e é capaz, de modo orgânico, de transformar radicalmente os mecanismos e as articulações do circuito global de valorização de capital. A busca por rentabilização no interior desta circulação engendra ferramentas e mecanismos de cálculo que trazem à superfície miríades de medidas de performance, às quais os capitais e a atividade empresarial devem imperiosamente se adequar.

(...) for derivatives to have moved out from under this marginal role, they must have the capacity to do more than lock in future prices. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 40).

Para além de tornar possível o exercício hoje de preços futuros, os mercados derivativos, enquanto um sistema de circulação autonomizado, permitem o entrelaçamento dos atributos de diferentes ativos – inclusive dos riscos que seus fluxos de rendimentos carregam. Os autores referem-se a estas funções por, respectivamente, *binding* e *blending*. A primeira diz respeito à vinculação entre preços presentes e preços futuros – em princípio os preços futuros *derivando* dos preços presentes, mas, efetivamente, independentemente da direção de determinação. A segunda, mais significativamente, diz respeito à possibilidade de matização das características dos ativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 12-3)

(...) the “advance since the mid-70s in the ability to identify and isolate the key financial risks commonly found in modern economies, together with the development of financial institutions that can commoditise, trade, and price such risk are the crowning achievement in the evolution of modern market economies”, thereby

marking the most significant advance in world capitalism since the Industrial Revolution. (STEINHERR, 1998, p. xvi *apud* LiPUMA; LEE, 2004, p. 86).

A característica distintiva dos mercados derivativos destacada por Bryan e Rafferty é a viabilização do desmantelamento dos ativos em suas partes componentes – sobretudo seu rendimento e seu risco – e a possibilidade de circulação destes seus atributos sem que esteja envolvida nas transações a transferência da propriedade dos ativos que os portam – ou sequer a própria propriedade dos ativos envolvidos. Por permitir a desagregação dos atributos de rentabilidade e de risco dos ativos e fenômenos que os portam, sua transformação em variáveis independentes e sua recodificação e sua consubstanciação em formas concretas transacionáveis, o sistema de derivativos tanto possibilita a avaliação destes atributos de forma independente em relação aos ativos que os portam quanto os torna fungíveis entre si e, sobretudo, precificáveis. Ou seja, torna-se possível consubstanciar estes atributos em formas universais, genéricas e líquidas e transacioná-los de maneira isolada, o que torna possível sua comparação em termos globais e independentemente das especificidades e características dos ativos dos quais derivam. Sobretudo os diferentes riscos das operações, uma vez desagregados em suas diferentes facetas, podem agora ser especificamente securitizados pelos agentes individuais que os carregam, o que, em agregação, dissemina a distribuição global do risco a preços de mercado. Nesse sentido, o próprio contrato derivativo configura um tipo particular de *mercadoria*: um produto imaterial cujo valor de uso é portar determinado risco e cujo valor, fundamentalmente expectacional, advém dos ganhos esperados de arbitragem em potencial, especulativamente determinados quando do momento de sua contratação, que encaminha.

(...) things (...) formerly thought of as singular, total entities can be decomposed into constituent dimensions, with each dimension then conceived as a discrete risk, and hence as a discrete risk-based commodity. A loan, once conceived simply as credit, is now decomposed into interest rate risk, foreign exchange risk and default risk. Interest rate risk can be broken down into, for example, the risk of divergence between different base rates for calculating variable interest rates (basis risk); risks of prepayment of loans (options risk), risks of changing differences between short-term and long-term interest rates (yield curve risk), and so on. Each of these risks can be priced discretely and traded at a rate of billions of dollars a day. And each of these risks can be decomposed into multiple subsets, opening possibilities of new products, tailored more and more precisely (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 203-4).

Dito de outra forma, um contrato derivativo constitui a *propriedade da exposição a determinados atributos de determinado ativo*: seus riscos e seus rendimentos. Diante da

possibilidade de, sob um sistema autônomo de circulação derivativa, se isolar, se precificar e se comercializar o *risco* de cada determinada transação – que sequer é um componente do ativo, mas uma característica abstrata inerente à existência material, à circulação de riqueza e à reprodução capitalista – emergem potencialidades que, por sua vez, extrapolam também a mera gestão de risco. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 15-6;52; LiPUMA; LEE, 2004, p. 81).

By ‘dismantling’ assets into tradable attributes, the focus shifts *from the particularity of the asset itself to the universality of its attributes*. Derivatives thereby focus on what different assets have in common (their generic attributes), and *the effect is to intensify competition (across space and time) for the attributes of this asset*, with direct ramifications for the asset itself. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 52-3, grifos nossos).

A circulação derivativa torna possível, pelo intercâmbio dos atributos dos fluxos pagamentos esperados, que os riscos das operações individuais sejam externalizados e, dessa forma, individualmente contornados. Ao mesmo tempo, por compreender a negociação somente dos riscos dos fluxos de rendimentos esperados de determinado ativo e tornar possível a equiparação e o intercâmbio com os riscos portados por outros ativos, sem envolver a transferência da propriedade do ativo em questão, a circulação derivativa configura uma rede de conversibilidade imediata entre as diferentes formas de ativos, ou seja, o estabelecimento de um sistema de comensuração que centraliza diferentes formas de capital e de remuneração em *uma unidade de medida comum* em termos de rentabilidade ajustada ao risco.

In this world where risk exposures can be moved around in a blur of transactions, we would see *the basis of a blended, universal and intensively competitive valuation of “capital”*. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 2-3, grifo nosso).

Por externalizar atributos dos ativos, sobretudo seus riscos, e tornar possível sua precificação, sua circulação e sua propriedade de maneira independente, a operacionalidade dos mercados derivativos tanto evidencia e amplifica as diferenças entre os riscos concretos carregados por cada ativo quanto, a fim de poder articulá-los e torná-los comensuráveis e fungíveis e entre si, os descaracteriza e os homogeneíza na forma sintetizada de *risco abstrato*. A forma-mercadoria assumida pelos contratos derivativos, nesse sentido, abstrai a realidade concreta e a origem social das relações de valor portadas pelos ativos, reduz sua heterogeneidade a um critério sintético e unidimensional e o expressa sob uma forma monetária objetiva – isto é, em um preço e em uma taxa –, processo que, por sua vez, lhe concede indiferença e autonomia em relação à imprevisibilidade dos resultados da competição

intercapitalista. (SOTIROPOULOS; LAPATSIORAS, 2014, p. 99; MARTIN, 2009, p. 113; WIGAN, 2009, p. 168).

Para Wigan, este movimento de autonomização encaminha também a esterilização de qualquer relação direta e imediata entre os resultados produtivos e financeiros e os resultados derivativos:

The ownership of risk in derivatives produces systemic mediation which, rather than severed from underlying activities, is rearticulated with them in such a way as to effect the neutering of any linear relationship between negative or positive performance and financialized profits. Derivatives represent a novel means and way of finance appropriating the social world so that finance profits by change and is not necessarily encumbered by the direct imperatives of industrial capitalism and competition through production. (WIGAN, 2009, p. 168).

Isto significa que, enquanto parte de um sistema de derivativos em mercados globais, pervasivos e líquidos, um contrato derivativo passa a constituir também uma forma de *capital*, portadora de um fluxo especulativo de rendimentos mas que prescinde da propriedade do ativo subjacente.

O valor portado por um contrato derivativo enquanto ativo financeiro advém da posição acertada assumida quando do estabelecimento do contrato, a qual, diante dos movimentos de preços nos mercados financeiros, garante naquele instante do tempo uma posição de arbitragem entre a diferença entre o preço corrente e o preço de exercício, garantido enquanto direito pelo, por exemplo, contrato de opção, do ativo subjacente. O cálculo de precificação para a celebração do contrato, além de constituir uma posição de risco intertemporal sobre a performance de um outro ativo e uma aposta especulativa recíproca entre os contratantes, também é um processo de amalgamação, de afixação e de internalização das dimensões temporais e de risco do ativo subjacente. O valor de um contrato derivativo, nesse sentido, diz respeito não à performance do ativo subjacente, mas às condições históricas e conjunturais que remuneram o portador em função de uma posição de risco assumida especulativamente, independentemente do ganho ou da perda representada para o proprietário convencional. Trata-se, portanto, de um valor que não é justaposto à rentabilidade do ativo subjacente e, portanto, ancorado em uma relação externa ao contrato derivativo, mas que é determinado precisamente em função da volatilidade dos mercados. (BRYAN; RAFFERTY, 2013, p. 141).

Dito de outra forma, o valor de um contrato derivativo se determina não substantivamente em relação à performance do ativo subjacente, mas em função da

possibilidade de arbitragem que seus termos trazem diante da realidade quando do momento de seu exercício. Ou seja, o valor de um contrato derivativo reside no cálculo competitivo e especulativo de circunscrição dos movimentos futuros do preço do ativo subjacente ou das medidas dos indicadores envolvidos que determinou os termos do contrato no momento de sua celebração. Trata-se, nesse sentido, de uma forma bastante específica de preservação do valor, porque garantidora de determinado nível futuro de rendimentos ou de preços, à revelia de sua volatilidade. Desse modo, assim como uma opção é exercida porque garantiu determinada remuneração, *uma opção não exercida também cumpriu sua função, porque garantiu determinado nível de preços futuros*. Individualmente, uma opção não exercida efetivamente constitui uma perda, por tratar-se de um dispêndio que não gerou retorno; mas, enquanto parte constituinte de um sistema de derivativos que, em agregação, atua como contraforte à volatilidade dos preços, contribuiu para a preservação do valor dos contratos e, portanto, das expectativas de rentabilidade. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 202-3; 2012, p. 105-6; SOTIROPOULOS; LAPATSIORAS, 2014, p. 97).

Mas, porque envolvidos, como qualquer outro capital, na competição intercapitalista, os contratos derivativos têm como implicação sistêmica a possibilidade da conversibilidade interna entre atributos de diferentes formas de capital. A circulação derivativa torna possível a comensuração e o intercâmbio entre os diferentes fluxos de riqueza – em diferentes denominações monetárias e sob diferentes horizontes temporais – que a propriedade de ativos, ações ou títulos preconiza, processo cujo resultado final é, no limite, o potencial de comparação instantânea e imediata entre as diferentes instâncias de alocação de capital.

The capacity of derivatives to convert any form of asset into any other form of asset means that all assets can be instantaneously compared across time and space. We need to think of derivatives as meta-capital whose distinctive role is to bind and blend different sorts of “particular” capital together. The effect of the growth of derivatives over the last 25 years is, thereby, to give “capital” a new integration that comes with this blending. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 13).

Tratam-se, nesse sentido, de dois desenvolvimentos em simultâneo. Em primeiro lugar, da estruturação de *uma nova relação de propriedade* e, portanto, de novos canais de acumulação de capital e, em segundo lugar, da reafirmação de *uma forma particular de objetificação da realidade econômica*: a possibilidade de intermediação especulativa e de capitalização sobre toda relação econômica. Segundo LiPuma e Lee (2004, p. 24;30-1), os contratos derivativos se estabelecem enquanto metapatamar de intermediação, abstrato por excelência, que corporifica e amalgama em instrumentos precificáveis, sob significativos graus

de autodeterminação, relações sociais fundamentalmente incomensuráveis. Por um lado, concentram em uma mesma relação contratual a objetificação da exposição a determinado risco, a alavancagem potencialmente ilimitada sobre esta exposição e a possibilidade de exercício simultâneo de funções tanto de cobertura defensiva quanto de especulação em busca de rentabilidade. Por outro lado, consolidam um procedimento métrico que implica uma transformação fundamental e um aperfeiçoamento radical do cálculo econômico capitalista, sobretudo sobre as relações de produção, as quais, baseadas no trabalho, são espacialmente circunscritas e têm horizontes temporais particulares e pré-determinados. No entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 152-4), o fato de o volume de contratos de balcão [*over-the-counter* ou *OTC contracts*] individualmente desenhados para atender a estas necessidades de comensurabilidade e conversibilidade caso a caso ser muito maior que o de contratos negociados nas bolsas de valores [*exchange-traded contracts*] é prova desta função específica exercida pela circulação derivativa. Para LiPuma e Lee (2004, p. 134-5), os contratos derivativos, incondicional e inconscientemente, concebem uma ontologia específica à realidade econômica.

Forma derivativa de propriedade de riqueza

Os contratos derivativos, porquanto consolidam um sistema autônomo de circulação, constituem uma categoria completamente distinta de propriedade, a qual não diz respeito aos direitos de propriedade convencionais sobre ativos reais, títulos de dívida ou ações. O estabelecimento de um contrato derivativo concede direitos financeiros sobre *características* de outro ativo, direitos cuja monta, por sua vez, deriva, mas não advém, do valor do ativo em questão. Trata-se, na interpretação proposta por Bryan e Rafferty (2006a, p. 68), de um estágio superior na evolução das formas de propriedade capitalista, constituinte de um grau adicional de separação entre as relações capitalistas e suas formas concretas de manifestação.

By comparison with the formation of the joint stock company in the mid-nineteenth century, (...) derivatives represent a comparable order of innovation in capital ownership. While the joint stock company separated ownership of capital from the site of production (the “factory” and its equipment), derivatives separate ownership of capital from the corporation. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 15).

Desde o século XIX, a distinção entre os dois tipos de operação financeira para financiamento e capitalização se manteve constante. A abertura de capital e a emissão de ações, por um lado, representam a transferência de uma parcela da propriedade da corporação e preveem o direito a uma parcela proporcional de seus resultados. A tomada de um empréstimo

ou a emissão de um título, por outro, não envolvem a transferência de propriedade nem a participação em seus resultados, mas fixam um montante pré-determinado a ser pago, isto é, envolvem uma promessa de remuneração independentemente dos resultados.

A forma de capital manifesta nos contratos derivativos, por sua vez, representa a *propriedade da performance do ativo subjacente*, sem envolver a propriedade direta do ativo. Um contrato de opções de ações, por exemplo, concede ao comprador o direito ao exercício de determinado preço pré-estabelecido para a compra ou a venda de uma ação em determinado tempo futuro. Seu preço, portanto, varia com a performance do ativo subjacente em relação às expectativas de sua performance quando do estabelecimento do contrato – ou, ainda, com a performance do ativo subjacente em relação à performance de outro ativo ou indicador – visto que é a diferença entre o preço contratado e o preço *spot* no vencimento que determina a rentabilidade da operação derivativa e, portanto, seu valor presente. Mas um contrato derivativo constitui um tipo peculiar de ativo, que não porta *em si* o direito a um fluxo de rendimentos, apenas corporifica um cálculo competitivo e especulativo sobre os diferenciais de retorno de outros ativos e concede o direito a esta diferença. O resultado líquido desta operação é a participação no mercado de capitais e mesmo nos resultados financeiros da corporação sem que em nenhum momento esteja envolvida a propriedade convencional da ação em questão. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 69-71; 2011b, p. 211; BRYAN; MARTIN; RAFFERTY, 2009, p. 464).

Ownership of exposure to the performance of assets without ownership of the underlying asset has two particular advantages. First, it creates a leveraged exposure to the underlying asset: it is a cheap way of participating in the returns that come with ownership. Second, it makes transfers of this kind of ownership simple: it is much easier to trade ownership of an oil derivative contract than to transfer ownership of a barrel of oil. By making transfers of risk ownership simple, derivatives also make it possible to separate or combine different risks together into new ‘synthetic’ products. It is this ability to make assets fungible (to blend attributes of capital) that has helped make derivative markets so liquid. The focus of derivative ownership, therefore, is intense price competition on the performance of capital, but freed from the impediments of either physical or legal asset ownership. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 200).

No entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 70), trata-se de um desdobramento radical da natureza do capital, um avanço para uma forma ainda mais geral e abstrata de riqueza. Em seu movimento sistêmico, os derivativos conferem à propriedade de capital flexibilidade e liquidez superiores, e estabelecem uma interface que intensifica a convergência entre as

categorias de capital e dinheiro. Ainda mais significativamente, a circulação derivativa estrutura um estágio superior no desenvolvimento da relação entre capital e propriedade. Em termos tanto lógicos quanto históricos, cada momento do desenvolvimento das formas de manifestação das relações capitalistas constitui um grau adicional de separação entre propriedade e capital, o que configura novos imperativos, inclusive em termos de intensidade, à competição intercapitalista. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p, 71-5).

O primeiro grau de separação é entre o trabalhador e os meios de produção, fundante da relação capitalista. Este movimento suplanta as restrições impostas pela inseparabilidade entre o trabalhador e sua força de trabalho e institui uma mais livre movimentação ao capital, que se torna capaz de deslocar-se em busca de maiores taxas de retorno. Trata-se do movimento que funda também a forma *empresa* de competição intercapitalista, cujos resultados competitivos advêm do comando e da intervenção constantes do proprietário, o qual, ademais, personifica o capital do qual é proprietário: seus interesses pessoais e o movimento do capital se confundem entre si. Já o segundo grau corresponde à separação entre a propriedade da empresa e o controle da produção, da qual emerge a forma *sociedade anônima* de competição intercapitalista. A propriedade da corporação assume a forma de ações – *direitos de participação nos resultados da propriedade*. A corporação em si, por sua vez, alça a condição de pessoa jurídica e se torna sujeito, ao mesmo tempo em que, enquanto capital, se torna expressão mais abstrata das relações capitalistas, para além das idiossincrasias do proprietário direto. Agora, ademais, tanto os acionistas, beneficiários diretos da propriedade do capital, quanto os gestores, cujo papel é compelir os interesses da corporação, se tornam personificações do capital, de forma não mais tão evidente e livre de contradições quanto no grau anterior. Torna-se áspera a diferenciação entre o interesse acionário e o interesse gerencial e entre os interesses contraditórios de ambas as figuras e a lógica do capital.

O grau adicional instituído pela circulação derivativa, por sua vez, diz respeito à separação entre a *propriedade da corporação* e a *propriedade do capital*, a partir da qual a competição intercapitalista passa a rivalizar direta e imediatamente, isto é, sem mediações, os *capitais em si*, sob suas formas de manifestação abstratas por excelência. Como um contrato derivativo sobre determinado ativo concede ao portador a exposição a sua performance – isto é, a sua remuneração e a sua valorização – de forma mais líquida que a propriedade convencional, seu efeito sistêmico é a possibilidade de amalgamação dos atributos do conjunto global de ativos. Os impactos desse movimento sobre as relações capitalistas e sobre competição intercapitalista não são desprezáveis.

Assim, portanto, como a instituição da sociedade anônima intensifica a concorrência intercapitalista por introduzir uma dimensão abstrata e fluida de competição, não mais simplesmente por taxas de lucro, mas pela valorização acionária, o sistema de derivativos propaga esta lógica de competição em direção a todas as esferas da sociedade, transformadas efetivamente em espaços de acumulação de capital em potencial. Do mesmo modo, assim como os mercados secundários de capitais, realizadores da liquidez da propriedade acionária, se estabelecem também enquanto canal de avaliação e comparação da lucratividade de cada capital e, portanto, enquanto espaço de formação do valor de mercado dos capitais, os mercados derivativos se articulam a si mesmos enquanto instância de avaliação e de comparação dos valores dos ativos segundo sua rentabilidade já ajustada ao risco. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 73-5).

Rather than just owners (...) or managers and owners (...) as the embodiment of capital, it is now also financial market participants, such as derivatives traders, corporate finance staff and financial companies (such as international banks and pension funds) that enforce the logic of capital. It is there agents of commensuration that are also now driving the on-going allocation and re-allocation of capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 75).

No que diz respeito à competição intercapitalista, por sua vez, os mercados de ações constituem ao mesmo tempo uma nova fonte de capital, um sistema de cálculo para a precificação do capital acionário e uma esfera de disputa pelo controle corporativo. Contudo, o objeto de suas negociações não são os capitais produtivos *em si*, mas os *direitos sobre seus rendimentos*, os quais, enquanto ativos mobiliários, são uma forma de capital fictício. O capital industrial segue sujeito às pressões dos mercados pela realização do valor e permanece atrelado a determinada atividade produtiva para sua valorização, mas é a *propriedade* do capital que passa a reger a concorrência intercapitalista. Os ganhos de liquidez e mobilidade obtidos dizem respeito não à propriedade dos meios de produção em si, mas à propriedade direta e imediata sobre determinado valor abstrato, financeiro e fictício. Da mesma forma, a valorização desta propriedade abstrata não depende do envolvimento direto com a produção, condição sob a qual o potencial de acumulação de capital alça patamares para além dos limites da riqueza individual, do talento gerencial e da capacidade de inovação. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 73-4;84).

Em comparação, os mercados derivativos, por tornarem possível o entrelaçamento dos atributos dos ativos e sua negociação de maneira isolada e autônoma, configuram uma forma particular de propriedade, a *propriedade derivativa*, figura singular de capital fictício a qual preconiza modificações fundamentais nas formas de manifestação das relações

capitalistas. Os fluxos de rendimentos aos quais esta forma de propriedade dá direito não somente provém de gamas mais abrangentes de múltiplos canais, como também podem ser especulativamente *pré-estabelecidos* segundo a posição assumida no momento da contratação diante das expectativas de variação do valor dos ativos subjacentes. Ou seja, em sua forma derivativa, o capital aglutina em um único instrumento a exposição à performance de diferentes ativos, irrespectivamente a sua propriedade e, em função deste desprendimento, de forma seletiva, isto é, de acordo somente com os atributos selecionados dos ativos subscritos. O sistema de derivativos torna possível alijar as inconveniências da propriedade do capital do desfrute de suas virtudes.

(...) what ownership attaches to a form of fund raising that bends the characteristics of debt and equity? A convertible bond, for instance, is a bond with an “embedded” option to convert to a share. It gives the owner a security with debt-like characteristics, but with the right to convert to a share if the share is performing better than the debt. The derivative element serves to intensify price relations of one form of capital (corporate debt) relative to another form of capital (equity). Financial derivatives thereby undermine the nexus between ownership and financial exposure to the costs and revenues of an asset or liability. Debt and equity can be exchanged directly, and indeed debt-like characteristics and equity-like characteristics can be combined in different ways. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 70).

Ao encetar este movimento, os derivativos elevam o próprio conceito de capital, assim como o de sua propriedade, para além tanto da propriedade direta dos bens de produção quanto dos direitos sobre os rendimentos da atividade produtiva. Ademais, no que diz respeito às relações de classe instadas por esta forma singular de propriedade, para além dos proprietários diretos, acionistas e gestores, qualquer grau de participação nos mercados financeiros assume o papel da persona capitalista, porque propulsor da mesma lógica de valorização e de acumulação. Os mercados financeiros como um todo se consolidam como espaço de comensuração, no qual os participantes pressionam, na proporção de seu envolvimento, pela constante realocação do capital em direção às maiores remunerações. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 74-5).

(...) these ownership separations have given to concrete capital the capacities that we have historically been able to consider mostly in abstraction: the capacities to change form and direction in the search of higher returns. Capital as an owned physical asset and capital as social relation thereby start to merge. That transition is both an important development in the form of capital, and, predictably, an intensely challenging historical process, in which capital appears to take on more

universal, and, from the point of view of workers and poorly performing capitals, more threatening capacities. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 76-7).

Resultado deste desenvolvimento, na interpretação de Bryan e Rafferty (2006a, p. 76-7), é que *a lógica de valorização de capital, ao alçar formas mais gerais e abstratas, pode passar a se manifestar de forma mais concreta e tangível, imediatamente regente da produção material*. Ao constituir uma “expressão compreensiva” da propriedade de capital enquanto abstração, os derivativos financeiros acabam não por amplificar o caráter abstrato do capital, mas, pelo contrário, por derramar a lógica abstrata de valorização de capital por sobre toda relação social, revelando de forma absoluta o que já estava preconizado em suas formas mais simples.

Em primeiro lugar, as funções e capacidades específicas dos contratos derivativos contribuem para ofuscar as distinções convencionais entre capital e dinheiro. Por constituir um sistema de cálculo, equiparação e conversão entre formas de capital e, assim, conceder a um tipo de ativo atributos e características de outro tipo de ativo, seu resultado é a contínua possibilidade de obscurecimento das diferenças entre as formas de alocação de capital, sobremaneira entre títulos de dívida e de propriedade, a ponto de torná-las simplesmente fungíveis. Segundo Martin (2000, p. 109), as operações de securitização constituem um processo de deslocalização virtual a partir da montagem individual e particularmente desenhada de partes de ativos para a conversão dos riscos, enquanto as operações derivativas compreendem a dispersão da valorização por entre os diferentes momentos dos circuitos dos capitais. Este procedimento torna possível a redução dos ativos às dimensões críticas de seus valores relativos: sua taxa de rentabilidade e seu carregamento de risco abstrato. (BRYAN; RAFFERTY, 2012, p. 104-5).

Swaps permit one form of asset to be made to appear as another form, so short-term finance can be made to appear long-term: so-called speculative transfers can be made to appear like long-term investments. As assets which give exposure to competitive performance but without ownership of the performers, derivatives change the concept of ownership in capitalism. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 215).

Em segundo lugar, e em função da mesma operacionalidade, os mercados derivativos tiram em absoluto o véu monetário que separa a esfera financeira da economia produtiva e definitivamente alijam a relação capitalista de sua associação fetichizada com o maquinário e a grande indústria. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 13; 2013, p. 145).

Gone is a distinction between production and speculation and between industry and finance. Finance is now a major industry, and conventional “industry” is

permeated by financial calculation in every dimension – whether it is hedging risks on input price, or interest rates, or on client default. (BRYAN; RAFFERTY, 2013, p. 144).

Em terceiro lugar, a circulação derivativa, por configurar ao mesmo tempo uma estrutura de proteção individual e de curto prazo contra qualquer forma de instabilidade e uma rede de informação, cálculo e precificação dos ativos, institui também uma dinâmica competitiva contraditória, mas transparente, entre todas as formas de alocação de capital. A flexibilidade e a pervasividade deste dinamismo, por sua vez, encaminham uma gravitação particular aos preços individuais das mercadorias e dos ativos, visto que configuram também uma taxa média de referência às flutuações cambiais e monetárias domésticas, fundamentos das rentabilidades ajustadas ao risco dos capitais individuais. As moedas nacionais, pois, tanto constituem ativos financeiros quanto, pela oscilação das taxas de câmbio, denominam e estabelecem os patamares entre os valores relativos no universo internacional de ativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 277-8; 2006c, p. 266).

Para Vrolijk (1997, p. 10 *apud* BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 274), isto se processa porque a circulação derivativa torna imediatamente simples a substituição de ativos em âmbito global, o que gera impactos significativos sobre as economias nacionais, pela via da determinação das taxas de câmbio.

This means that currency values are being measured not simply in relation to other currency values, but in relation to the values of all other forms of financial assets. Herein lies the capacity for anchoring currency values within wider capital valuation (...). (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 274-5)

O mecanismo especulativo de proteção ensejado pela circulação dos derivativos, por tornar possível a avaliação sistêmica e sistemática das performances individuais de cada instância de alocação de capital, motiva a ininterrupta mobilização dos capitais e intensifica a competição pela valorização. Se a flexibilidade sob o capital por ações se caracterizava pela capacidade de deslocamento por entre as propriedades das corporações, sob o sistema de derivativos estrutura-se uma flexibilidade ainda mais significativa, que concede ao proprietário de riqueza a participação nos resultados de qualquer ativo sem envolver sua propriedade propriamente dita. Do mesmo modo, enquanto a sociedade acionária se estrutura a partir da conjunção de capitais individuais menores, individualmente insuficientes para a escala de operações pretendida, o alcance reivindicado pelos derivativos é de extensão absoluta ao longo do espaço e do tempo. Seus efeitos são tanto a compressão máxima das expectativas futuras

sobre o tempo presente quanto a subtração das diferenças históricas e sociais das determinações econômicas de cada circunscrição nacional. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 76).

Derivatives, therefore, represent a form of capital that is inherently competitive, because they embody an intense, market-driven relative valuation of different assets. Insofar as we commonly think of a corporation's profitability, this is increasingly to be understood as a return on an aggregation of assets, whose values are determined independently. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 76).

No entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 97-8), tal movimento significa inclusive, em termos lógicos, um retorno anacrônico ao período histórico anterior à instituição da forma sociedade anônima, quando os capitais individuais se amalgamavam somente temporariamente e em virtude de empreendimentos em específico. Sob as formas de liquidez e flexibilidade possibilitadas pela propriedade derivativa, as quais incidem sobre cada instância individual de alocação de capital, as posições e os movimentos de escrutínio, avaliação e administração dos capitais e de suas rentabilizações alçam generalizadamente o caráter de temporário e de fugidio, com contrapartidas significativas sobre a produção material e a reprodução humana.

(...) those forces that drive corporate policy are increasingly also being expressed through the mathematical calculations of financial market participants. *Their objective is not so much the benefit of the corporation as an institutional entity but the benefit of capital as value*, such that corporations will be forced to revalue, reorganise or divest themselves of assets, indeed of their own recognizable institutional form, if the calculations so dictate. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 75, grifo nosso).

Isto porque, na esfera de mensuração e de acumulação constituída pela circulação derivativa, a competição passa a consistir na comparação das performances dos ativos e passivos financeiros *entre e através* as diferentes formas de manifestação da riqueza e dos diferentes contextos sociais. A lógica que rege a competição, portanto, deixa de ser exteriorizada simplesmente na disputa entre empresas e corporações pela maximização de seus de seus retornos e passa se manifestar em todas as categorias de ativos, individualmente avaliáveis e equiparáveis entre si em termos de seu potencial de retorno ajustado ao risco.

Forma derivativa de precificação de ativos

A avaliação de mercado do valor acionário nos mercados de capitais tem como unidade de referência cada empresa como um todo, ou seja, apesar da forma líquida e volátil de riqueza constituída pelo capital acionário, a determinação de seu valor e sua movimentação se

dá com referência às empresas enquanto blocos monolíticos, intransitáveis e impermeáveis. O sistema de derivativos subverte estes expedientes em duas frentes. Em primeiro lugar, viabiliza a *desagregação* das sociedades anônimas nos ativos de seus balanços, de forma a tornar mais escrupulosa a avaliação de suas rentabilidades. Em segundo lugar, torna *coletivos* o cálculo e a avaliação do valor de cada componente dos capitais. O núcleo das proposições de Bryan e Rafferty (2006a, p. 15;48-9;53;97-8) é a percepção de que o sistema autônomo conformado pela circulação especulativa nos mercados derivativos proporciona a mensuração ao longo do tempo e do espaço e em tempo real dos valores de cada ativo individualmente, sob parâmetros autorreferenciais. Todas as distintas formas e temporalidades dos capitais se tornam equiparáveis e são concentradas em um mercado único para as relações globais de crédito e de câmbio e para as decisões de produção e de investimento. Torna-se possível aos capitais, às empresas e aos agentes comparar contra médias globais o retorno de cada uma de suas operações em diferentes países, em diferentes setores, sob montantes e composições orgânicas de capital diferentes, geradoras de fluxos de rendimentos em ritmos e sob denominações monetárias diferentes.

Diante da possibilidade de conversão das formas de valor representadas em um ativo por outras formas de valor sem envolver a transferência de propriedade, torna-se possível, sob um ponto de vista estritamente individual, a mitigação do risco incorrido no carregamento de determinado ativo. O sistema de derivativos, ao operar deste modo, desloca os *direitos financeiros aos resultados das atividades produtivas* do posto de forma de capital mais líquida e abstrata e os substitui pelos *direitos aos ganhos esperados de qualquer posição especulativa*, bem como os torna indiscriminadamente conversíveis entre si. O resultado agregado, por sua vez, é o estabelecimento de uma rede global tanto de fungibilidade ao capital quanto de referência para a rentabilidade ajustada ao risco, contra a qual todos os ativos envolvidos na circulação global de capital podem ser equiparados.

Os contratos derivativos, nesse sentido, configuram-se enquanto veículo pelo qual se move a disputa pelo valor de mercado, avaliado em termos de expectativas de rentabilidade futura. Não se trata, pois, da simples capitalização das expectativas de rentabilidade futura dos ativos: a circulação derivativa constitui o canal pelo qual os participantes dos mercados derivativos recebem, avaliam e transmitem as sinalizações e as percepções dos movimentos do valor de cada ativo e, dessa forma, estabelecem um critério médio e razoável para a determinação dos valores presentes com base em futuros desconhecidos. Os mercados derivativos cristalizam o caráter fundamentalmente especulativo da precificação dos ativos em mercadorias e, portanto, em uma atividade econômica rentável em si, bem como, com isso,

conferem coesão ao sistema financeiro global. Na interpretação de Bryan e Rafferty (2006c), trata-se do mesmo resultado apregoado pela Hipótese dos Mercados Eficientes, mas por um percurso e uma articulação integralmente opostos, originários do fato de que os preços são reflexos não de fundamentos econômicos, mas das relações de poder e de comando que a relação monetária porta nas sociedades capitalistas.

(...) the market has produced a degree of global monetary cohesion not because “deregulated” exchange rates are stable and move rapidly to reflect “fundamentals”, but because the market has found it profitable to produce products to compensate (as it were) for the fact that they *don't* systematically reflect “fundamentals”. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 272-3).

Os valores e os preços dos ativos, pois, são socialmente determinados, sociabilidade a qual é espacial e temporalmente localizada. As flutuações dos valores e dos preços, bem como as avaliações sobre as direções e intensidades destas flutuações, por sua vez, são incessantes e assistemáticas. O que o sistema de derivativos promove é o encontro especulativo e, portanto, sujeito ao cálculo, ao risco e ao arbítrio, destas variáveis no tempo presente e segundo um *benchmark* de abrangência global.

Este mecanismo acarreta dois movimentos contíguos. Em primeiro lugar, explicita o quanto os preços relativos determinados nos mercados financeiros são oriundos essencialmente das próprias percepções dos participantes nos mercados. Evidência disto é o fato de que, apesar de sua fundamental indeterminação, a precificação estabelecida nos mercados derivativos não simplesmente flutua de forma aleatória. Segundo Bryan e Rafferty (2006c, p. 275-6), os movimentos de vinculação recíproca entre presente e futuro e de matização das características dos ativos – as funções *binding e blending*, na tipologia dos autores – *não simplesmente refletem de forma mais eficiente o suposto valor fundamental dos ativos, mas ativamente contribuem para a determinação do valor presente dos ativos*. Dito de outra forma, os mercados derivativos constituem não somente um mercado em si, mas uma circulação de riqueza e de renda autonomizada, autorreferenciada e que tanto liquidifica e remunera capitais individuais quanto determina quantitativa e qualitativamente seus próprios critérios de rentabilidade e, portanto, o ritmo e a direção da acumulação do capital em geral.

This is what makes them basically different from just intertemporal floating exchange rates and raises them above being labeled as mere speculation. While the neoclassical floating rates are supposed to spontaneously *reflect* fundamental values (with money playing in neutral passive role), derivatives actually serve to determine “values” because of the competitive pressure they place on the managers of assets to re-structure and re-configure so as to deliver a rate of return

(and hence “value”) demanded by the market. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 275-6, grifos no original, sublinhado nosso).

Segundo LiPuma e Lee (2004, p. 135-6), enquanto cada contrato derivativo individual constitui uma aposta especulativa em relação ao futuro em volume tal que é considerado incapaz de gerar efeitos significativos sobre os movimentos futuros de preços, em agregação o sistema de derivativos efetivamente transforma os horizontes das atividades econômica como um todo. Na interpretação dos autores, a comunidade global de gestores de dinheiro, imersa em uma mesma cultura financeira, notadamente ocidental e formada em torno de uma compreensão comum acerca da lógica que rege os mercados financeiros, acaba por inconscientemente atuar de forma concertada – mas não necessariamente em conluio – a partir do cômputo das informações disponíveis e por impor critérios fundamentalmente uniformes, por mais que múltiplos, para as decisões de alocação de capital – movimento coletivo que corresponde à segunda implicação do mecanismo de precificação encetado pela circulação derivativa. Como, em função do sistema de comensuração estruturado pelos mercados derivativos, as taxas de remuneração de cada ativo passam a poder ser individualmente identificáveis e comparáveis entre si, o efeito concreto em um ambiente de competição pela valorização do capital é o constrangimento para que todo e qualquer ativo, posto tratar-se de uma instância de alocação de capital em busca de acumulação, proporcione uma remuneração competitiva correspondente a sua posição no espaço e no tempo. A onipresença de uma taxa de rentabilidade média esperada por sobre capitais inseridos na circulação financeira e que dependem de fluxos financeiros significa a pressão incessante para que taxas de rentabilidade aceitáveis sejam alcançadas. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 35;8).

Dito de outra forma, a circulação derivativa conduz a lógica de valorização do valor para além da renda líquida *total* ao final de determinado período e minuciosamente a introjeta nas particularidades de cada etapa da cadeia de produção e a cada instante do tempo, sejam os produtos reais ou financeiros, justamente porque torna possível a avaliação continuada e em tempo real do valor de mercado de cada um dos ativos que compõem cada capital. No que diz respeito às formas de competição que esta estrutura de mensuração e de movimentação do capital enseja, trata-se, na interpretação de Bryan e Rafferty (2006a, p. 96-7), da ruptura do véu corporativo, ou, ainda, da jaula de ferro da forma empresa – o que aprofunda, em termos de intensidade e de pervasividade, a pressão pela valorização do capital.

É nesse sentido que, para os autores (*ibid*, p. 275-6), a circulação derivativa estabelece um *benchmark* global e intertemporal para a o desempenho esperado dos ativos na circulação financeira – não enquanto canal de aproximação dos valores dos ativos de seus

supostos “fundamentos”, segundo as expectativas racionais sobre as informações disponíveis e, dessa forma, enquanto *locus* da função social do especulador financeiro, mas enquanto ponto de encontro, espacial e temporal, das expectativas de rentabilidade futura das operações globais dos capitais individuais. A taxa de rentabilidade e o *quantum* de valorização *esperados* pelas decisões de alocação de riqueza, nesse sentido, deixam de ser determinados no processo global da produção capitalista, penderem apenas de descoberta mais ou menos eficientemente a partir das informações disponíveis aos capitais individuais em concorrência, mas, pelo contrário, passam a ser *diretamente formados* pela própria competição intercapitalista.

If all assets can be measured relative to the market, all corporations are perpetually aware of how each of their assets is performing. Assets under-performing relative to the market will be “restricted” to lift their performance (which could mean being revalued, sold or made more profitable). Derivatives, therefore, do not simply reflect the performance of financial assets, they drive asset management behaviours that are designed to adjust the performance of financial assets to adhere to competitive norms. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 276).

Sob o domínio da forma acionária, a pressão por resultados, para além da competição por mercados via preço, manifesta-se na maximização do valor para o acionista mas restringe-se aos capitais que assumam a forma de sociedades anônimas. Sob o sistema de derivativos, o potencial de transmissão da pressão por resultados é virtualmente ilimitada, passível de abranger toda a realidade econômica. Em função de seus mecanismos, o constrangimento pela valorização ultrapassa as relações institucionais entre conselhos administrativos e gestores em busca de valorização acionária e se revela, como sempre fora, parte inerente a todas as relações capitalistas, agora manifesta em uma forma ainda mais geral e abstrata. O resultado derradeiro da rede de comensuração global e instantânea tornada possível pelo sistema de derivativos é o estabelecimento de uma *medida universal de valor* – uma que contempla, no valor presente, os deslocamentos dos fluxos de riqueza no espaço e no tempo. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 35).

Rather than a “technostructure” we see the emergence of a sort of “financostructure”: the back-room financial calculators who scrutinize corporate asset portfolios, and the derivative traders who continually price and re-price securities. With derivatives, the ability to commensurate the value of capital assets within and between companies at any point in time has been added as a measure of capital’s performance alongside and perhaps above the capacity to produce surplus over time. Derivatives then are serving to effectively de-centre the institutional form of capital

in the corporation, returning the focus to capital itself. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 96-7).

Por aglutinar o monitoramento das performances dos capitais e das decisões de alocação de riqueza em intensidade e centralidade tais que disseminam em definitivo a lógica de valorização do valor em todas as direções possíveis, a operacionalidade dos mercados derivativos repercute primariamente sobre as estratégias empresariais. Sob o sistema de derivativos, não mais somente os capitais como um todo, mas todo e qualquer ativo que os compõem pode ser visualizado em relação às taxas de retorno médias, as quais têm como referência não somente ativos da mesma categoria ou com as mesmas características, mas todo o universo de ativos envolvidos de uma maneira ou de outra na circulação financeira global. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 66-7).

Os componentes do circuito do capital, nesse sentido, deixam de ser somente etapas intermediárias integrantes de um processo completo de valorização, sujeito à competição com os circuitos dos demais capitais individuais, e se tornam em si mesmos partes integrais da concorrência capitalista, agora concretamente aberta a todas as formas de capital. Todas as figuras reais através das quais o capital se move, sob diferentes formas monetárias e enquanto diferentes mercadorias, passam a ser apreensíveis imediatamente enquanto instâncias de alocação de capital, sobretudo porque a circulação derivativa revela instantânea, continua e sistematicamente seu valor presente em termos de rentabilidade futura ajustada ao risco. Desse modo, o processo de competição intercapitalista alça patamares superiores de intensidade e de pervasividade: todas as formas concretas de manifestação do capital – dinheiro, maquinário, força de trabalho, insumos e produtos finais – tornam-se em si mesmas lócus contínuos de concorrência. A competição entre capitais individuais em busca da maximização das taxas de remuneração, uma vez consolidado o sistema de derivativos, se manifesta também na determinação corrente do valor presente, de maneira desagregada, de cada um dos componentes dos capitais individuais, visto que agora todos os ativos, em todas as suas formas de manifestação, estão suscetíveis ao monitoramento contínuo e à reavaliação constante e em tempo real de seu valor. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 173-4).

Profit, then, shows up not just as an end-of-year account, but as a continuously adjusting account. Corporate strategy follows directly. Underperforming assets can more readily be identified and transformed or sold. Competition between capitals thereby intensifies – it is a daily exercise of verifying the value of every form of asset against every other form of asset through time and across the globe. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 174).

Nesse sentido, a esfera financeira, tornada mais profunda e mais pervasiva pelas transações derivativas, não somente passa a prover os canais para uma mais pormenorizada avaliação e precificação dos ativos, em termos globais, como também impõe, sob vias ainda mais desenvolvidas, mesmo que somente pela pressão concorrencial, o cálculo financeiro por sobre todas as instâncias de alocação de capital. O resultado ao mesmo tempo mais concreto e mais abstrato da circulação derivativa, que opera precisamente por meio do cálculo contínuo do valor monetário das formas de capital ao longo do circuito de valorização, é a aproximação, se não a unificação, de todas as diferentes formas de capital sob um mesmo mercado global, regido por uma lógica comum e transparente de avaliação e precificação.

With financial derivatives, the boundaries between individual capitals have been blurred, the differences between forms of capital (debt and equity) made less important, locational differences in activities made easier to compare, and the nature of assets with different time horizons made less incompatible. Financial derivatives show that all these distinctions are reconciled within the units of capital as a social relation of accumulation (...). (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 176).

Os mercados derivativos conformam, acima de tudo, uma instância de avaliação e de comparação do potencial de retorno dos capitais, para o que são contabilizados tanto os fluxos de recebimentos aos quais dão direito quanto seu potencial de valorização enquanto ativos em si – reais, financeiros ou fictícios. Seu diferencial fundamental, contudo, é que esta precificação se dá ajustada instantânea, sistematicamente e em tempo real às percepções de exposição ao risco, o que significa que, virtualmente e sob um ponto de vista individual, os contratos são tornados isentos da instabilidade que o cruzar de fronteiras nacionais ou o transcorrer do tempo impõem a seus valores, visto já estar incorporada à formação de seus preços. Dito de outra forma, os mercados derivativos permitem que todo ativo seja avaliado, em relação a todos os demais ativos, em termos de seu potencial expectacional de *valorização*, seus *rendimentos*, seus *custos de carregamento* e seu *prêmio de liquidez* segundo uma unidade de medida indiferente a deslocamentos espaciais e temporais, o *dinheiro*, mas considerado de forma abstrata e, por isso enquanto representante geral da riqueza capitalista global.

Forma monetária global

Por estabelecer uma rede global de referência para a magnitude das diferentes taxas de remuneração dos capitais ao longo do tempo e do espaço, por intermédio de mecanismos de decomposição e reestruturação da exposição ao risco de cada parte constituinte dos balanços das empresas individualmente, o efeito sistêmico da circulação derivativa é a formação de um

horizonte global homogêneo à precificação dos ativos. A pervasividade da avaliação e da comparação entre preços, rendimentos e riscos de cada ativo de modo individual e desagregado representa, para Bryan e Rafferty (2006a, p. 9-10; 154), o estabelecimento enfim de uma unidade de medida universal e essencialmente capitalista para o valor, tanto decorrente quanto constituinte de formas de manifestação desenvolvidas das relações capitalistas – o que conduz as formas de existência concreta do dinheiro para ainda mais próximo de seu conceito. Trata-se, nesse sentido, de um movimento análogo ao que Marx observa nas diferenças entre o dinheiro em suas funções e em suas roupagens domésticas, nacionais, e as feições que assume para que cumpra estas mesmas funções quando suplantadas as fronteiras e superpostas as soberanias nacionais.

Ao deixar a esfera da circulação interna, o dinheiro se despe de suas formas locais de padrão de medida dos preços, de moeda, de moeda simbólica e de símbolo do valor, e retorna à sua forma original de barra de metal precioso. No comércio mundial, as mercadorias desdobram seu valor universalmente. Por isso, sua figura de valor autônoma as confronta, aqui, como dinheiro mundial. Somente no mercado mundial o dinheiro funciona plenamente como a mercadoria cuja forma natural é, ao mesmo tempo, a forma imediatamente social de efetivação do trabalho humano *in abstracto*. Sua forma de existência torna-se adequada ao conceito. (MARX, 1890, p. 215).

Em sua própria síntese, “o dinheiro mundial funciona como meio universal de pagamento, meio universal de compra e materialidade absolutamente social da riqueza universal.” (MARX, 1890, p. 217). Apesar de referir-se direta e explicitamente a metal precioso como medida de valor universal por excelência, Marx expressa acima de tudo a função que a forma monetária deve executar fora do âmbito das circulações monetárias domésticas, regidas por regras e por sociabilidades domésticas. É justamente o encontro desta multiplicidade de critérios domésticos – e, ainda, a sustentação da equivalência dos valores neste encontro – a que deve servir o dinheiro mundial. É também neste sentido que deve ser compreendida a função de denominador comum global elencada por Bryan e Rafferty ao sistema de derivativos.

A interpretação proposta pelos autores é de que o sistema conformado pela circulação da miríade de contratos financeiros derivativos designa um centro de gravidade ao ordenamento monetário, financeiro e produtivo global. Por mais que o crescimento e a preponderância dos contratos derivativos sejam ocasionados pelas exigências, em volume e em flexibilidade, da circulação financeira internacional, sua origem radical tem, *a priori*, uma causa subjacente, não redutível apenas aos requerimentos financeiros da chamada globalização, e que diz respeito, de forma imediata, ao seu papel fundamental no *cálculo capitalista*. Os contratos

derivativos, no entendimento dos autores, não somente são funcionais às relações capitalistas, como constituem uma forma-monetária global que orienta a acumulação de capital em escala universal. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 105-6).

Because derivatives are such liquid forms of capital (i.e. continually adjusting in value and readily tradable), and have as their distinctive role establishing price relations between bits of capital, they can also be seen as a form of money. This monetary function is (...) at the core of derivative growth in the last 25 years, providing a (flexible) foundation to global currency markets in an era when there are neither fixed exchange rates nor a single money unit such as gold playing the anchoring role. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 13).

Visto que, sob taxas de câmbio flutuantes, nenhum patamar de referência para a movimentação internacional de capitais é estável nem se estabelece enquanto centro em torno da qual as oscilações convergem, desaparece qualquer critério para a continuidade espacial e temporal do valor. Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 15), em um sistema produtivo global sob o regime de taxas de câmbio flutuantes, os derivativos financeiros alçam o papel de encaminhar uma *medida global de valor*, de criação privada e relativamente independente das soberanias nacionais, mas que executa a função imprescindível de estabelecer uma taxa de referência espacial e temporalmente uniforme às expectativas de rendimentos ajustados ao risco de todo o universo de ativos. Na interpretação dos autores, a circulação derivativa institui esta forma particular de posicionamento em relação às moedas nacionais porque, ao determinar a comensurabilidade imediata entre os retornos dos ativos, por intermédio de seus preços, executa um papel análogo ao do ouro durante a vigência do Padrão Ouro, porém com diferenciais de flexibilidade, de mobilidade e de plasticidade – sobretudo no que tange à criação endógena tanto de meio circulante quanto de capital fictício – pertinentes às formas de geração e de circulação de riqueza do sistema capitalista contemporâneo. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 15).

What if “Money” (cash) is itself risky and subject to our distrust of our ability to predict the future; what then best stores wealth? In a globalised world, where there are choices of currency (and time horizons of currency-related assets) in which to hold “Money”, this is precisely the case, for exchange rates cannot be predicted. That is, there is no single “Money” which can preserve value with relation to itself (...). (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 180).

Na ausência de um lastro nominal universal à circulação global, a promoção de uma única moeda nacional fiduciária função de unidade de conta às transações internacionais configura, neste sentido, uma segunda relíquia bárbara. Sua persistência traz consigo não

somente sua contradição fundante, manifesta no conflito entre os objetivos domésticos do Estado emissor e sua responsabilidade diante da necessidade global pela divisa-chave, como também as contradições resultantes do descompasso entre a arquitetura do sistema financeiro global, ainda pautada em sistemas produtivos nacionais, e as formas de cálculo e atuação do capital transnacional.

The notion that money's value is ensured by the state is not sufficient when money must convert between national currencies, states may manipulate exchange rates for domestic policy purposes and, indeed, much trade in financial markets is beyond the jurisdiction of nation-state authorities. So without state guarantees or a single commodity base, the current foundation of the global value of money must be found in the mechanisms generated by the global markets themselves. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 133).

A circulação capitalista global, pois, depende da incessante conversibilidade entre as diferentes moedas domésticas, processo que soberania nacional nenhuma é suficientemente capaz de legitimar e assegurar e que, por isso, permanece exposto ao também incessante risco de variação cambial. O valor de uso do dinheiro, em sua circulação monetária doméstica, é ser o equivalente universal das mercadorias e o representante geral da riqueza. Em sua circulação internacional, ou global, por sua vez, o valor de uso atribuído às diferentes moedas nacionais advém de sua capacidade de converter-se, e, portanto, ser equivalente às demais moedas nacionais em suas circulações monetárias domésticas. O que a circulação derivativa realiza é tornar possível esta conversão de todas as moedas em todas as moedas, e, portanto, entre todos os valores, não simplesmente em termos de taxas de câmbio no tempo presente ou futuro, mas no que diz respeito às taxas de juros, de rentabilidade e de valorização de capital e, portanto, às relações sociais portadas por cada sistema monetário doméstico. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 143). A circulação derivativa cumpre justamente a função de proporcionar unidade e estabilidade a movimentos transnacionais e intertemporais de capitais individuais em um sistema monetário internacional fiduciário, multipolar e instável. Segundo Bryan e Rafferty (2006a, p. 135), a mediação de uma transação por um contrato derivativo constitui uma forma particular de *meio de pagamento* internacional, social e temporalmente protegida contra riscos de variação das taxas de câmbio e de juros e das relações de produção, bem como, portanto, um instrumento de preservação do valor dos ativos transacionados, ou seja, uma forma particular de *reserva de valor*: uma que garante a continuidade e a estabilidade de outras reservas de valor.

(...) the concept of a "store of value" is itself subject to a need for an ongoing evaluation of equivalence, and, in return, equivalence in exchange is

contested by the apparent non-equivalence of different means of storing value. (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 179).

Estas duas características conduzem o valor monetário sistematicamente escorado na proteção das transações derivativas a uma forma desenvolvida de relação monetária, por mais que contratos derivativos não constituam meio de pagamento propriamente dito e, ainda, permaneçam sujeitos à unidade de conta das moedas domésticas. Transações *swap*, por exemplo, podem constituir um instrumento de financiamento, enquanto contratos futuros podem contribuir para a consolidação das posições dos balanços em cada momento do tempo. Ambos são casos de movimentos derivativos e, portanto, expectacionais, especulativos e fictícios, mas que, porquanto sistêmicos, determinam uma circulação monetária particular e exclusiva, mas efetiva, com efeitos à vista no tempo presente. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 135).

Em um contexto de ausência de fundamentos e critérios universais para a continuidade do valor do capital em seus circuitos internacionais de valorização, sobretudo em face da insuficiência dos mercados à vista de câmbio para assegurá-la, é no interior de sua própria circulação que são estruturados produtos para a cobertura contra a instabilidade monetária e para a garantia de continuidade do valor global da riqueza. Os contratos derivativos, enquanto uma circulação em específico, são a categoria de produtos financeiros cuja finalidade é a provisão de continuidade para os valores relativos dos ativos sob diferentes e instáveis denominações monetárias. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 268-74).

Derivatives provide what nation-state fiat money could not provide on a global scale: they secure some degree of guarantee on the relative value of different monetary units. (BRYAN; RAFFERTY, 2006b, p. 87).

A integração global das cadeias produtivas e dos mercados financeiros desprivilegia o predomínio de determinadas moedas nacionais na circulação monetária global e perturba a sustentação nacional das moedas domésticas enquanto unidades de conta para a mensuração do valor em âmbito doméstico. A preservação do valor socialmente determinado da riqueza tanto no cruzamento das fronteiras nacionais quanto ao longo do tempo permanece uma necessidade concreta, espaço que é preenchido precisamente por mecanismos de mercado. Mesmo sem determinar uma unidade contábil supranacional, a circulação derivativa viabiliza o exercício destas funções monetárias de preservação e estabilização internacionais no interior da própria circulação monetária global baseada em moedas domésticas, superposta às estruturas convencionais de chancela e garantia estatais. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 149).

Dito de outra forma, por ser constituída de uma rede de arranjos individuais entre agentes privados, bem como por ter como finalidade permitir a interface entre diferentes expectativas, horizontes temporais e sistemas monetários domésticos, a circulação derivativa se interpõe às circulações monetárias domésticas estabelecidas pela chancela soberana dos Estados nacionais. Às soberanias estatais que fundamentam cada instituição monetária doméstica, pois, não compete assegurar a continuidade das funções monetárias de suas moedas domésticas para além de suas fronteiras nacionais.

The problem implicit in the assumed ontological primacy of the national economic unit is that state money, defined as means of exchange, guarantees equivalence only within a national territory. The nation state cannot guarantee equivalence in inter-territorial exchanges, especially those that occur over time. States may try to stabilise national exchange rates and prime interest rates and maintain low inflation. They may also enforce the laws of contract in all exchanges. But they cannot guarantee equivalence in inter-territorial, inter-temporal transactions in the way they can with domestic, spot transactions. (...) outside the (...) focus on nation-specific exchange, supported inter-nationally by fixed exchange rates, money cannot be nation-specific. Inter-territorial and inter-temporal exchange, and especially those that relate to the store of value and unit of account, can have significant degrees of autonomy from the nation state's monetary security (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 146).

Ao mesmo tempo, contudo, o sistema de derivativos não substitui as circulações monetárias nacionais, nem se autonomiza em relação às economias nacionais, mas permanece acoplada a elas em termos de unidade de conta ao mesmo tempo em que configura uma circulação própria de riqueza, a qual se sobrepõe às esferas nacionais e exerce influência significativa sobre elas. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 137).

(...) derivatives bridge these different and variable national moneys and so add continuity to the global financial system. Where there cannot be trust that a dollar is a dollar is a dollar (because a dollar is not always 0.x of a pound or 1.x of a Euro), derivatives offer a form of conversion insurance. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 141).

São os derivativos financeiros, portanto, que, por sobre os regimes monetários fiduciários e as taxas de câmbio flutuantes que constituem o sistema monetário internacional contemporâneo, promovem a estabilidade e a previsibilidade fundamentais para o estabelecimento de contratos ente agentes privados, ou seja, individualmente. Em âmbito sistêmico, por sua vez, é a circulação derivativa global que organiza este sistema monetário internacional, não enquanto lastro, mas como equalizadora dos denominadores dos contratos

internacionais. Por tanto possibilitarem a extensão ou a compressão do valor dos ativos ao longo do espaço e do tempo, quanto, por consequência, possibilitarem a mensuração e o cálculo do valor e da rentabilidade dos ativos em termos de si mesmos e em tempo presente, os contratos derivativos exercem uma função fundamentalmente monetária e vestem o capital mobilizado por entre seus canais de uma posição hierárquica distinta, com características de *dinheiro mundial*: uma forma monetária que ultrapassa as convenções dos sistemas monetários nacionais e atravessa os riscos gerados pela conectividade ensejada pela globalização. O que o sistema de derivativos permite, portanto, é que a renda e a riqueza denominadas em moedas nacionais, isto é, em unidades de conta nacionais, que reservam valor de forma mais ou menos estável somente na circunscrição de sua sociabilidade doméstica e que operam enquanto meios de troca imperfeitos e instáveis no cruzamento de fronteiras nacionais, assumam a forma puramente abstrata de dinheiro em seus movimentos ao longo do espaço e do tempo. Aos capitais e formas de riqueza que, por sua vez, permanecem sob as formas de denominação monetária nacionais convencionais e, portanto, no escalão inferior da hierarquia monetária global, a instabilidade não somente se mantém, como se intensifica e se torna norma. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 87; BRYAN; RAFFERTY, 2006b, p. 90).

Este papel exercido pela circulação derivativa é a forma de relação monetária adequada às necessidades e condições de acumulação de capital financeiro particular ao período histórico da transição do século XX para o XXI e que se distingue radicalmente das demais formas líquidas de riqueza – seja dinheiro propriamente dito, sejam títulos de dívida, sejam ações. Sob o sistema de derivativos, *o próprio conceito de dinheiro corporifica a competição capitalista*. Isto porque, segundo Bryan e Rafferty (2006a, p. 155; 2006b, p. 90-1), os derivativos não são somente um tipo específico de contrato: eles consubstanciam um mecanismo de recálculo recorrente que enseja um sistema computacional global para a vinculação, reconciliação e compatibilização das distintas formas de capital a um único conceito, concreto – ainda que imaterial, especulativo e fictício – de valor. Esta transformação que, por sua vez, torna possível, para além da simples medida de equivalência estática, um processo dinâmico de comensuração em termos de performance financeira. O cálculo de precificação dos contratos derivativos concatena o potencial de rentabilidade com o perfil de risco, ambos variáveis expectacionais estimáveis pelo entrecruzamento das múltiplas avaliações intersubjetivas sobre as informações disponíveis e das múltiplas formas de manifestação de riqueza, devidamente individualizadas e referidas a seus mercados devidamente segmentados. Mais, portanto, que tanto um simples título de propriedade quanto um instrumento externo à circulação e à acumulação de capital, a circulação derivativa

finalmente *externaliza na própria medida do valor* e, portanto, nos preços dos ativos, o processo de competição intercapitalista que constitui o movimento do capital. Na interpretação dos autores (2006a, p. 137), trata-se de uma forma monetária tanto lógica quanto historicamente desenvolvida que dinamiza e intensifica a competição pela valorização na própria esfera de precificação dos ativos e enfim institui um sistema global de relações monetárias.

By providing a means to compare the value of (commensurate) different sorts of financial assets in highly liquid markets, derivatives came to provide a measure of a value of capital against which all different forms of capital, including national currencies, could be benchmarked. (...) Each derivative contract embodies a specific (but ongoing) process of commensuration between particular forms (or attributes) of capital across time and space. Collectively, however, *as a system of derivatives*, they permit the commensuration of all capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 268, grifos no original).

A circulação derivativa, segundo a interpretação proposta por Bryan e Rafferty (2006a, p. 139-43), nesse sentido, preenche o hiato de estabilidade e previsibilidade sobretudo cambiais legado pela ruptura do lastro das moedas centrais com a mercadoria ouro. É a segurança propiciada pelas transações derivativas, pois, que torna possível a travessia entre os diferentes mercados domésticos e as diferentes denominações monetárias domésticas, sujeita por isso a múltiplas incidências de flutuação cambial. A diferença fundamental, contudo, é que a integridade e a continuidade proporcionadas pela circulação derivativa global advêm da força das posições especulativas nos mercados financeiros globais, não da soberania de um Estado Nacional hegemônico, de uma concertação supranacional ou de um compromisso e uma confiança tácitos estabelecidos entre os Bancos Centrais dos países centrais. Tal característica, inclusive, é elemento constituinte dos contratos derivativos, desenhados e desenvolvidos precisamente com vistas à facilitação das transações entre diferentes sistemas monetários e diferentes relações de produção nacionais, sustentada pela agilidade na marcação a mercado dos preços dos ativos e pela rápida disseminação da informação por entre os agentes financeiros.

Seus mecanismos, por sua vez, não instituem um sistema monetário propriamente dito, somente conformam uma rede global de cálculo, equivalência e conversibilidade a partir da miríade virtualmente ilimitada de contratos individuais. Nesse sentido, o sistema de derivativos somente em termos individuais e privados baliza a circulação de mercadorias, dinheiro e capital e, ao invés de estabelecer um efetivo mecanismo de estabilização, apenas neutraliza individualmente as consequências da instabilidade – e cobra um preço por seus

serviços, os quais são acrescidos aos custos da atividade produtiva. (BRYAN; RAFFERTY, 2006b, p. 87).

The “redeemability” of a derivative contract depends not so much on the reliability of states’ monetary units (for this reliability is itself the object of some derivatives) as on the reliability of parties to derivative contracts (a role that non-state actors, such as rating agencies, derivative industry associations, investment banks and auditing firms, help to monitor). It is here we see elaborate measures (such as credit ratings and margin calls and credit derivatives themselves, such as credit default swaps) used to support reputation financially. This is a system of private, not state guarantee. (BRYAN; RAFFERTY, 2007, p. 147-8).

Mas o que torna única a forma monetária estabelecida pela circulação derivativa é o fato de que um contrato derivativo torna-se em si a consubstanciação de um cálculo competitivo individual de precificação de cada componente – ativos e compromissos financeiros – dos balanços dos capitais individuais de forma desagregada e em tempo presente. Nesse sentido, os derivativos constituem um mecanismo cuja finalidade é garantir a continuidade espacial e temporal do valor, função fundamental aos capitais individuais de alcance global. Seu papel é constituir virtualmente um lastro imaterial ao sistema monetário internacional fiduciário pós-1973.

They are, in this sense, “behind the scenes” money, ensuring that different forms of asset (and money) are commensurated not by state decree but by competitive force. In this sense, the effect of derivatives is to merge the categories of capital and money: to bring liquidity to the market for financial assets, making all assets more like money, and to bring capital-like attributes to money – at the extreme, presenting money as itself capital. (...) they change money from being something that facilitates capitalist competition to being itself determined by the competitive processes of capitalism. (BRYAN; RAFFERTY, 2007, p. 153-4).

Aqui, contudo, fazem-se necessárias uma interrupção na construção dos nexos causais dos significados da estruturação deste metapatamar de intermediação às relações de valor em âmbito global e um excursão voltado a parte dos limites da interpretação e mesmo da compreensão manifestos na construção lógica de Bryan e Rafferty, os quais aparecem sobretudo como recorrentes dificuldades terminológicas, se não conceituais. Os autores consideram uma contradição o fato de a circulação derivativa ser uma forma fundamentalmente privada de circulação ao mesmo tempo em que permanece a centralidade do Estado tanto na determinação do que constitui meio de pagamento quanto na asserção, ou coação, de sua circulação. Isto se

dá porque os autores partem de uma falsa dicotomia quanto ao fundamento e à natureza do dinheiro nas economias capitalistas. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 138).

By convention, a money system can have two possible foundations that ensure its acceptability in the functions of means of exchange, store of value, etc. Either it must have some intrinsic value, which makes people happy to hold money in its own right, or it is token money, which must be backed by some recognised authority which guarantees the convertibility of monetary tokens into real assets. Invariably, this authority is understood as the nation state. Hence these alternative foundations can be understood as the difference between commodity money and state money. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 137).

Além de não reconhecer que não se tratam de categorias excludentes, mas complementares, Bryan e Rafferty (2006a, p. 137) asseveram que um contrato derivativo não somente constitui dinheiro propriamente dito como se trata de dinheiro de criação e de garantia eminentemente privadas, à revelia e mesmo em desafio às autoridades e às soberanias estatais. Ao mesmo tempo, contudo, reconhecem que, por um lado, os derivativos não substituem e nem mesmo suplantam o dinheiro estatal, visto que seguem denominados em unidades de conta estatais, o que delimita a sua indissociabilidade em relação a alguma soberania estatal – sobretudo pela confiança depositada na circulação monetária encetada por este soberano. Por outro lado, reconhecem que, de modo análogo ao ouro, mas de formas substancial e mesmo essencialmente distintas, os contratos derivativos são produto de trabalho humano e, por isso, em si dotados de valor – porquanto meios aperfeiçoados de portar valores ao longo do espaço e do tempo, –, o que também de modo análogo mas distinto, torna sua aceitabilidade dependente da confiança depositada pelas contrapartes dos contratos.

Nor, we assert, is it satisfactory to pose financial derivatives simply as state money, for it strips the concept of state money of meaning. It suggests that any liquid asset denominated in a national currency rests on the guarantees of the state of that national currency, even if the state itself has no knowledge of, or regulatory capacity in relation to, that asset. Moreover, this interpretation seems at odds with the wider concern expressed by advocates of state money that assets such as derivatives have reached beyond the regulatory capacity of nation states. (...). To call derivatives a form of state money in this context is reductionist and probably wishful thinking on the part of those who seek to keep the nation state at the centre of global finance. Accordingly, with other possible explanations rejected, we look to financial derivatives as a form of commodity money. While derivatives may not be commodities in the usual sense of the term, they are a type of commodity (...) that is

produced to serve explicitly *monetary functions*. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 138-9).

A identificação desta aparente contradição é resultado de sua interpretação enxergar somente duas alternativas, necessariamente excludentes, ao fundamento da circulação monetária informada pelo sistema de derivativos: ou trata-se de moeda fiduciária, dependente de chancela estatal, mas que circula para além das soberanias dos Estados que as originam; ou trata-se de moeda-mercadoria, plenamente desatrelada e mesmo independente de chancelas estatais. A contradição entre o sistema de derivativos ao mesmo tempo transcender as circulações monetárias domésticas e permanecer atrelado a elas advém de os autores não compreenderem que são os sistemas bancários internacionais os gestores monetários por excelência, sobretudo no mundo pós-1973 – atividade na qual se coadunam interesses e intervenções privadas e públicas. Esta contradição e esta insuficiência analítica conduzem os autores à conclusão insólita de que um contrato derivativo é uma moeda-mercadoria – interpretação que, contudo, uma vez efetuadas as devidas mediações, e tomada sobremaneira como uma analogia, não será de todo infrutífera.

(...), our argument (...) is that where the popular credibility of money does not rest on state guarantees, it must have some other material basis: it must in some sense be commodity money. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 152).

Para não se incorrer em uma injustiça, é preciso primeiro esclarecer que, para os autores, contratos derivativos são mercadorias porquanto processos de produção no interior do processo de circulação capitalista, isto é, não dizem respeito à criação de valor e de mais-valia, mas compõem seu processo de distribuição por entre as figuras parciais do capital:

Financial derivatives are produced (as contracts) and offered on the market as products of the labour of financial institutions and operatives that stitch up the deals. That they may be re-traded at variable prices and for speculative purposes is a secondary matter and true of most commodities anyway. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 153).

Seu valor, por sua vez, advém não das mercadorias e das relações contratuais das quais derivam, mas justamente de sua função de comensurar os valores de outras mercadorias, sejam produtos diretos do trabalho, dinheiro ou capital – função a qual, porque dependente de um cálculo especulativo e da correlação de forças quando do estabelecimento do contrato derivativo, constitui também uma mercadoria.

(...) more generally, we frame the value created by derivatives in terms of the active computation and commensuration of the value of other commodities. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 153).

E é à execução desta função que os autores se referem quando afirmam que o dinheiro-derivativo tem como base uma mercadoria:

There is, perhaps, a temptation in the context of commodity derivatives to pose the value of a derivative in terms of the value of the ‘underlying’ commodity (e.g. that the value of a wheat futures contract is somehow linked to the value of a tonne of wheat). But this does not capture the value of a derivative itself as a commodity. *The commodity basis of derivative money is not in the reduction of money to some other commodities, but the commodified role of commensuration that derivatives perform.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 154, grifo nosso).

No entendimento dos autores (2006a, p. 155), os contratos derivativos são usados *como* dinheiro no sistema financeiro internacional, mesmo que não enquanto meio de troca – o que, em sua interpretação, não os desqualifica enquanto dinheiro, fundamentalmente em função da compreensão de que “algo que funciona como dinheiro *é* dinheiro”. Isto, para os autores, os caracteriza enquanto moeda. O que os caracteriza enquanto moeda-mercadoria, isto é, a sua fundamentação em uma base material, por sua vez, é, além da decorrência lógica de não se tratar de dinheiro estatal, dada o binarismo de sua interpretação, o fato de que são o produto de cálculos especulativos e, portanto, trabalho imaterial.

In what sense are they commodity money? There are two answers. First, they logically need to be. They are not state money, and are only minimally guaranteed by states (via their utilisation of nation states’ units of account, state stabilisation of exchange rates and enforcement of the law of contract). Yet they are used extensively in global money functions. *They therefore must have a material basis to sustain their use as money.* Secondly, unlike many other forms of money which are simply titles to ownership, financial derivatives actually do something: *they are computations, not merely statements of equivalence, and they are valued because of their in-built computations.* In this sense, *they are products* (commodities) as well as money. If derivatives are, for better or worse, market-created money without formal nation-state guarantees, what anchors secure the stability of this new money system? *Derivatives show that there are commodified links that bind the financial system.* Derivatives are themselves commodities to be bought and sold, and they are distinctively capitalist commodities that arise and terminate exclusively within the sphere of circulation. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 155, grifos nossos).

No entendimento dos autores, portanto, a circulação derivativa só é capaz de cumprir esta função *porque* os contratos derivativos constituem-se de uma interseção entre mercadoria e dinheiro: por serem o produto de cálculos e, portanto, de trabalho imaterial, além de intercambiáveis em mercados primários e secundários, consolidam-se enquanto mercadorias; e, porquanto executam uma função de precificação, eminentemente monetária, consolidam-se enquanto dinheiro. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 131-2). Ao mesmo tempo, eles são também uma forma de propriedade de ativos, assim como de meio de pagamento. Postas estas três funções juntas – unidade de conta, meio de troca e reserva de valor –, os derivativos só podem ser em si dinheiro. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 135).

Esta não é, contudo, a interpretação aqui subscrita e desenvolvida. Em primeiro lugar, o simples fato de serem numerados em unidades de conta externos – isto é, em preços – ao invés de em taxas em relação a si mesmos, como taxas de juros, não permite atribuir aos contratos derivativos a forma de dinheiro propriamente dito. Em segundo lugar, a dicotomia entre moeda-estatal e moeda-mercadoria é uma falsa questão, porque mesmo o curso de uma mercadoria em separado das demais para fins de dinheiro depende da chancela estatal para, no mínimo, a garantia de sua relação de valor mas, sobretudo, para sua imposição enquanto meio de pagamento válido para o cumprimento dos contratos. Em terceiro lugar, contratos derivativos de fato são direitos de propriedade, imbuídos de cálculos, estimações e especulação, mas como o são todos os demais títulos financeiros – inclusive a categoria simples de títulos de crédito –, ainda que de formas específicas e distintas. Em quarto lugar, não é o contrato derivativo *em si* que atua como reserva de valor: são as relações de preços e os compromissos de compra e venda, de modo geral, acordados em contrato que expandem a função reserva de valor da denominação de um ativo em determinada moeda doméstica no cruzar de fronteiras nacionais e com o transcorrer do tempo. E em quinto lugar, por fim, não é o fato de os contratos derivativos constituírem-se enquanto mercadorias, portadoras de valor de uso e de valor, que torna o sistema monetário internacional em que operam de modo tão decisivo como fundamentado em dinheiro-mercadoria. Estas ressalvas, contudo, não tornam inertes as conclusões a que Bryan e Rafferty chegam, as quais, uma vez compreendidas à luz dos pontos de vista aqui adotados, corroboram com o papel central que se atribui à circulação derivativa no sistema monetário internacional contemporâneo.

It follows that financial derivatives are now a pivotal aspect of competition between capitals. The centrality of money capital to the whole accumulation process sees derivatives disciplining the terms on which (and the locations in which) money capital is transformed into productive capital and the terms

on which the output of production is transformed back to money capital. The competitive discipline in the sphere of money capital asserts direct pressures on capital in production, and thereby in the labour process, because all capital, everywhere, needs to be (and is being) actively compared for its on-going profitability. This competitive commensuration is what makes derivatives distinctly capitalist money (...). (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 155).

E é em função disso que, na interpretação aqui aventada, entendem-se os contratos derivativos não como dinheiro internacional, lastreado em uma mercadoria peculiar, mas como estabelecadores, a nível sistêmico, de um patamar superior de cálculo e de proteção do qual se vestem os fluxos internacionais de renda e de riqueza, com vistas à continuidade de seu valor ao longo de seus circuitos descompassados e deslocalizados de valorização. A tese aqui desenvolvida discorda da afirmação de Bryan e Rafferty de que “(...) *derivatives are not just functional to capital but are also to be seen as a new (commodity) money (...)*”, mas concorda com a sua sequência, “(...) *facilitating a more globally oriented scale of accumulation.*” (2006a, p. 106). Dito de outra forma, é por isso que optou-se por assimilar o sistema de derivativos como outorgante de uma *forma monetária global* ao dinheiro – compreendido aqui enquanto conceito, imperfeitamente corporificado nas moedas domésticas chanceladas pelas respectivas soberanias estatais – de modo análogo e mesmo complementar ao canal pelo qual a operacionalidade da circulação derivativa refina a precificação de ativos.

A síntese desta interpretação, que, por ao mesmo tempo relativizar e requalificar a posição de Bryan e Rafferty, definitivamente a torna congruente com a matriz conceitual que fundamenta este trabalho, é de Palludeto (2017):

(...) os derivativos permitem a comparabilidade de distintos ativos não por funcionarem como dinheiro, mas por se apresentarem como uma mercadoria que, por precificar o risco, estabelece a equivalência entre os retornos de distintas modalidades de aplicação do capital ajustadas pelo risco. Em outras palavras, tornam-nas comensuráveis não porque lhes dão uma mesma unidade pela qual se medem, funcionam como meio pelo qual se intercambiam ou mesmo conservam valor pelo qual essas modalidades poderão potencialmente ser trocadas, tradicionais funções pelas quais se definem o dinheiro. Pelo contrário, os derivativos tornam-nas comensuráveis por permitirem a aplicação dessas funções no cálculo capitalista, ao serem o meio de negociação do risco associado a uma determinada aplicação. Em outras palavras, os derivativos *permitem* que essas funções se apliquem a uma gama mais extensa de decisões, isto é, possibilitam a realização do cálculo prospectivo capitalista em um contexto de maior instabilidade. (2017, p. 17, grifo no original).

Isto é, contratos derivativos não são dinheiro, quer dizer, unidade de conta, meio de troca ou reserva de valor propriamente ditos: são um canal pelo qual se transmutam as formas pelas quais o dinheiro cumpre suas funções monetárias – sobretudo a de medida de valor – em diferentes circulações domésticas e em diferentes registros temporais.

(...) the commodity value of a derivative is to be defined in terms of what a derivative does, not what it represents. What it represents is merely a book value of an asset; what it does is provide “designer” mechanisms of risk conversion, for which the trader is prepared to pay. Take, for example, a \$100 fixed interest debt that is entered into an interest rate swap. The swaps ‘represents’ a value of \$100, but the intrinsic value of the interest rate swap is what that swap ‘does’: it gives the holder of a \$100 fixed rate debt token the capacity to have interest paid, in terms of a variable rate of interest, in yen or Euros, rather than at a fixed rate in dollars. That ownership is fundamentally different from holding a \$100 token from the US Federal Reserve. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 154).

Trata-se de uma relação de complementaridade com a forma derivativa de precificação porque, uma vez disseminada sistemicamente, esta lógica aperfeiçoa e complexifica o cálculo e a tomada de decisão para a composição das carteiras e dos balanços dos capitais individuais. Com isto, o próprio conceito de liquidez sofre uma transformação fundamental. Sob a profundidade e a pervasividade da circulação derivativa global, o conceito de conversibilidade com o mínimo de mediações e com o mínimo de perdas, em termos de valor, entre um ativo e uma forma monetária de riqueza deixa de ser uma definição suficiente de liquidez e torna-se também relíquia bárbara das formas históricas passadas – isto é, anteriores ao sistema de derivativos – de circulação de riqueza. A conversibilidade entre formas produtivas, formas financeiras e a forma geral da riqueza – o dinheiro em cada uma de suas denominações domésticas – deve passar, em primeiro lugar, a contemplar também o deslocamento *no espaço e no tempo*, isto é, a precificação dos ativos deve se dar de forma a equalizar as diferenças entre os regimes de acumulação nacionais e os horizontes temporais de capitalização, cálculo que deve incorporar as oscilações das taxas de juros, das taxas de câmbio e dos múltiplos estados de expectativas sobre o potencial de rentabilização de cada ativo em si. Em segundo lugar, a conversão deve, em função da miríade de riscos aos quais cada transação e cada transição estão expostas, passar pelo menor número de intermediários possível. Melhor ainda, a conversibilidade e mesmo a simples comensurabilidade devem se dar de forma imediata, isto é, sem nenhuma intermediação monetária, qualquer que seja sua denominação nacional. As taxas de conversão entre quaisquer duas formas de ativos, cujo cálculo deve

compreender o maior número de variáveis expectativas o possível, são formadas nos mercados derivativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 149).

“Liquidity” is what derivative markets are all about. They break down the traditionally conceived liquidity difference between forms of money, financial assets of various sorts and between those assets and trades commodities. (...) *All moneys have become readily convertible into each other, and large trade in secondary markets endures that these conversions are instant and at globally consistent rates.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 149-50, grifo nosso).

O efeito principal da circulação derivativa, nesse sentido, é explicitar o caráter monetário de qualquer ativo, reproduzível ou financeiro, bem como, em última instância, o caráter financeiro de toda mercadoria, o que dá concretude e visibilidade *imediatos* aos processos de valorização capitalista inclusive em suas formas de manifestação mais concretas e mais veladas – *i.e.*, fetichizadas.

Em função da rede de comensurabilidade imediata tornada possível pela circulação derivativa, que aglutina as diferenças espaciais e temporais de toda categoria de ativo, seu resultado líquido é a dissolução das diferenças, sob o ponto de vista da valorização de capital, entre as múltiplas formas de existência do capital – com destaque para as formas de capital-mercadoria e capital-dinheiro –, bem como entre as múltiplas categorias de ativos, todas agora imediatamente representantes gerais e líquidas da riqueza global, desde que computadas e precificadas no interior do sistema de derivativos. A riqueza global, por mais que mensurada anacronicamente em unidades de conta nacionais, passa a ter a medida do seu valor formada em um único mercado, também global, e se encontra protegida, ainda que especulativamente, contra oscilações cambiais e diferenciais de taxas de juros domésticas. Em função destas características, por sua vez, as formas de riqueza vestidas em roupagem derivativa passam a constituir o meio de pagamento internacional *par excellence*, assim como, ao mesmo tempo, a forma capitalista global de reserva de valor.

A precificação à vista de um ativo significa apenas a sua mensuração em termos de determinada moeda doméstica e a preços correntes, o que, possibilita a sua equiparação e conversibilidade contra o todo o universo de ativos denominado na mesma moeda no mesmo tempo. Sob a inteligibilidade proporcionada pela circulação derivativa, por sua vez, o mesmo ativo torna-se não somente imediatamente equiparável como também virtualmente conversível a qualquer outra forma de ativo, sob diferentes denominações monetárias, sob diferentes horizontes temporais, sob diferentes condições de rentabilização e neutralizados os riscos aos quais este conjunto de conversibilidades se expõe. Trata-se, nesse sentido, de uma medida de

valor lógica e hierarquicamente superior em termos de completude, abrangência e liquidez. Sob esta grade de inteligibilidade, todos os ativos, reais e financeiros, se tornam mercadorias, formas de riqueza em circulação e equiparáveis e intercambiáveis entre si com referência a uma mesma *unidade de conta global*. Do mesmo modo, toda mercadoria concreta, tangível ou intangível, torna-se capital, porque portadora de determinado potencial expectacional de rentabilização e, portanto, precificável a valor presente de forma já ajustada à exposição ao risco de cada etapa de conversão, tanto para a realização do valor quanto para sua simples existência em relação ao universo de capitais em determinado momento do tempo. O que a circulação derivativa institui, nesse sentido, é um *sistema de equivalência universal* global, intertemporal e de atualização em tempo real para os estoques e os fluxos de valor.

Universal, em primeiro lugar, porque permite a travessia das descontinuidades espaciais e temporais do valor, provendo, ainda que de forma restrita, individual e privada, estabilidade e previsibilidade aos preços das mercadorias e do dinheiro, ou, especificamente, às taxas de câmbio e de juros. Dessa forma, operam, portanto, não diretamente enquanto reserva de valor, como determinam Bryan e Rafferty, mas enquanto instrumentos de garantia da continuidade espacial e temporal das formas convencionais de reserva de valor. E, em segundo lugar, porque constitui uma rede de cálculo e de provisão de informação instantânea e em tempo real para qualquer instante do tempo acerca do valor expectacional dos ativos de capital, produtivos ou financeiros. Estas duas funções, em conjunto, por tornar miscíveis a rentabilidade dos capitais e a sua conversibilidade em formas monetárias, acaba por virtualmente fundir as categorias de dinheiro e de capital, isto é, torná-las fungíveis entre si enquanto formas globais e intertemporais de riqueza capitalista. Trata-se, nesse sentido, da explicitação da base lógica e material global que fundamenta a circulação, a valorização e a acumulação de riqueza, para muito além da redução do significado do dinheiro a uma determinada mercadoria. Isto é, trata-se da mercadorificação da própria precificação dos ativos, porque consubstanciação de um cálculo competitivo e especulativo a se concretizar em um contrato. Os ativos assim referenciados, por sua vez, tornam-se, imediatamente equiparáveis entre si em termos de rentabilidade, irrespectivamente a sua origem e a suas características, isto é, aos riscos que carregam. O sistema de derivativos constitui a instância superior de cálculo e monitoramento que absorve as descontinuidades sociais e temporais da circulação global de riqueza. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 153-4; 159; 2006c, p. 278).

Mas isto não significa, por sua vez, que o sistema de derivativos torne, ou sequer pretenda tornar, a circulação global de riqueza impervia a crises. Pelo contrário: por mais que seus resultados individuais sejam de forte potencial estabilizador em âmbito microeconômico,

quando tomados de forma agregada, macroeconômica, apresentam-se como somente um entrecruzamento de posições especulativas em tempo presente e em tempo futuro entre miríades de estruturas de ativos e de passivos denominadas em diferentes moedas nacionais e com diferentes prazos de maturação. Esta configuração particular à estrutura de expectativas e de garantias à preservação e à valorização da riqueza conforma um potencial de risco sistêmico ao menos tão alavancado e frágil quanto a formação de posições especulativas individuais nos mercados derivativos.

Em primeiro lugar, a própria natureza da circulação derivativa a dispõe de forma particular frente à confiabilidade e à continuidade da reprodução capitalista. Apesar da formação de alguma normatividade e disciplina em torno das negociações e das relações contratuais, sobretudo na forma de compulsão ao cumprimento dos contratos, trata-se de um regime regulatório em grande medida alijado de maiores institucionalidades justamente porque a convenção-chave é a precificação e a comercialização do próprio risco, em suas múltiplas formas. A mercantilização dos riscos individuais, ao constituir uma circulação global profunda e pervasiva – e, portanto, sistêmica –, torna-se uma prática coletiva a qual, contudo, não abrange o próprio caráter sistêmico dos riscos em série negociados. (BRYAN; RAFFERTY, 2006b, p. 88).

The financial derivatives now in use are based on a notion of abstract, monetized risk that organizes the circulation and pricing of derivatives and thus the activity of speculative capital. Yet the very process that prices and commodifies also conceals its own social character, making more difficult the task of visualizing the systemic risk of having a system based on abstract, monetized risk. (LIPUMA; LEE, 2004, p. 55).

Em segundo lugar, independentemente do progresso técnico e do aperfeiçoamento dos instrumentos de cálculo, o isolamento, a mensuração e a precificação dos riscos sempre carregarão consigo uma incompletude fundamental, um componente imponderável de incerteza radical. No momento da intensificação da volatilidade dos mercados, este componente de incerteza não somente ganha relevância como pode se multiplicar. O fato de a circulação derivativa envolver, para além das percepções de risco corrente, a negociação de expectativas de risco futuro, assim como de percepções de risco sobre as percepções de risco, agrava ainda mais a tendência à instabilidade sistêmica, visto que se estabelecem graus infinitamente adicionais de sobreposição de conectividade, de volatilidade e de incerteza.

Como, ademais, é o movimento de valorização portado pela especulação sobre a circulação dos riscos que determina o valor corrente dos contratos derivativos, o próprio

conceito de liquidez dos agentes se transfigura de característica dos estoques e fluxos das diferentes formas de riqueza em capacidade de acesso à circulação derivativa, *i. e.*, de capacidade de conversão de estoques e fluxos de riqueza às formas pretendidas espacial e temporalmente. Nesse sentido, é a incapacidade de conversão entre as formas de riqueza, por mais que comensuráveis – isto é, a iliquidez –, que se torna a principal fonte de risco sistêmico, assim como se torna a forma de manifestação primeira de crises sistêmicas – à qual se segue a desvalorização dos ativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2013, p. 146; 2011b, p. 201; LiPUMA; LEE, 2004, p. 135-6).

A competição intercapitalista sob a circulação derivativa

Por tornar fungíveis e indiferentes a natureza e as formas dos estoque e fluxos de riqueza, sob a roupagem derivativa comprimidos unicamente a seu potencial de valorização em termos de performance, isto é, em sua rentabilidade ajustada ao risco, a circulação derivativa acaba não por introduzir uma nova lógica à acumulação, mas por explicitar a lógica de valorização capitalista subjacente a toda relação econômica e, ao torná-la transparente, torná-la também inescapável. A transformação que impõe à realidade da produção material, nesse sentido, é somente a evidenciação de lógicas, processos e mecanismos que já operam sobre a atividade econômica capitalista, mas que, em função desta atualizada transparência, são alçados definitivamente a regentes explícitos da realidade, sob a forma de princípios e regras segundo os quais as atividades econômicas devem imperiosamente operar.

A amalgamação da riqueza monetária, dos ativos reais e financeiros e das mercadorias em uma medida global e intertemporal de valor proporciona também o monitoramento global e em tempo real da performance de cada instância de alocação de capital em termos de rentabilização ajustada ao risco. Desse modo, tem como consequência patente informar a tomada de decisão capitalista de forma mais precisa e minuciosa, com atualização instantânea e com referência a cada momento do tempo. Seu impacto mais concreto e mais significativo, nesse sentido, é sobre a lógica de avaliação e de tomada de decisão acerca da geração e da movimentação da riqueza, bem como, portanto, sobre a premência da competição capitalista.

A precificação computada no interior de um sistema global descentralizado de mensuração e avaliação concatena em um único mercado e a tempo presente o valor dos ativos de qualquer setor de atividade econômica sob qualquer regime de regulação, sob qualquer denominação monetária doméstica e sob qualquer horizonte temporal. Trata-se, nesse sentido,

de uma interface capaz de virtualmente estabelecer a estabilidade e a continuidade das relações individuais de equivalência monetária, no tempo e no espaço, tanto *entre* quanto *ao longo* dos circuitos de valorização dos capitais individuais. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 168; 2011a, p. 178).

Em sua forma de manifestação mais imediata, a concorrência capitalista diz respeito à concorrência *entre* diferentes circuitos de acumulação, ou seja, *entre diferentes capitais individuais* produtores de uma mesma mercadoria M em disputa por mercados para realização do mais valor M' gerado no processo produtivo. A competição pela valorização, contudo, não se restringe a esta dimensão concreta, mas fundamenta todas as etapas da metamorfose dos capitais, em disputa pela apropriação da mais-valia gerada na esfera concreta da produção. A pressão pela valorização, sob o ponto de vista do processo do global do capital, D-M...P...M'-D', se manifesta de maneira entrecruzada, tanto verticalmente, *entre os diferentes circuitos dos capitais individuais*, quanto horizontalmente, *ao longo das diferentes formas que os capitais assumem em cada circuito individual*. Toda forma de capital, nesse sentido, está imediatamente exposta à concorrência intercapitalista, mas sujeita a pressões distintas conforme a correlação de forças específica às formas concretas de capital em questão.

Cada transição interna ao longo dos circuitos é uma instância de competição entre diferentes figuras do Capital, em disputa pela apropriação da quantidade de mais-valia global gerada na produção M...P...M'. A concorrência entre Capital Comercial e Capital Industrial se manifesta na compra dos insumos e na venda do produto final, relações representadas nos segmentos D-M...P e P...M'-D'; enquanto a concorrência entre Capital Industrial e Capital Bancário, manifesta na taxa de juros e representada pelos segmentos D-M e M'-D', determina tanto a alocação inicial de capital quanto a distribuição dos resultados no final do circuito.

Ou seja, cada intermediação e cada metamorfose ao longo do circuito global do capital corresponde a uma transação para a qual, apesar da equivalência, não há nenhuma garantia *a priori* de estabilidade e de continuidade *do valor*. Dito de outra forma, ao longo dos diferentes momentos do circuito de valorização do capital, apesar das relações de equivalência postas pelas relações de compra e venda, as distintas formas assumidas pelo capital não detêm as mesmas posições competitivas em cada um de seus respectivos mercados. Mais ainda, elas representam poderes de comando distintos quando considerados seus deslocamentos espaciais e os seus horizontes temporais de valorização. A dimensão de valor representada por cada forma específica se altera porque o capital, conforme se transmuda ao longo de seu ciclo de valorização, transita pelas diferentes taxas de juros que ordenam as transformações entre Capital Monetário e Capital Industrial, pelas diferentes relações comerciais entre ofertantes e

demandantes, tanto no fornecimento quanto no escoamento da produção, e pelas diferentes relações de produção em si. A relação de valor portada por cada estoque de capital, portanto, varia a cada metamorfose, visto que contingente à exposição a diferentes espaços de concorrência e de acumulação e a diferentes horizontes temporais de rentabilização e de expectativas. Um estoque de dinheiro está sujeito às taxas de juros e de inflação domésticas, enquanto um estoque de bens de capital está sujeito não somente a custos de carregamento, depreciação e ao risco de obsolescência, como também a diferentes perspectivas de rentabilidade a depender do mercado em que está inserido. Do mesmo modo, mercadorias produzidas e realizadas em mercados diferentes e em diferentes momentos do tempo carregam custos de produção e formações de preços específicas. A todas estas instâncias de descontinuidade, por fim, se assoma a possibilidade de variação cambial. Por isso, a cada etapa de transformação cabe, a todo momento, um recálculo instantâneo do valor representado por cada estoque de riqueza. No entendimento proposto por Bryan e Rafferty (2006a, p. 169-71), esta intermediação é a função específica dos mercados derivativos: o sistema de derivativos opera de forma a suspender estas descontinuidades e, portanto, a reafirmar o valor, e o poder, de um mesmo capital ao longo de todo momento de seu processo de valorização.

Segundo os autores, o desenvolvimento acarretado pelo estabelecimento da circulação derivativa é a concessão de visibilidade e mesmo de formas concretas de manifestação a estas esferas abstratas de valorização do capital, o que precisamente possibilita o monitoramento e o recálculo recorrente. Seu resultado sobre as relações capitalistas é o estabelecimento de uma dimensão comum e uniforme para a competição intercapitalista: um *level playing field* sobre o qual todas as formas de capital são equiparáveis entre si. Dito de outra forma, o sistema de derivativos simplesmente revela que cada etapa do processo produtivo, acessada conforme o capital se metamorfoseia, é também em si uma instância de valorização de capital, constituinte de uma forma específica de alocação de capital e, como todas as demais, sujeita a cálculos de precificação e à concorrência intercapitalista. O sistema de derivativos somente torna explícito e imediatamente verificável o quanto todas as categorias da atividade econômica estão submersas na lógica concorrencial da acumulação capitalista, a qual sua operacionalidade homogeneíza internacional e intertemporalmente.

Sob o sistema de derivativos, ademais, a validação da continuidade do valor ao longo do circuito de valorização deixa de ser um evento *a posteriori*, especulativamente estimável mas confirmada somente ao final da realização de mais-valor em mais dinheiro – isto é, após o salto mortal da mercadoria –, e passa a ser determinável no tempo presente e ajustável instantaneamente em função de contratos futuros, transações *swap* ou qualquer outro arranjo

derivativo que estabeleça *ex-ante* e especulativamente ao menos os resultados pretendidos. Desse modo, os termos das transições entre as formas de capital podem ser a todo instante recalculados e reajustados, o que torna possível se não a predeterminação dos resultados ao final do circuito, ao menos a visualização, no tempo presente, das perspectivas de rentabilização de toda e qualquer instância de alocação de capital.

Rather than thinking of the process of recalculation as a retrospective validation (or not) of an initial valuation (for example that the value of output is validated (or amended) when it eventually sells in the market), derivatives make the process of validation and amendment simultaneous: the value of output to be sold in the future can be validated now via a futures contract. The value of M (e.g. a stock of Canadian dollars) gets re-valued over time, and especially across space as this M gets converted to other currencies in foreign exchange and interest rate futures markets. The value of C (a tonne of wheat) is in a continuous process of calculation as the wheat futures market keeps amending wheat prices. Hence, the terms of movement from M-C etc. are constantly being recalibrated. Indeed, by this on-going recalculation, derivatives make C and M themselves competitively determined. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 170-1).

Ambas estas transformações exercem um impacto significativo sobre a tomada de decisão e mesmo sobre a precificação dos capitais individuais. Do ponto de vista de uma *corporação individual*, cada momento do processo produtivo compreende somente uma *unidade institucional* de propriedade e de produção e, portanto, somente uma etapa intermediária de um circuito completo de valorização. Os custos totais e o custo unitário médio dizem respeito ao processo produtivo como um todo, a partir dos quais as corporações competem entre si pela realização de sua produção e pela maximização de receitas, com o objetivo último de maximizar sua taxa de lucro. Do ponto de vista dos *capitais individuais*, por sua vez, visto que configuram *unidades de acumulação*, cada processo produtivo, porque instância de alocação de capital, constitui um processo de acumulação independente e, portanto, gerador de sua própria taxa de retorno. A competição entre capitais individuais se dá não pela conquista de mercados para a maximização de lucros, mas pela estruturação de condições, quais sejam, para a maximização da valorização em cada instância de alocação de capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 165-7).

O acesso à comensurabilidade e à continuidade do valor tornado possível pelos mercados derivativos, nesse sentido, passa a constituir um diferencial crucial na corrida global pela acumulação. Os mercados derivativos disciplinam a alocação de capital porque intermediam as subsequentes transformações entre capital monetário e capital produtivo,

protegendo o valor e a valorização da instabilidade cambial e da descontinuidade das curvas de juros esperadas conforme os capitais se deslocam espacial e temporalmente em busca de menores custos e maiores rentabilidades – ambas categorias socialmente determinadas em cada espaço nacional de produção capitalista. Dessa forma, por mais que se constituam de transações puramente financeiras, abstratas, expectacionais, especulativas e de precificação fictícia, os mercados derivativos instituem um canal adicional – e crescentemente hegemônico – de pressão competitiva sobre os processos individuais de valorização de capital e, portanto, também sobre os processos de produção e de trabalho, e que se expressa na desvalorização acionária ou no aumento dos custos de financiamento.

The competitive discipline in the sphere of money capital asserts direct pressures on capital in production, and thereby in the labour process, because all capital, everywhere, needs to be (and is being) actively compared for its on-going profitability. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 155).

A analogia estabelecida por Bryan e Rafferty (2006a, p. 171-2) para explicitar o diferencial competitivo encetado pela circulação derivativa é com relação à operacionalidade dos sistemas de transporte físico – concreto ou intangível – de mercadoria ou mesmo de riqueza ao longo do espaço. Assim como os sistemas de transporte dizem respeito ao deslocamento material das mercadorias, e o sistema bancário internacional possibilita o deslocamento internacional de estoques de riqueza, uma funcionalidade da circulação derivativa é proporcionar o deslocamento dos estoques e fluxos expectacionais da riqueza ao longo do *tempo*.

O transporte material, em primeiro lugar, é uma atividade produtiva, componente não somente dos custos para o comprador como também do cálculo competitivo por parte do produtor. Trata-se, inclusive, do elemento fundante do conceito de Renda da Terra, um diferencial de produtividade e de remuneração que não necessariamente tem origem nas diferentes fertilidades da produção agrícola nas terras marginais, mas simplesmente nos custos adicionais, em última instância em termos do tempo de trabalho envolvido no deslocamento em direção às terras mais distantes. De todo modo, o transporte constitui trabalho socialmente necessário e, devido a seu impacto nos custos, pode configurar um diferencial competitivo decisivo. Elemento fundamental para tanto, e que determina os padrões de comércio entre regiões geográficas, é a diferença entre os custos de produção no local de origem e a possibilidade de lucros extraordinários no local de realização. Enquanto o valor da produção é determinado neste último, as condições de geração de mais-valia são características do primeiro.

A lógica que rege a circulação derivativa, sob o ponto de vista dos autores, é a mesma, com a diferença de que se trata do *transporte ao longo do tempo*. Mercadorias produzidas no passado, sob custos de produção pretéritos, competem indiferentemente com mercadorias produzidas hoje sob custos de produção correntes. Da mesma forma, mercadorias produzidas hoje aos custos de produção correntes para venda no futuro concorrerão com a produção futura a custos futuros. Visto que o valor futuro das mercadorias em questão permanece desconhecido até que seja realizado, emerge uma descontinuidade fundamental, oriunda de uma incerteza fundamental: o valor presente futuro de uma mercadoria produzida para venda futura é incognoscível. Da mesma forma, uma vez estabelecido o valor futuro de uma mercadoria, seu valor corrente não diz respeito às condições de produção e de concorrência presentes. Assim como, no caso do transporte físico, é o local de realização que determina a rentabilidade da atividade produtiva em seu local de produção, no caso do transporte ao longo do tempo, são as condições esperadas – ou estabelecidas contratualmente – para o tempo futuro de realização que determinam a rentabilidade da atividade produtiva no tempo presente da produção.

(...) to obtain efficiently determined present or spot prices for currencies, capital and other commodities, it is necessary to have at hand efficiently set future prices. The perfectly functioning market is one in which buyers and sellers can accurately discount the deltas of the future prices of the money and commodities transacted, allowing the market to take, for example, inflation or the future price of money into consideration. So the efficiency of present prices turns on the market's ability to objectify the future, and to do so accurately. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 132).

A circulação derivativa alça primazia no último quarto do século XX porque o deslocamento internacional das mercadorias no interior de um sistema produtivo global introduz descontinuidades não somente geográficas como sobretudo *temporais* às cadeias produtivas. Para além da flutuação cambial, cada espaço monetário nacional em si carrega diferentes taxas de juros, constituídas nacionalmente pelos diferentes ordenamentos sociais estabelecidos pelas relações entre classes e pelas forças que compõem e conduzem cada regime de acumulação. Isto significa que, sob a circulação capitalista global, o valor futuro da riqueza monetária e das mercadorias nela denominadas são duplamente descontínuos, em função tanto da flutuação cambial quanto das diferentes velocidades que o transcorrer do tempo impõe às denominações monetárias nacionais de riqueza. Toda a série de descontinuidades entre as representações do valor sob diferentes formas e denominações monetárias, entre diferentes ativos e mercadorias em diferentes localizações geográficas, sob distintos regimes de

acumulação, transpassando diferentes movimentos cambiais e sob distintos horizontes temporais é, de forma individual e particular, atenuável e resolvível por intermédio dos mercados derivativos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 171-2).

The huge growth in financial derivative products over the past decade is a reflection of just how many bridges there are to cross in mediating the complex representations of value on a global scale. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 172-3).

O que a circulação derivativa proporciona, sob este ponto de vista, é a possibilidade de equiparação e de comparação do valor da riqueza capitalista em circulação no tempo presente independentemente da forma financeira ou produtiva assumida, de sua localização geográfica e de seu horizonte temporal de rentabilização. Trata-se, nesse sentido, da consolidação concreta e real, ainda que de modo eminentemente tanto individual quanto expectacional, da suposição de equivalência e de continuidade do valor em cada etapa de seu circuito de valorização. A circulação derivativa configura, por sua própria lógica interna, um mecanismo sistemático de travessia das descontinuidades espaciais e temporais do valor. O resultado mais concreto desta forma de visualização dos movimentos da riqueza, por sua vez, se dá fundamentalmente sobre a tomada de decisão capitalista, visto permitir o ajuste o mais fino possível da alocação de capital, da formação de posições e das decisões de investimento e de financiamento, o que, no limite, modifica radicalmente a própria concorrência capitalista, porque permite a apreensão instantânea da sobrevalorização ou da subvalorização presente de cada forma de capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 172-3; 2006c, p. 278).

Tentativas estáticas de mensuração do valor presente revelam que cada agente se encontra sob um entrecruzamento específico de múltiplas distintas perspectivas temporais de rentabilização: cada ativo em carteira é precificado sob determinada taxa de juros e incorre em riscos de diferentes naturezas e extensões. Um tal procedimento apenas revela o quanto ativos somente são consubstanciação do valor no presente enquanto forem conduítes de fluxos de valorização futuros.

Para Bryan e Rafferty, (2012, p. 105; 2013, p. 145), a possibilidade de comensuração entre as infinitas variações de valor e de variação portada por cada ativo, por cada forma de capital, sob diferentes localizações tanto temporais quanto sociais, em definitivo consubstancia, de forma concreta, os conceitos de *capital em geral* e de *taxa de lucro média*. Significa também, por outro lado, que as relações capitalistas, manifestas no número e na velocidade de rotações de cada circuito de valorização, preconizam tanto o perpétuo movimento do valor quanto o perpétuo movimento dos capitais em busca desta valorização. Dito de outra forma, o grau de desenvolvimento e o posicionamento dos capitais individuais em busca tanto de rentabilidade

quanto de liquidez na concorrência intercapitalista – “*where to be fixed is to be competitively vulnerable*” (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 215), – se manifestam nas capacidades de transformação e de movimentação em busca de regimes de acumulação e de mercados que maximizem as taxas de rentabilidade ajustada ao risco.

Since these arbitrageable differences are small and fleeting, capitalizing on them requires the use of leverage and speed; speculative capital has to be mobile, nomadic, short-term, and flexible. Speculative capital can reduce risk not only by pricing the derivative accurately, but also by compressing as much as possible the time span of the transaction. (...) the faster the capital moves, the less risk is incurred. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 37).

O sistema de derivativos, nesse sentido, é o canal pelo qual se movimenta, de forma imediata, instantânea e concentrada no espaço e no tempo, a tendência à taxa média de lucro do sistema capitalista global. Isto porque a possibilidade de comparação imediata e instantânea entre as rentabilidades ajustadas ao risco das diferentes formas de capital, independentemente das diferenças entre os regimes de acumulação de cada mercado doméstico e dos diferentes horizontes temporais de rentabilização e de expectativas de cada ativo, uma vez sistemática e sistêmica, estabelece um patamar médio de performance em termos de taxa de retorno em abrangência global. Em função da possibilidade de avaliação imediata e instantânea de sua rentabilidade e de seu risco, por sua vez, as instâncias de alocação de riqueza deixam de ser somente componentes do todo conformado pelo processo de produção ou pelo circuito de valorização, individualmente inertes, à espera da conclusão do circuito para sua realização e, por isso, somente partícipes do resultado global final, e se tornam imediatamente instâncias de valorização em si, porque sua rentabilidade se torna passível de decomposição e, portanto, apreensível e equiparável a todas as demais. A lógica da valorização do capital, desse modo, finalmente se revela o que sempre fora: introjetada por todos os espaços de produção, circulação e realização de riqueza e que abrange todos os elementos da realidade econômica capitalista, todos instâncias de acumulação de capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 213).

Este impacto sobre os termos e a intensidade da competição capitalista, por fim, prorrompe no efeito mais determinante do estabelecimento da circulação derivativa: o desdobramento absoluto do conceito de capital. Sob seus canais, todas as formas, concretas ou abstratas, de manifestação das relações capitalistas – mercadorias, meios de produção e estoques líquidos de riqueza – são vertidas em um mesmo mercado, de abrangência global, e passam a ser regidas pelo critério único do potencial de valorização com referência a uma mesma unidade de medida global. Este mercado único, constituído pela miríade de

computações probabilísticas e atuárias individuais acerca dos movimentos dos preços, dos câmbios e dos juros globais, assinala a cada ativo um valor fundamental, fundamentalmente expectacional mas representativo da capitalização a tempo presente de seu potencial esperado de rentabilidade, *a priori* ajustado em tempo real à percepção corrente de suas exposições ao risco até sua realização. O que o sistema de derivativos consolida, dessa forma, mais que um panorama global e intertemporal de precificação de ativos, é um canal de monitoramento e de ajustamento em tempo real das decisões de alocação de capital, o que incita a competição capitalista em direção ao mesmo tempo à discriminação e à completude dos dados extraídos e das informações utilizadas para a formação de expectativas e, portanto, para a formação de posições.

É este, sob a perspectiva da circulação derivativa, o ímpeto originário da formação de bases de dados de dimensões e pervasividade virtualmente ilimitadas, além de irrestritamente pormenorizadas, especialmente a nível individual, acerca de toda a informação possível, com vistas à segmentação dos mercados, à formação o melhor informada possível de expectativas, ao gerenciamento do risco e, por fim, à precificação mais acurada dos ativos. Mais invasiva, contudo, que o monitoramento absoluto das decisões e posições individuais, é a força da lógica de competição e de pressão pela valorização que resulta da disponibilidade absoluta de informação e que, desse modo, se impõe por sobre todos os aspectos da existência material humana. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 176; 211-3).

Em função do sistema de derivativos, todas as categorias da reprodução material se tornam indiferenciadamente apreensíveis segundo a ótica valorização de capital, isto é, global e imediatamente comensuráveis ente si segundo seu potencial de acumulação. Sob a inteligibilidade dos mercados derivativos, as atividades econômicas e a vida humana revelam-se finalmente não somente precificáveis e comensuráveis, mas transacionáveis em mercados secundários, securitizáveis e sujeitas à avaliação e à administração do risco – processos cuja eficácia e eficiência, por sua vez, dependem da segmentação dos mercados e da decomposição de suas variáveis componentes. A intensificação da competição intercapitalista e da sujeição à valorização e à desvalorização segundo o estado de expectativas sobre cada resultado individual é a consequência mais concreta deste processo. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 196).

O diferencial deste sistema de cálculo, dessa forma, é compreender, em sua própria constituição, o conjunto de avaliações individuais acerca da performance esperada dos diferentes ativos, isto é, concretizar em suas computações internas e manifestar de modo imediato nos preços dos ativos a competição intercapitalista pela maximização da valorização. Deve ser neste sentido, portanto, que deve ser compreendida a determinação de Bryan e

Rafferty de que os contratos derivativos são não dinheiro em si, mas uma *forma monetária capitalista por excelência*. Ao capital individual, pois, é indiferente tratar-se de uma atividade comercial, industrial ou financeira, desde que, de acordo com sua localização no espaço e no tempo, o investimento proporcione ao menos a taxa de remuneração média esperada. Como consequência, toda instância de alocação de riqueza finalmente torna-se imediatamente central à acumulação de capital e, desse modo, sujeita à concorrência capitalista. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 167).

Esta possibilidade imediata de comensuração, por sua vez, por acarretar uma maior exposição ao escrutínio, impõe uma maior dependência em relação à avaliação dos mercados, em virtude da constante possibilidade de desvalorização acionária ou de restrição creditícia nos quais uma má-avaliação pode instantaneamente resultar. O sistema de derivativos, nesse sentido, configura um patamar superior, em termos de intensidade, ubiquidade e permanência, de disciplina dos mercados – a qual nada mais é que a disciplina do próprio capital. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 66-7).

Sob uma perspectiva global, o sistema de cálculo e monitoramento instantâneo da circulação derivativa, independentemente do alcance dos mercados derivativos, impele a todo capital envolvido direta ou indiretamente na circulação financeira; ou a capitais cujas mercadorias, em qualquer etapa da cadeia de produção, sejam negociadas em mercados derivativos; ou, em última instância, a capitais expostos direta ou indiretamente à variação cambial. Qualquer atividade econômica, enquanto corporificação destes capitais, se encontra então sujeita à contínua avaliação de mercado, não somente por sua rentabilidade como um todo ou por seu valor acionário, mas pela performance individual de cada um de seus ativos – seus insumos, seus produtos, seus processos e suas posições financeiras, em termos tanto efetivos quanto expectationais, ajustada à miríade de riscos envolvidos nas operações e sujeita às consequências das próprias avaliações de mercado sobre seus custos de crédito, sobre o equilíbrio de seus balanços, sobre sua liquidez e sobre sua solvência. Sob a circulação derivativa, todos os setores tornam-se apreensíveis enquanto *tradables*. A possibilidade de comparação imediata ao longo de todo o espectro global de ativos e de monitoramento incessante da performance dos ativos, financeiros ou produtivos, por ela ensejada tanto determina um patamar médio de rentabilidade esperada quanto se manifesta, de formas concretas, enquanto pressão competitiva na forma de elevação de custos financeiros, o que recai, em última instância, sobre o *processo de trabalho*. A extração direta de mais-valia é o elo último da cadeia de pressão por performance assim formada, consubstanciada na forma seja de

maior produtividade, maior tempo de trabalho ou mesmo de menor massa salarial, em termos absolutos. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 9; 15; 100; 162; 2006c, p. 265-6; 277-8).

Em função da avaliação incessante e em tempo real do valor presente desagregado dos ativos, ajustado correntemente segundo suas exposições ao risco e, portanto, também segundo a percepção de risco, que a circulação derivativa proporciona, auferir resultados simplesmente por se estar à frente dos mercados e, por isso, incorrer em lucros extraordinários, deixa de ser a principal estratégia de diferenciação competitiva. No entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 5), a profundidade e a pervasividade dos mercados derivativos torna impossível, nos mercados produtivos, se antecipar aos mercados financeiros, o que acarreta uma intensificação em âmbito global das relações de produção capitalistas. Dito de outra forma, acarreta um movimento que intensifica a uniformização, em termos de taxa de rentabilidade ajustada ao risco, das relações produtivas, financeiras e monetárias globais, *i. e.*, um impulso universal à uniformização, em forma e em resultados, da extração de mais-valia e da exploração do trabalho.

O sistema monetário internacional da circulação derivativa

Na interpretação sugerida por Bryan e Rafferty (2006a, p. 107-8), os períodos de transição tanto do século XIX para o XX quanto do século XX para o XXI têm em comum muito mais que a primazia da livre movimentação de capitais. Sob o regime monetário internacional do Padrão Ouro Clássico, a agenda da acumulação financeira internacional se sobrepunha aos objetivos domésticos nacionais, especialmente por não haver autonomia para a determinação do valor da moeda nacional em relação à unidade de referência, o ouro. Esta rigidez se traduzia na exigência de que cada economia nacional se conservasse capaz, junto aos mercados produtivos e financeiros internacionais, de sistematicamente equilibrar seu balanço de pagamentos, irrespectivamente à soberania de cada regime monetário doméstico em si. Isto significa, por sua vez, que eram as relações de produção e a capacidade de importação provida pelas exportações as instâncias últimas de ajustamento face à insustentabilidade das posições financeiras externas assumidas.

Já os três elementos que caracterizaram o regime monetário internacional de Bretton Woods – as taxas de câmbio relativamente fixas e a autonomia na condução da política monetária doméstica, ambas funções da admissibilidade de restrições à movimentação internacional dos capitais – por sua vez, foram debilitados pela emergência de uma circulação monetária e financeira à parte da imposição de controles nacionais, designada genericamente

de Euromercado. Seu efeito foi a extrapolação da resposta dada ao trilema de política monetária pelo sistema de Bretton Woods: a autonomia monetária doméstica e a rigidez das taxas de câmbio fixas, ambas em detrimento da livre mobilidade de capitais. As maiores condições de liberdade de circulação nos mercados financeiros *offshore*, isto é, livres de regulação e à revelia das autoridades monetárias nacionais, desestabilizaram o ordenamento acordado em 1944, o qual havia tornado possível alguma autonomia na determinação de objetivos domésticos à condução das políticas econômicas.

(...) the analytical framework of (...) money as nation state money has meaning only so long as there actually exist the institutional processes that create and sustain distinctly national money: policies that effectively secure capital controls that isolate the national money system from other, globally circulating money. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 145).

Uma vez desatado este grande eixo de sustentação, o que acarretou a gradativa deterioração generalizada da capacidade de sustentação do equilíbrio das contas externas e públicas e, portanto, a perda de autonomia na condução das políticas econômicas domésticas, o resultado agregado foi o abandono de seus dois eixos secundários: o lastro em ouro do Dólar e o regime global de taxas de câmbio fixas. O elo fraco do arranjo, segundo Bryan e Rafferty (2006a, p. 117), não era necessariamente a estabilidade das taxas de câmbio globais, mas a *rigidez* da taxa de conversão entre Dólar e ouro.

In face of increasing global capital mobility, the US Federal Reserve had less and less capacity to control either domestic monetary policy or anchor global prices. On the one hand, the US state could pump US dollars into the rest of the world with the imprimatur of gold. On the other hand, it had to defend the integrity of the US dollar even though it was being traded increasingly extensively beyond the regulatory jurisdiction of the Federal Reserve. The effect of global financial expansion was to create US dollar denominated claims that were challenging the convertibility of US dollars to gold at \$35 per ounce. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 116-7).

O sistema monetário internacional de Bretton Woods se encerra com o fim da conversibilidade entre Dólar e ouro e, em seguida, com o fim do regime de taxas de câmbio fixas. A decisão unilateral do presidente R. Nixon desvalorizou todas as demais moedas nacionais e inaugurou uma era de forte volatilidade das taxas de câmbio, conforme os Estados nacionais se empenhavam em conciliar a manutenção do padrão de reprodução material, ancorado no poder de compra do salário nominal, com a expansão – e a instabilidade – irrestrita dos fluxos internacionais de capital, condição sob as quais as taxas de câmbio se tornam variável de ajuste. Mas mesmo na ausência de uma unidade de valor global, papel até então exercido

pelo lastro em ouro do Dólar, ou inclusive de qualquer patamar de estabilidade de preços relativos, sujeitos agora à flutuação cambial, a movimentação internacional de capitais, cujo pressuposto é a capacidade de mensuração, cálculo de rentabilidade e comparação, não somente persistiu como se intensificou. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 117-8).

Com a internacionalização das cadeias produtivas e a paulatina abertura à livre circulação internacional de capitais, a existência de uma única unidade de referência, o ouro em si ou uma moeda doméstica nele lastreada, deixa de ser capaz de fazer frente às crescentes necessidades da cada vez mais profunda circulação financeira global – sobretudo a de flexibilidade.

There are too many types of discontinuities in the global financial system to be reconciled by a single commodity in the role of money. The multiple forms of risk-exposure, reflecting the range of possible inter-temporal, inter-spatial, inter-financial-instrument price relativities requires intermediation in a form that is itself flexible and able to reflect the range of possibilities in these relativities. Gold does not meet this requirement, especially in an era when money capital increasingly takes the form of different types of credit money and other financial assets. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 160).

Por outro lado, taxas de câmbio flutuantes, se é que operam enquanto estabilizadores automáticos, não o fazem simultaneamente nos mercados produtivos e nos mercados financeiros. Os contratos derivativos são o produto financeiro idealizado precisamente para exercer a função de lidar simultaneamente com estes dois requerimentos contraditórios para cada transação particular. E, assim como no sistema monetário internacional do Padrão Ouro, a circulação derivativa se estrutura sobre altos níveis de mobilidade de capitais, com a contrapartida da subordinação das agendas de política econômica domésticas.

The process of commensuration, in which spatial and temporal continuity in the measured value of capital is constructed, is the *raison d'être* for modern financial derivatives. *Prices are anchored* through the network of financial derivatives. And in so doing they help to provide continuity in the value of capital by trading a diverse range of contracts designed to specify or delimit the rate of conversion of one “bit” of capital (whether it be money or commodity and whatever its currency denomination and time specification) into another. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 131, grifo nosso).

Mas o resultado das articulações que a circulação derivativa enceta não conduz os níveis de preços globais a um patamar de equilíbrio, nem a longo prazo:

(...) they are not an alternative means to of establishing the so-called “fundamentals” of global purchasing power parity or interest rate parity. Indeed they are predicated on the notion that there are no “fundamentals” – all asset values have particular temporal and spatial determination, and prices are forever changing, and in unsystematic ways. It is not possible to reduce one locality to another, one time period to another or one form of capital to another; *but their values can be, and are, mediated on a daily basis.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 131, grifo nosso).

A função do sistema conformado pela circulação derivativa, pelo contrário, é proporcionar, em tempo real, um mercado único e a tempo presente para todas as formas, contextos sociais e temporalidades distintas de valorização de capital, de modo a torná-las equiparáveis entre si e, assim, tornar possível o cálculo capitalista no interior da esfera mais geral e abstrata de manifestação das relações capitalistas: a valorização financeira.

(...) derivatives permit all forms of capital, at all places and over time, to be commensurated, thereby effectively breaking down the differences between different forms of money (different currencies; different interest rate profiles) and between commodities and money. This *new anchor* for the global financial system does not rest on intrinsic value (like gold), or on state decree as it did under Bretton Woods. But without the backing of state decree, this new monetary system must be based in a commodity money. (...) Derivatives, in their *anchoring function* for global finance, play the role of a commodity money. While commodity money is usually associated with emphasizing the commodity characteristics of money (gold); derivatives also *highlight the monetary characteristics of all commodities.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 132, grifos nossos).

Um conceito fundamental e recorrente na construção lógica de Bryan e Rafferty é o de *âncora*, analogia extraída da função de lastro exercida pela mercadoria ouro na determinação do valor do dinheiro e, portanto, dos sistemas de preços, dos regimes de câmbio e da movimentação internacional de capital quando da vigência do Sistema Monetário Internacional do Padrão Ouro Clássico. Sua definição para o significado de âncora, contudo, é insuficiente, senão inexistente. Sua demonstração se restringe ao fato de que o preço do ouro atuava como unidade de conta para o dinheiro em sua circulação internacional, onde são transpostas as jurisdições das soberanias nacionais que impõem o uso da moeda doméstica e que garantem seu valor. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 105).

With all countries using gold as both a domestic monetary anchor and trading currency, exchange rate stability was not an issue. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 122).

A paridade nominal entre a divisa-chave internacional e o peso – e o preço – de ouro que representava atuava como âncora nominal ao sistema de preços domésticos, assim como era o conduíte pelo qual se garantia a escassez relativa do dinheiro – atuando portanto como um teto de gastos ao setor público – como forma de controle do déficit público e de combate à inflação. Internacionalmente, por sua vez, o entrecruzamento dos pesos de ouro que cada moeda nacional representava determinava suas taxas de câmbio, deste modo fixas, e os níveis reais de taxa de câmbio – e, portanto, a confiança depositada no lastro em ouro das moedas nacionais – eram garantidos pelo recorrente equilíbrio dos balanços de pagamentos – ou, ao menos, pelos recorrentes esforços para seu reequilíbrio. O principal canal, por fim, de reequilíbrio dos balanços de pagamentos era o ajuste das taxas de redesconto praticadas pelas autoridades monetárias, com vistas a tanto retrain os níveis de atividade econômica doméstica, até se reduzir o déficit em transações correntes, quanto, a partir do diferencial internacional de taxas de juros, atrair investimentos estrangeiros e, portanto, recuperar os níveis de reservas de ouro.

A função da continuidade entre a oferta de moeda doméstica e o ouro era garantir o rigor da relação entre a performance observada de uma economia nacional e o caráter concreto – ou real – de sua performance. Desequilíbrios nesta paridade eram expressão de alguma forma de insuficiência: déficits públicos, excesso de importações ou de crédito. De um jeito outro de outro, sinais de que se vive além dos meios. Diante disto, ou essa economia precisava sofrer algum tipo de ajuste, ou a moeda doméstica sofreria uma desvalorização, de modo a realinhar-se à nova realidade de seu menor lastro em ouro. A função de lastro – ou de âncora – exercida pelo ouro, portanto, era a de constituir um *horizonte de referência* para a medida do equilíbrio monetário, isto é, a neutralidade das taxas de juros praticadas nacionalmente, e da responsabilidade fiscal de cada economia nacional e, portanto, do equilíbrio interno e externo de seus preços relativos.

A imagem da âncora é uma referência à suposição de que este sistema de preços relativos, por si mesmo, estaria à deriva no mundo monetário até que seja fixada uma grandeza monetária à qual se atracarão todas as outras grandezas de modo a preservar suas proporções de equilíbrio. (...) os preços relativos, realmente fundamentais para a ação econômica, são (...) traduzidos em unidades monetárias através da fixação de um numerário que ancora, isto é, que prende todo o conjunto de preços, em função de sua interligação. (CARVALHO, 1993, p. 111).

Ainda que referindo-se a sistemas monetários domésticos e à escala de valores das mercadorias para a determinação dos cronogramas de oferta e demanda, para Carvalho, a moeda corrente é a unidade de conta comum para a expressão das escalas relativas de valores:

O conjunto de preços monetários cristaliza o vetor de preços relativos em uma unidade de medida específica, a moeda corrente, na qual os preços serão pagos. A noção de âncora nada mais é que a ideia de que para que esta cristalização se dê é suficiente, em princípio, a fixação *exógena* de uma determinada grandeza monetária, deixando aos agentes privados a busca da tradução, em termos desta grandeza, de sua posição desejada, calculada em termos relativos. (CARVALHO, 1993, p. 111-2).

A conclusão que Carvalho toma desta estruturação das economias capitalistas é de que todo sistema de preços se fundamenta em alguma âncora, “isto é, em algum referencial de preços definido independentemente”, seja de modo espontâneo, seja imposto pelo Estado. Do mesmo modo, uma vez apreendida a “fluidez absoluta entre todos os mercados” aos quais se expõe uma economia nacional, é possível inclusive

reconhecer a existência de âncoras múltiplas. Neste caso, o problema fundamental é a compatibilização dos valores de referência fixados nos diversos mercados ou conjunto de mercados. (CARVALHO, 1993, p. 112).

No Sistema Monetário Internacional do Padrão Ouro, era a confiança generalizada e sistêmica e sistematicamente reafirmada pelas decisões de política econômica por parte das autoridades monetárias sobre o lastro em ouro do dinheiro que garantia a universalidade da riqueza nacionalmente gerada e, portanto, seu valor real frente a qualquer outro regime monetário doméstico. É este o papel de âncora, afinal, provido pelo lastro em ouro do dinheiro: a garantia de que a valorização de capital não se tratava simplesmente de ilusão monetária em virtude da maior oferta de moeda em determinado país. O ouro lastreava a riqueza global porque era o ponto de ancoragem das percepções de valor tanto domesticamente quanto sobretudo internacionalmente, *i. e.*, porque garantia a universalidade da riqueza nacionalmente gerada.

Em um sistema monetário fiduciário, por sua vez, a função deste lastro não desaparece, mas muda de forma – e mesmo de conceito. Mas seu efeito é o mesmo: o de nortear as decisões de alocação de riqueza e garantir a universalidade de seus resultados, *i. e.*, a continuidade do valor e da valorização no transpassar das fronteiras nacionais e, portanto, no cruzamento dos regimes monetários domésticos. Em síntese, é a capacidade de uma economia doméstica prover taxas de lucros reais satisfatórias em termos globais que organiza o Sistema Monetário Internacional Contemporâneo, determina o ritmo, a direção e o sentido dos fluxos

internacionais de capital e, enfim, subordina os Estados Nacionais em suas decisões de política econômica. E é esta a função, imediatamente distinta mas fundamentalmente análoga à função do ouro nos sistemas monetários internacionais anteriores, que, segundo Bryan e Rafferty, a circulação derivativa executa.

(...) a estabilidade intertemporal da escala de valores é necessária para a construção de um sistema de contratos que projetam e sustentam no tempo este padrão normal de valores. (CARVALHO, 1993, p. 116).

Para os autores, o problema central de um sistema monetário internacional baseado na flutuação cambial é de que forma se proporciona a comensuração entre as diferentes massas de riqueza e as diferentes taxas de valorização – sobretudo na ausência não somente de uma unidade de conta global quanto de preços relativos estáveis ao longo do espaço e do tempo:

(...) how, in the absence of a global value unit such as gold, and stability in relative prices can one form of capital be exchanged for another [all others] at a rate that is predictable and sustainable? How can the market overall create relative prices that are systemically coherent without a single pricing anchor like gold, or a system of international fixed exchange rates like the Bretton Woods system? (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 131).

A função de âncora exercida pelo sistema de derivativos, contudo, é diferente do papel exercido pelo ouro quando das taxas de câmbio fixas do Padrão Ouro Clássico. Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 130), no Sistema Monetário Internacional Contemporâneo, a continuidade dos fluxos globais de capital requer sobretudo uma unidade de conta que seja apropriada justamente à movimentação internacional e intertemporal da renda e da riqueza. Deve tratar-se, portanto, de uma unidade de conta múltipla, abrangente e flexível.

A single monetary unit, be it gold, or the US dollar backed by gold, was not able to meet the multiple and diverse needs of international finance, and floating exchange rates were not (and could not live) up to their theoretical promise as automatic stabilisers. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 130).

O sistema de derivativos, nesse sentido, estabelece uma engrenagem peculiar às relações monetárias internacionais fiduciárias e flutuantes. Seu fundamento é a circulação derivativa da riqueza referenciada em taxas de valorização do capital internacionais e intertemporais, mas especulativamente designadas em tempo real a tempo presente e ajustadas tanto ao risco quanto às especificidades da coesão social que as relações monetárias domésticas de cada Estado nacional portam. Sua função de ancoragem, portanto, não diz respeito somente ao caráter *real* das taxas de rentabilidade proporcionadas pelas economias nacionais, cujos

numerários domésticos se uniformizam internacionalmente em torno de uma mesma mercadoria comum: *trata-se de um sistema de precificação de ativos internacional e intertemporal que permite o cômputo das diferenças entre as taxas médias de lucro de cada economia nacional e a taxa média de lucro global.*

It is this the capacity of derivatives to readily convert one form of money into another and a wide range of commodities into an even wider range of monetary units that *is the contemporary financial function equivalent to that performed by gold under the Gold Standard.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 132, grifo nosso).

E, do mesmo modo que, no que diz respeito ao trilema imposto sobre o ordenamento monetário, o Padrão Ouro preconizava a livre movimentação de capitais e a estabilidade das taxas de câmbio, em detrimento da autonomia de política econômica, o Sistema Monetário Internacional Contemporâneo, uma vez informado pela circulação derivativa, proporciona a mesma estruturação: em detrimento da autonomia de política monetária doméstica, ficam preconizadas a livre mobilidade de capitais e a estabilidade das taxas de câmbio – o que é digno de nota em um sistema monetário internacional caracterizado, desde, 1973, por um regime de taxas de câmbio flutuantes.

Indeed, current exchange rates are not as volatile as might appear. Standard data on volatility refer to spot prices. Exchange rate derivatives exist precisely to hedge against such volatility. Exchange rates as experienced by individual capitals will show much gentler trends than is indicated by spot rates, though still not the rigid stability of the Gold Standard. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 122).

O desenvolvimento, o aprofundamento e a pervasividade dos mercados financeiros internacionais, particularmente os mercados derivativos, são sinônimos ao estabelecimento de mecanismos crescentemente complexos e eficazes de contorno da instabilidade das taxas de câmbio, mas apenas sob um ponto de vista estritamente individual. Uma vez possível a contratação de preços futuros, na forma de qualquer um dos instrumentos derivativos, as taxas de câmbio se tornam ao menos previsíveis, ou, ainda, virtualmente determináveis, *desde que postas as condições para participação nos mercados derivativos*, em termos de volume de capital acumulado, de liquidez, de acesso a mercados especializados e de poder de negociação. Trata-se, nesse sentido, da configuração de um novo patamar superior à hierarquia de capitais individuais.

Assim, portanto, como Bretton Woods sucumbe com o desenvolvimento de um mercado financeiro global lateral a seus controles, o não-sistema de taxas de câmbio flexíveis

pós-1973 dá lugar, ainda que relativa e incompletamente, a um sistema mais desenvolvido, *de taxas de câmbio potencialmente afixáveis* – não em âmbito sistêmico ou macroeconômico, mas *para cada transação individual e para cada posição particular* dos agentes econômicos individualmente. Para tanto, a livre circulação de capitais e a possibilidade de pré-contratação das taxas de câmbio tornam-se intimamente relacionadas entre si, e, ainda, sob uma específica direção de determinação. Trata-se da movimentação de capital acumulado sob volume e liquidez tais que se torna capaz de estabelecer, via especulação e alavancagem nos mercados derivativos, as relações de preços vantajosas para cada marco temporal, o que neutraliza as exposições individuais ao risco e, também em termos individuais, garante a continuidade do valor ao longo do tempo.

(...) they provide a means for individual capitals to manage their exposure to financial instability and operate “as if” the global financial system were stable. The current system based on derivatives as the anchor to the financial system therefore provides a flexibility more appropriate to a system of more explicitly globalised capital flows, where individual capitals are also differentially integrated in that circuit across space and time. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 134).

Dito de outra forma, sob a circulação derivativa, os capitais individuais se vêm aptos a operar em um sistema monetário internacional fiduciário, múltiplo e instável *como se*, para cada operação individual, *ele fosse sólido e confiável* como o Padrão Ouro. É o sistema de derivativos, pois, que os capacita a se anteparar a riscos esperados e, na pior das hipóteses, a pré-estabelecer seus retornos esperados – ainda que abaixo do inicialmente pretendido. Ao mesmo tempo, provê liquidez e flexibilidade em um sistema em que as posições relativas entre os capitais dizem respeito não às suas características e proporções e aos mercados em que operam, mas sobretudo à sua localização espacial e temporal das denominações de seus valores.

In the absence of derivatives, volatility in interest rates, exchange rates, share values and commodity values would feed directly into volatility in prices, profit rates and thereby into investment. The global financial system is regulated, in the sense of being kept orderly, by processes and conventions in which derivatives play a central role. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 208).

Ou seja, o desmantelamento do regime monetário internacional de Bretton Woods e do lastro em ouro da unidade de referência global ao valor das moedas nacionais que fundamentou os sistemas monetários até 1973 foi tacitamente seguido não da anomia de um regime global de taxas de câmbio flutuantes, referenciadas supostamente no valor fundamental dos ativos domésticos e na função estabilizadora das taxas de câmbio, mas de uma nova

fundamentação para a circulação global de capital e mesmo para os próprios conceitos de dinheiro e de riqueza globais. Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 132-3), tratou-se de um movimento estabelecido não de forma consciente por parte de uma autoridade de abrangência global ou de uma concertação internacional, como fora o regime de Bretton Woods, mas, pelo contrário, desenvolvido enquanto desdobramento dos próprios mecanismos da circulação do capital. Trata-se de um sistema, ademais, completamente dependente da amplitude e da intensidade da movimentação internacional de capital, somente em função da qual a circulação derivativa alça liquidez e pervasividade suficientes para a prefixação das taxas de câmbio de cada relação contratual individual. Constitui-se, portanto, uma relação de complementaridade e independência inéditas entre as características de estabilidade cambial e de livre movimentação de capitais constituintes deste sistema. E vale ressaltar também que se trata de um regime monetário de alcance restrito, isto é, exclusivo para os capitais que efetivamente participam da circulação derivativa global, capazes de assumir posições enquanto intermediários financeiros e, assim, securitizar suas exposições ao risco. Todos os demais capitais e agentes econômicos permanecem sujeitos à flutuação cambial e, portanto, à volatilidade internacional e intertemporal dos valores, sem auferir nenhum benefício do sistema estruturado e, pelo contrário, enfrentando intensificadamente as consequências de sua não-participação.

A contrapartida desta escolha particularmente imposta de resposta ao trilema monetário – a livre-movimentação de capitais sob taxas de câmbio particularmente estabilizáveis –, por sua vez, é a perda de autonomia sobre a política econômica doméstica. Esta é a principal analogia estabelecida por Bryan e Rafferty entre o Sistema Monetário Internacional informado pela circulação derivativa e o Padrão Ouro: em ambos, são as taxas de juros, o nível de atividade econômica doméstica e, no limite, o padrão de acesso à riqueza material, representado pelo poder de compra da classe trabalhadora em relação a sua produtividade, que assumem a função subordinada de variáveis de ajuste. O arranjo particular da circulação derivativa sobre ordenamento monetário internacional, contudo, traz consigo ainda o agravo de não se tratar diretamente de uma decisão soberana Estatal, a nível nacional ou supranacional, mas de uma determinação resultante da circulação financeira global, conformada pela miríade de posições assumidas por agentes financeiros interessados simultaneamente na rentabilidade, na liquidez e no gerenciamento do risco, sobre os Estados e as sociedades. Ou seja, trata-se sobremaneira da disciplina do capital global imposta por sobre os regimes de acumulação nacionais. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 108; 132-4).

Since the 1980s there has been a notional return to the same policy “balance” as under the Gold Standard: *large scale capital flows* at (relatively) *stable exchange rates*, and with *national labour* – levels of public consumption and wages relative to productivity – *as the swing mechanisms of national adjustment*. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 121-2, grifos nossos).

Mas, apesar das patentes semelhanças identificadas pelos autores entre o sistema monetário internacional do Padrão Ouro e a circulação financeira global sob flutuação cambial regida pelo sistema de derivativos, sobretudo no que diz respeito ao primado dos fluxos de capitais e sua intensidade em relação aos níveis de produção global, a natureza, as formas e os papéis assumidos pela circulação financeira internacional em cada contexto não são equivalentes nem imediatamente comparáveis. A própria compreensão de Bryan e Rafferty sobre o mecanismo que regia o Padrão Ouro, ademais, deixa a desejar. Sob o Padrão Ouro, e da perspectiva dos países centrais, o mecanismo de ajuste imposto à renda nacional operava de forma abrangente e virtualmente automática. Como o lastro da moeda nacional em ouro era fixo e o ouro era o denominador das trocas, o ajustamento recaía sobre os fluxos de pagamentos, reais e financeiros, entre os países, regidos pelo deslocamento da taxa de juros internacional básica determinada pela autoridade monetária hegemônica – no caso, o Banco da Inglaterra. A cadeia causal de impactos a reverberar por sobre a renda e a riqueza tinha como ponto de partida as expectativas de rendimentos e os preços dos ativos e como ponto de chegada os níveis de atividade econômica, de salário e de emprego, com os níveis de preços domésticos como principal intermediário.

O elemento central desta cadeia de causação, contudo, é a posição adotada pela autoridade monetária, em termos, fundamentalmente, de taxas de juros, com vistas a reestabelecer o fluxo internacional de capital em sentido e em volume que seja favorável ao reequilíbrio das contas externas – bem como o todo conformado pelo conjunto global de decisões das múltiplas autoridades monetárias relevantes. Para Bryan e Rafferty (2006a, p. 122), contudo, esta correção dos desequilíbrios externos se processava efetivamente de *modo automático*, isto é, independentemente de decisões de política econômica. Porque os países aderiam ao uso do ouro tanto como referência para a emissão monetária doméstica e para o equilíbrio do balanço de pagamentos quanto como meio de troca efetivo para a liquidação de desequilíbrios externos, ainda que intermediado por papel moeda ou moeda bancária, a estabilidade das paridades entre as moedas nacionais era assumida *a priori*. O ajuste dos preços domésticos em relação aos internacionais, na interpretação dos autores, se processava automaticamente em função dos próprios afluxos e influxos internacionais de ouro, e tinha

como resultado último, a cada período, o reequilíbrio das balanças comerciais: déficits externos eram, necessariamente, saída de ouro, e, segundo a teoria quantitativa da moeda, queda do nível de preços domésticos. A queda dos salários nominais acompanhada da contração do nível de atividade econômica se traduz em queda dos salários reais, os quais conformavam a instância última sobre a qual recai o ajuste externo.

O que, portanto é um direcionamento particular em termos de objetivos de política econômica e uma prioridade estabelecida pelos Estados e pelas autoridades monetárias é compreendido por Bryan e Rafferty como uma renúncia ou mesmo uma falta de capacidade, particularmente a de se fazer frente aos desígnios da alta finança, como se se tratassem de agendas independentes e opostas. Era a prioridade atribuída pela autoridade monetária à priorização da estabilidade das taxas de câmbio frente a desequilíbrios externos e a variações nos níveis de preços domésticos que forçava a recorrente revisão da política monetária e, assim, a variação da proporção entre salários de lucros e do poder de compra dos salários, assim como da taxa de desemprego. Vale lembrar também, ademais, que o preço da mercadoria ouro, decorrente de sua descoberta e de sua disponibilidade, assim como de seus custos de produção – determinados pelo custo de mão de obra e pela determinação de seus preços por parte de seus produtores oligopolistas e, sobretudo, colonizadores – é secundário, ainda que determinante, ao ato soberano da cunhagem, isto é, de sua transformação em dinheiro propriamente dito. A mesma relação de dependência e de complementaridade persiste no caso da emissão de papel-moeda representativo, porquanto de todo modo lastreado em reservas de ouro. É tal imprecisão que os leva a predicar a similitude entre os dois sistemas de forma tanto enfática quanto central:

In both of these periods, where the financial regime is privileging global over parochial agendas, the nation state does not exert direct control over the value of ‘its’ currency. The material basis of the value of each national currency, and hence all global money, must be found in its capacity to purchase goods and services, not in its guarantee by the nation state. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 107).

Mas é esta mesma imprecisão que os conduz à conclusão que extraem desta similitude, a qual não fica por isso invalidada:

Hence the stability of money within any nation has related directly to the conditions of production of goods and services: issues of productivity and production costs, and especially labour costs. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 108).

Do mesmo modo, o paralelo definitivo que Bryan e Rafferty estabelecem entre os dois sistemas permanece válido, por mais conspícua que seja sua imprecisão:

The Gold Standard was not directly regulated by states – at least not in the way the term regulation is currently used – but it remained a stable and orderly system in which nation-state monetary regimes served to secure a global monetary system over which none of them, nor any supra-national agency, exerted direct supervision. Similarly, there is a process of regulation of financial derivatives in which nation states make a contribution, but no nation states, individually or collectively, exert direct regulation. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 208).

Por isso, faz-se fundamental destacar o papel central exercido pelos Estados nacionais, de um modo ou de outro subordinado à agenda da circulação financeira internacional, no encaminhamento dos efeitos das pressões da circulação derivativa por sobre as economias domésticas. Mas, neste primeiro momento, é mais importante destacar as características que distinguem estas formas de encaminhamento em um sistema e em outro.

Em um sistema monetário internacional organizado em torno da flutuação das taxas de câmbio entre moedas nacionais fiduciárias, são significativamente reduzidas as instâncias institucionais de abrangência nacional capazes de reestabelecer o reequilíbrio das balanças de pagamentos. Uma vez sob o signo da circulação derivativa, por sua vez, perde-se por completo a capacidade de se ajustarem em abrangência nacional as taxas de câmbio e os níveis de salários. Em primeiro lugar, os movimentos das taxas de câmbio não se dão nem sincronizadamente, em ocorrência ou em intensidade, tampouco simplesmente em resposta a déficits ou superávits nos balanços de pagamentos. Em segundo lugar, apesar da volatilidade cambial do próprio sistema monetário, as taxas de câmbio efetivamente experienciadas pelos agentes econômicos potencialmente oscilam muito menos do que as taxas de câmbio *spot* – justamente em função da operacionalidade dos mercados derivativos, primariamente de câmbio. Estes dois elementos, por sua vez, salientam a premência das condições de reprodução da força de trabalho enquanto mecanismo de ajuste. Sua instrumentalização, pois, não se dá a nível nacional, e não necessariamente de modo induzido, direta ou indiretamente, pelas autoridades monetárias como no Padrão Ouro. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 122-3).

Apesar das recorrentes investidas contra as mesmas instituições democráticas que introduziram maior rigidez ao mercado de trabalho e, dessa forma, impediram a continuidade dos mecanismos de ajuste do Padrão Ouro – e que por ora perduram, como o sufrágio universal, direitos trabalhistas e programas de seguridade social – as legislações e os regimes de acumulação nacionais ainda impedem a convergência imediata e instantânea entre as exigências para a continuidade dos fluxos internacionais de capitais e o padrão de acesso à riqueza por parte da classe trabalhadora. Ao mesmo tempo, contudo, a partir da década de 1980, emerge uma tendência geral à vinculação estreita e sob uma razão crescentemente desproporcional entre

o incremento dos salários reais e os ganhos de produtividade – mensurados, de preferência, o mais pormenorizadamente possível, *i.e.*, no nível do setor produtivo, no nível da empresa individual ou, ainda, no nível da produtividade marginal do trabalhador individual. O nexo causal a destacar é a relação entre a competitividade internacional de cada capital individual, em termos não necessariamente de custos e de produtividade, mas de rentabilidade, e as massas de salários, nacionalmente localizadas, que cada circuito mobiliza. Enquanto, portanto, sob o Padrão Ouro o ajustamento imposto à classe trabalhadora era de abrangência nacional, pela via dos ajustes recessivos deflacionários, sob a circulação derivativa ele incide individualmente sobre as condições de rentabilidade de cada capital individual e, portanto, sobre as relações de produção estabelecidas por cada capital individual, proporcionalmente a sua parcela de participação no resultado agregado do capital global. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 122-3).

Derivatives, like gold, can only play an anchoring role so long as labour's remunerations (relative to profits) is flexible. Under the Gold Standard, this flexibility was inbuilt – it followed directly from the impacts of cross-national gold movements on the domestic level of prices. In the current era, labour markets flexibility is not so inbuilt: it has *required a concerted effort on the part of capital and nation states to impose flexibility on labour so that labour's remuneration is more directly proportional to its contribution to profits (and hence asset values) on a corporate and workplace rather than national level of calculation.* (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 277, grifo nosso).

O peso e o volume das operações internacionais de corporações transnacionais e a primazia das cadeias globais de produção e de valor, bem como a integração mundial dos mercados financeiros, de crédito, de capitais e derivativos, institucionalizam uma circulação capitalista global que não mais corresponde ao somatório das condições locais e das relações entre cada economia nacional. Tratam-se de capitais expostos a múltiplas estruturas de custos e de financiamento nacionais, a diferentes taxas de juros domésticas e a diferentes relações de produção e regimes de acumulação locais.

(...) their interests are not reducible to the interests of individual nations. Each capital's multiple and complex global exposure requires that management of its financial stability be individually honed and calculated. An international gold standard, securing stability of national currencies via national policies, is not attuned to this complexity. Today, capital needs not a single anchor, but a web of anchors, provided by financial derivatives to mediate diverse connections across asset types, currencies and temporal exposures. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 277).

Nesse sentido, o mecanismo de ajuste não incide na forma de flexibilidade da força de trabalho em âmbito nacional, mobilizada pelas taxas de câmbio por intermédio das taxas de juros básicas. A variação do preço da força de trabalho em escala nacional não é um mecanismo preciso o suficiente para reestabelecer as taxas de rentabilidade de cada capital individual. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, n. 15, p. 280).

Different corporations have different needs of their labour contracts, and thereby seek to draw wage determination away from criteria such as labour's "needs" and living standards and towards conditions of profitability. (...) The key is flexibility in both wages and conditions, as capital seeks to compute labour costs as it does all other costs. (BRYAN; RAFFERTY, 2006c, p. 277).

O ajustamento tornado possível pela circulação derivativa incide individualmente sobre cada posto de trabalho de cada capital individual, uma vez que é possível, em função do sistema e da lógica de cálculo e equiparação possibilitado pelos mercados derivativos, mensurar a eficiência marginal de cada posto de trabalho singular segundo os mesmos critérios da rentabilização do capital em si. Do mesmo modo, a necessidade de ajustamento advém não do desequilíbrio externo ou da insustentabilidade dos compromissos financeiros externos assumidos em âmbito nacional, mas *da insuficiência de remuneração proporcionada pelo regime doméstico de acumulação frente a outras alternativas de alocação de capital*.

Isto significa também, por sua vez, que deve haver um fundamento geral para esta circulação derivativa global, assim como uma unidade de medida de referência para a rentabilidade dos capitais, independentemente de sua localização no espaço e no tempo, de forma a tornar possível o cruzamento dos diferentes sistemas monetários e regimes de acumulação nacionais. Por mais que denominadas em moedas nacionais em particular, cujo alicerce último é a soberania estatal, as transações internacionais, por entrecruzarem regimes monetários domésticos, devem ter como fundamento e como lastro nominal algum elemento comum, do qual os sistemas monetários compartilhem, que sirva de referência e dê sentido ao estabelecimento de relações de equivalência e de comensuração entre os valores, denominados em diferentes moedas nacionais sob diferentes horizontes temporais de rentabilização e determinados socialmente em cada sistema monetário doméstico, mas mesmo assim transacionados enquanto equivalentes.

Este elemento comum, no entendimento de Bryan e Rafferty (2006a, p. 103), é a *rentabilidade do capital*, computada em termos globais e intertemporais mas determinada em última instância pelo custo do trabalho, localizado tanto nacionalmente quanto no tempo presente, e que baliza a determinação das taxas de câmbio para além de critérios de

produtividade e de participação no comércio internacional. É também nesse sentido que, para os autores, a consolidação dos derivativos enquanto forma monetária global é também, sob certa perspectiva, um retorno a uma forma particular de moeda-mercadoria, cujo gerenciamento exige um mecanismo também particular de ajustamento. No caso, o imperativo do ajuste das economias nacionais recai sobre o fundamento de última instância da rentabilidade do capital, a relação entre o valor e o valor de uso da mercadoria força de trabalho, consubstanciada em seu preço corrente, e se manifesta, portanto, na intensificação da flexibilização do mercado de trabalho. Isto porque a capacidade de comensuração entre os diferentes tipos e localizações espaciais e temporais de ativos proporcionada pelo sistema de derivativos impõe uma intensificação à competição nos mercados de capitais e, portanto, em todos os mercados. A instância mais imediata de ajustamento em direção à rentabilidade dos capitais individuais é o mercado de trabalho, “área primária de exercício de discricão criativa por parte do capital em busca de lucratividade” (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 103), de forma que, com vistas a garantir taxas competitivas de remuneração ao capital, esperam-se relações satisfatórias entre salários e produtividade. Emerge, dessa forma, um *denominador comum* à totalidade das relações de produção globais, o qual resulta em pressões de diferentes intensidades sobre cada capital individual e sobre cada território nacional de acordo com as formas particulares de coesão social estabelecidas por cada regime doméstico de relações monetárias de produção.

The process of commensuration of capital on a global scale requires labour in each location to deliver ‘competitive’ rates of wages and productivity to ensure globally competitive rates of return on capital. This – not the value of capital, nor the value of money (both of which are now being resolved and reconciled in global derivative markets) – is the one available swing mechanism of national adjustment. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 132-3).

Na leitura proposta pelos autores, a simultaneidade do desenvolvimento dos instrumentos derivativos e da consolidação da circulação derivativa, por um lado, e da transformação global das condições dos mercados de trabalho e do regime de acumulação capitalista, em direção à flexibilidade, por outro, a partir sobretudo da década de 1980, não é apenas uma coincidência histórica. Simultaneamente à reascensão política da defesa do livre jogo concorrencial das forças de mercado em busca da *eficiência*, elevada a princípio disciplinador fundamental da sociedade, se deu a transformação, em termos tanto técnicos quanto lógicos, dos dispositivos que regem a competição capitalista global. O efeito determinante é a imposição da mesma lógica de cálculo de rentabilidade aplicado sobre os bens de capital e o dinheiro para a força de trabalho. Isto significa, por sua vez, transformações que,

para além das inovações tecnológicas e financeiras que tornaram possível a estruturação do sistema de derivativos, dizem respeito à consolidação de um novo ordenamento, tácito, para as relações monetárias, financeiras e de produção internacionais. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 103;176).

(...) the stripping back of the welfare state, assaults on minimum wages, on employment security and on the power of organised labour, and the increasing autonomy of national monetary policy from democratic pressure, are directly linked to this imperative. (...) what is called “deregulation” and “neoliberalism” has at its core not simply an ascendant ideology of *laissez-faire* (...) but also *the subordination of labour’s living standards to the needs of stable global capital flows*. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 120-1, grifo nosso).

Esta ulterior e desenvolvida relação de subordinação do trabalho em relação ao Capital manifesta-se, em termos globais e genéricos, de duas formas. Em primeiro lugar, no estabelecimento de uma lógica imperativa de atuação das autoridades monetárias nacionais diante de um sistema monetário internacional fiduciário e de taxas de câmbio flutuantes, no qual as posições relativas entre os países, suas moedas e seus níveis de renda e emprego dependem das tomadas de decisão privadas de alocação de riqueza, presente ou futura. Em segundo lugar, no estabelecimento de um princípio regulador mais desenvolvido, de maior alcance e com maior capacidade de constrangimento para as relações capitalistas, mas por vias, mais que indiretas, segundo LiPuma e Lee (2004, p. 102), distanciadas, abstratas e simbólicas. Ambos os movimentos, segundo Bryan, Martin e Rafferty (2009, p. 460), não necessariamente constituem transformações recentes, mas, sim, conquistam velocidade e ímpeto maiores no contexto da transição do século XX para o XXI. Tratam-se, ademais, de tendências, e não de leis universais, e que, por isso, se manifestam heterogeneamente segundo as determinações sociais e históricas de cada regime doméstico de acumulação.

A política econômica sob a circulação derivativa

O transpassar das fronteiras nacionais por parte da reprodução e da acumulação de capital não significa, por ora, a decomposição das formações sociais históricas e das estruturas de poder – corporificadas nos Estados Nacionais – que organizam, sistematizam e hierarquizam as sociedades. Pelo contrário, significa um aperfeiçoamento das formas de controle nos termos das relações capitalistas e, nesse sentido, uma propensão a uma maior uniformidade global em termos de ordenamento e de organização social. Como são as taxas de rentabilidade ajustada ao risco o critério central do processo de valorização do capital, a equivalência e a

comensurabilidade entre os diferentes e múltiplos conduítes dos fluxos de renda e riqueza só são possíveis diante de condições mais ou menos semelhantes de acumulação de capital e, portanto, de valorização capitalista. (SOTIROPOULOS; LAPATSIORAS, 2014, p. 97).

Enquanto forma monetária universal, não por concretamente assumir integralmente as funções monetárias mas por informar, proteger e diferenciar internacional e intertemporalmente os fluxos monetários correntes denominados em diferentes moedas nacionais, os derivativos anulam as heterogeneidades entre as relações de valor portadas pelas relações monetárias nacionais em seus diferentes contextos sociais e históricos e torna seus diferentes poderes de comando internacionais sistemática e imediatamente comensuráveis e intercambiáveis. Resultado concreto destes movimentos abstratos é a normalização não somente dos processos produtivos, mas também dos conflitos entre classes e entre frações de classe incidentes em cada agregação social nacional, impulso que é *a priori* promovido pela possibilidade de tratamento dos diferentes riscos concretos, socialmente determinados, aos quais a valorização do capital se expõe como simplesmente risco abstrato, mensurável, quantificável e neutralizável nos mercados derivativos. Para Sotiropoulos e Lapatsioras, isto significa que, inclusive institucionalmente, a circulação derivativa estabelece uma forma aperfeiçoada, integrada, onipresente e genérica de compreensão dos fenômenos que dizem respeito à reprodução do capital e dos instrumentos para sua sustentação. (2014, p. 97-8; BRYAN; RAFFERTY, 2006b, p. 84).

A operacionalidade do sistema monetário internacional pós-1973, de flutuação cambial lastreada em uma moeda doméstica fiduciária, constitui um mecanismo somente arbitrário de conversibilidade entre os espaços monetários nacionais, não um mecanismo estruturado e sistemático de equivalência que assegure a estabilidade e a continuidade do valor dos ativos em seus movimentos ao longo do espaço e do tempo. Enquanto os sistemas monetários nacionais são em si circunscritos, constituídos por relações produtivas e financeiras específicas às moedas nacionais, os mercados produtivos e financeiros globais são mais que o mero encontro das múltiplas circunscrições nacionais. Em função desta insuficiência institucional, fruto da incompatibilidade entre os regimes domésticos de produção e o alcance global do processo de valorização do capital, tornam-se indistinguíveis as funções de meio de troca e de reserva de valor das divisas conversíveis, ambas as quais dependem de contínuas avaliações transnacionais e intertemporais de equivalência. Extrapolados os espaços monetários domésticos, o dinheiro denominado em unidades de conta nacionais deixa de ser um estoque de riqueza estável e líquido, porque sujeito ao encontro heterogêneo das relações sociais – e,

portanto, das taxas e das velocidades de rentabilização – portadas por cada circulação monetária nacional. (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 178-9).

O sistema de derivativos, portanto, estabelece mecanismos particulares e individuais para a graduação dos movimentos do dinheiro ao longo do espaço e do tempo – especialmente derivativos de juros e de câmbio – e, portanto, para tornar possível contornar a ausência de uma reserva de valor estável para a riqueza global, por meio da transformação das descontinuidades das relações de equivalência em mercadorias, *i. e.*, contratos financeiros derivativos dotados de valor de uso e portadores de valor.

A operacionalidade do sistema derivativos, isto é, tanto seus objetivos quanto seus expedientes, sobre as sociedades capitalistas, porque referida a *benchmarks* globais e intertemporais, desestrutura tanto as relações de poder domésticas que fundam as circulações monetárias nacionais quanto os mecanismos convencionais de supervisão e administração, também fundamentalmente nacionais, de que se valem as autoridades monetárias. Transforma, portanto, o próprio papel das autoridades monetárias, cujas capacidades de intervenção não tanto se restringem quanto se ressignificam diante do caráter global e intertemporal da circulação derivativa.

With financial institutions now globally integrated, the territorial limitations of nation-state regulatory capacity mean that the old forms of regulation (supervising the domestic operations of financial institutions and controlling cross-territorial flows of capital, including derivatives) is now highly limited. States require other forms of regulation, and the regulation of accumulation requires something more than states can deliver. In both of these dimensions, derivatives are central to regulation precisely because they transcend nation-state regulations. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 207).

Por um lado, seu poder de determinação ou de condução de suas taxas de câmbio, por mais que único, em função da natureza soberana dos Bancos Centrais, se limita às suas proporções enquanto simples *players* adicionais nos mercados de câmbio – de tamanho e de capacidades diferenciadas, mas não onipotentes. Isto porque, por mais que o Estado legitime, e mesmo imponha, o denominador das relações monetárias, isto acontece apenas em termos domésticos, isto é, circunscritos à extensão territorial da soberania estatal. Os Estados não são capazes, pois, de continuada e irrestritamente ditar o valor de sua moeda doméstica em relação às demais moedas domésticas, *i. e.*, as taxas de câmbio. (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 179).

Por outro, sua capacidade de comando sobre as taxas de juros domésticas é comprometida conforme a imersão da economia nacional no sistema de circulação global e

intertemporal complexifica o conjunto de determinações a que a circulação monetária em âmbito doméstico se submete. A intensidade, em volume e em ritmo, dos fluxos financeiros internacionais, pois, obscurecem ou mesmo tornam indistinguíveis os determinantes fundamentalmente domésticos e fundamentalmente referidos ao tempo presente das taxas de juros nacionais: “(...) *the growth of international borrowers diminishes the ‘domesticity’ of what interest rates price and how that price is established.*” (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 182).

O que estas sobreposições revelam, contudo, para além da limitação do raio de atuação da política monetária, é o próprio sentido do controle não tanto da base monetária quanto do nível de preços, por sua vez aperfeiçoado em função do alcance global da circulação derivativa. O mandato convencional da política monetária, exercida pela concertação das taxas de juros domésticas de modo a se alcançarem níveis de emprego que não acelerem a inflação, tem como objetivo não o controle do nível de preços em geral, mas especificamente do nível de preços das mercadorias e serviços. Isto é, permanecem alijados tanto do monitoramento quanto do alcance das medidas de restrição os *preços dos ativos*. A primazia concedida à persecução da estabilidade do poder de compra do dinheiro mensurado com referência aos preços das mercadorias configura o coroamento da autonomia do movimento dos preços dos ativos. Tal conceito de inflação, pois, não contempla a lógica particular e especulativa de formação dos preços dos ativos, somente os preços correntes das mercadorias e serviços no universo do consumo e da realização, e diz respeito sobretudo, portanto, ao custo de reprodução da força de trabalho e à parte que lhe cabe na distribuição do acesso à riqueza. (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 181-4).

Os preços dos ativos – produtivos ou financeiros, tangíveis ou intangíveis, mas também suas categorias concretas: preços de imóveis e custos de financiamento para inclusive educação, saúde e previdência – não são semelhantemente incluídos no cômputo do nível de preços porque dizem respeito a uma circulação monetária distinta e porque, sobretudo, cumprem um papel social distinto. Apesar da inescapável interface entre os preços dos ativos e os preços das mercadorias, cada conjunto diz respeito a posições e a prerrogativas de *classes* na sociedade capitalista. Ao contemplar primeiramente o poder de compra real dos salários no cômputo da inflação, as autoridades monetárias enfatizam a primazia da relação entre salários e produtividade e entre salários e lucros. A valorização dos ativos, portanto, permanece fora da alçada da interferência estatal, devido não tanto a questões instrumentais, institucionais ou mesmo políticas quanto em função do caráter fundamentalmente distinto que assume sua precificação. Os preços dos bens e serviços nos mercados à vista correspondem ao sistema

concreto e em tempo presente de distribuição de custos e rendimentos por entre as atividades produtivas. Os preços dos ativos, por sua vez, são a expressão da capitalização a valor presente de taxas de retorno futuro esperado. Dito de outra forma, *os preços dos ativos consubstanciam taxas de retorno esperadas, não custos de produção*. Em termos minskyanos, o preço determinante aos ativos é o seu preço de demanda. (BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 185).

Quanto mais referente ao futuro e mais estendida no tempo se dá a precificação dos ativos de capital no tempo presente, maior é a dessincronia entre os custos de reprodução da força de trabalho – necessariamente fundamentados no tempo presente – e as expectativas e exigências de produtividade e de rentabilidade, referenciadas no tempo futuro, impostas à classe trabalhadora. Isto porque os preços dos ativos assumem dimensões cada vez mais financeirizadas e, portanto, capitalizadas, autonomizadas e autorreferenciais em relação aos preços presentes das mercadorias e serviços.

Ao mesmo tempo, contudo, a pervasividade e a profundidade dos mercados derivativos torna ambas as circulações cada vez mais integradas e mesmo indissociáveis. Isto porque encaminha a determinação dos preços presentes das mercadorias a partir da prefixação especulativa de seus preços futuros em conformidade com as taxas de rentabilidade preconizadas para os ativos. Sua pressão, nesse sentido, é por uma associação *mais estreita* dos preços das mercadorias em relação aos preços dos ativos, o que, em função de suas distintas temporalidades, significa a dilatação, no tempo, da lógica de formação dos preços presentes.

Just as labour has crossed over into the terrain of capital, so money has crossed over into the terrain of financial assets, and the two cross-overs are related.
(BRYAN; RAFFERTY, 2011a, p. 185).

Dito de outra forma, conforme ativos circulem internacionalmente sob formas tão líquidas, se não mais, quanto dinheiro, e conforme a classe trabalhadora, com seus salários em tempo presente a preços correntes, se depare cada vez mais com os preços financeirizados – isto é, afetados pela circulação derivativa e pelas práticas de capitalização e de securitização – dos bens e serviços que compõem a sua reprodução, sobretudo habitação, saúde e educação, então a violência da associação entre estas duas esferas assíncronas é cada vez mais inevitável.

Sob a circulação derivativa, o movimento dos capitais não se dá somente em direção a taxas de rentabilidade acima da média, mas também com vistas à continuidade internacional e intertemporal do valor de seus fluxos expectacionais de rendimentos, determinantes para seu valor presente, espacial e temporalmente localizado. Ao mesmo tempo, contudo, em que os fluxos internacionais de capital são os responsáveis primeiros pelos patamares de taxas de câmbio e, portanto, pela estabilidade dos preços domésticos e pela continuidade, no tempo, dos

cálculos capitalistas, eles são determinados em primeiro lugar pelos espaços de valorização nacionais, proporcionados, necessariamente, domesticamente. As taxas de lucro domesticamente proporcionadas e, portanto, as relações de produtividade e de custos de produção nacionais, contudo, se encontram a todo momento ameaçadas de alteração em função da flutuação das taxas de câmbio – em função, ademais, dos próprios movimentos internacionais descoordenados dos capitais individuais em busca de maximização de suas taxas de rentabilidade globais em primeiro lugar.

Neste sistema monetário internacional de taxas de câmbio flutuantes entre moedas domésticas fiduciárias, mas informado pela circulação derivativa e, portanto, sujeito à potencialidade da atenuação privada e individual da incerteza sobre a taxa de câmbio para cada transação singular, deixa de ser o movimento das taxas de câmbio, sistematicamente em ajuste, que conduz ao equilíbrio dos fluxos internacionais de capital e dos balanços de pagamentos. Em função da circulação derivativa, e de modo fundamentalmente paralelo ao do Padrão Ouro Clássico, a variável de ajuste novamente é a remuneração da força de trabalho doméstica em relação à sua produtividade, de modo a compelir a eficiência marginal do capital pretendida nacionalmente. A instrumentalização das taxas de juros e das taxas de câmbio que regem a circulação monetária doméstica a um só tempo e sob alcance nacional baliza as taxas de rentabilidade esperadas para os circuitos globais de capital e a continuidade da unidade de medida global de valor no regime de acumulação representado por circulação monetária doméstica. Dito de outra forma, representa o esforço estatal de proteção ao papel desta economia nacional na circulação financeira global, na forma de garantia de taxas mínimas de rentabilidade para os capitais, particularmente e a todo instante ajustadas aos diferenciais de juros e de câmbio e às percepções de risco atribuídas aos ativos em circulação doméstica. (BRYAN; RAFFERTY, 2013, p. 149).

A circulação derivativa, nesse sentido, reimpõe como mandato de última instância das autoridades monetárias a determinação, por intermédio das taxas de juros e de câmbio, da remuneração relativa do trabalho a níveis que encaminhem as taxas pretendidas de acumulação de capital, estimadas com base em expectativas globais e intertemporais mas capitalizadas e, portanto, precificadas a tempo presente. A incidência última dos movimentos especulativos globais de capital informados pela rede de monitoramento propiciada pelos mercados derivativos, portanto, é sobre a relação entre salários e lucros, a qual, quando insuficiente e insatisfatória, leva à fuga de capitais e onera as posições cambiais, monetárias, fiscais e de emprego e renda – um mecanismo ao mesmo tempo completamente distinto mas fundamentalmente análogo ao ajuste recessivo preconizado pelo Padrão Ouro. Por isso,

segundo Bryan e Rafferty (2006a, p. 123), os Bancos Centrais permanecem atentos à produtividade do trabalho e mobilizam políticas monetárias para regulá-la. O primado da estabilidade dos preços das mercadorias nos regimes de política monetária significa a imposição em abrangência nacional, de um limite último ao valor da força de trabalho nacional, determinado com referência a uma unidade de medida global.

(...) anti-inflation policy took on a “role in stabilizing expectations [that] was once the function of the gold standard, the doctrine of annual balanced budget, and fixed exchange rates.” (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 120 *cf.* JOHNSON, 1988, p. 178).

Trata-se de um regime de política monetária, portanto, comprometido fundamentalmente com a sustentação e o aprofundamento das relações de poder e de comando, agora em abrangência global, que as relações monetárias contêm. Isto porque, por mais que seu objeto seja a estabilidade do nível de preços das mercadorias e serviços em tempo presente, seu objetivo é o nível de emprego, renda e rentabilidade que adequa os diferenciais nacionais de exploração do trabalho à continuidade dos fluxos financeiros globais, balizados por uma taxa de referência global de rentabilidade ajustada ao risco.

Of course, it was not usually explained to labour in those terms; nor was it rationalised by economists in those terms (...). It has almost without exception always been explained by appeal to nationalism: that we as a *nation cannot live beyond our means by running fiscal deficits or importing more than we export*; that we need *labour market flexibility to ensure that our industries remain competitive and our economy competitive*. But the result was the same: in the name of ‘national competitiveness’, a range of attempts were made to *force labour to become the swing mechanism of national economic adjustment*. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 121, grifos nossos).

Ainda, portanto, que a consolidação e a intensificação da fuga para a frente – a capitalização da rentabilidade esperada futura – constituam o canal de valorização por excelência do capital sob a circulação derivativa, seu resultado concreto e imediato é a exacerbação da própria dessincronia entre tempo presente e tempo futuro que a impulsionam em primeiro lugar. Significam, pois, o contínuo aumento das expectativas de rentabilidade futura capitalizada que se consubstanciam nos preços presentes dos ativos, em detrimento do valor da força de trabalho, fixa espacial e temporalmente no ritmo presente da reprodução material de sua circunscrição nacional. Concretamente, tal exacerbação se manifesta no contínuo aumento das exigências de rentabilidade corrente impostas à classe trabalhadora, ou seja, na imposição das relações de valorização sob graus crescentes de violência. Por mais que,

portanto, ou precisamente porque, as formas de cálculo para a rentabilidade do capital e para a produtividade do trabalho, por imposição destes desenvolvimentos das relações capitalistas, se aproximem e tendam à homogeneização e mesmo à unificação, as capacidades de acesso destas duas categorias de agentes aos mercados futuros e à circulação derivativa em si e, portanto, suas capacidades de autodeterminação, não somente permanecerão diferenciadas como esta diferenciação tende a aprofundar-se.

A epistemologia e a ontologia do risco financeiro

O conjunto de transformações habitualmente compreendido pelo conceito de financeirização envolve, de modo genérico, a ascensão e a primazia da circulação financeira na determinação do ritmo e da direção da acumulação de capital, manifesto sobretudo nos movimentos de expansão das operações financeiras em relação aos setores produtivos e de predomínio da valorização financeira sobre os demais aspectos da reprodução capitalista. (MARTIN, 2009, p. 109-10). Estes desenvolvimentos das formas de manifestação do valor, como colocado por Braga (2000), em direção à forma mais geral e abstrata de relação capitalista, a financeira, não permanecem, contudo, restritos ao ordenamento, também geral e abstrato, da produção e circulação de valor, mas repercutem também, de formas mais ou menos imediatas, sobre as categorias e princípios que balizam a reprodução da vida material em seus domínios mais concretos. Para Sotiropoulos e Lapatsioras (2014, p. 98), trata-se não somente da emergência de uma estrutura mais eficiente de precificação de ativos e que, por isso, impõe-se enquanto princípio regulador da acumulação de capital, mas do desenvolvimento de dispositivos de poder que se sobrepõem às relações de poder já existentes, de modo a reorganizar, de modo mais elevado – isto é, mais abstrato, simbólico e deslocado – a lógica de funcionamento da valorização de capital.

Como, sob a circulação derivativa, todas as instâncias de alocação de capital tornam-se imediata e instantaneamente equiparáveis, comensuráveis e intercambiáveis entre si, também os agentes econômicos, empresas e famílias, capitalistas e assalariados, tornam-se inteligíveis essencialmente enquanto portadores de fluxos de rendimentos esperados segundo a taxa de referência estabelecida, e aos quais cabem do mesmo modo medidas de performance, perfis de risco e capitalizações a valor presente. Sob a circulação derivativa, os indivíduos finalmente tornam-se, mais que precificáveis, sujeitos aos movimentos expectationais de seus preços de oferta e de demanda presentes e futuros, bem como à especulação sobre ambos. Variáveis fundamentais para a determinação correta de seus preços, por sua vez, são os

rendimentos de sua força de trabalho, seu potencial de inserção no mercado de trabalho, seus níveis de consumo e poupança e seus compromissos financeiros – em suma, *as posições de seus balanços enquanto indivíduos*.

Derivative market development is conceived within an agenda of precision of calculation: an agenda that is integral to the logic of capital. The effect is to extend the calculus of finance and risk into wider social domains, and this, perhaps, is the underlying dynamic of what is being called ‘financialization’. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 204).

No entendimento de Bryan e Rafferty (2011b, p. 215-6), a própria força de trabalho torna-se tanto apreensível quanto passível de ser lançada e contabilizada diretamente como qualquer outra classe de ativos para a composição dos portfólios, não mais simplesmente enquanto custo da produção de mais-valia. Enquanto parte integrante do circuito de capital, na forma de capital variável, a força de trabalho se torna sujeita igualmente ao cálculo de performance e, desse modo, à concorrência com todas as demais instâncias de alocação de capital. A circulação derivativa torna possível a avaliação intertemporal e em tempo real também da performance da força de trabalho face a sua remuneração e a seus riscos, processo que recoloca a taxa de mais-valia como categoria *imediata* para a determinação do valor da mercadoria força de trabalho enquanto forma de capital. Segundo Bryan, Martin e Rafferty (2009, p. 468), a incessante avaliação expectacional sobre o valor presente dos ativos de capital possibilitada pela circulação derivativa enfim constrói um canal *direto* de transmissão para a relação entre produtividade e remuneração do trabalho. Sua estimação acurada, por sua vez, requer o desmembramento das contribuições individuais ao processo de trabalho e o monitoramento o mais pormenorizado e em tempo real possível, de preferência de modo padronizado e parametrizado, de sua eficiência. Para Martin (2009, p. 111), o efeito mais transformador da primazia da circulação financeira é o estabelecimento de uma *epistemologia do risco*, a difusão da prática e da cultura da contabilidade atuária, isto é, do processamento, da compilação e da consubstanciação de resultados positivos concretos em tempo presente a partir de resultados expectacionais futuros, desconhecidos ou mesmo inesperados. Trata-se, dito de outra forma, da perpetração das técnicas e da lógica de gerenciamento de risco diretamente por sobre a reprodução da vida material. (MARTIN, 2009, p. 120-1).

Forecasting outcomes applies equally to measuring school children’s test performance, reducing poverty, and deploying ballistics in warfare. The statistical models are released from their original abode in economics to reside in all manner of systems – itself a claim that since human behavior is modeled on a machine all

domains of cultural endeavor are subject to the same protocols. (MARTIN, 2009, p. 111).

Mas, do ponto de vista da remuneração do trabalho, determinada essencialmente pelo custo, no tempo presente, socialmente determinado de reprodução da força de trabalho, também a circulação derivativa exerce influência radicalmente transformadora. Isto porque as condições de reprodução da classe trabalhadora e seu acesso à riqueza material deixam de constituir somente custos para atividade produtiva capitalista e se tornam fonte imediata de rentabilização financeira a tempo presente. Não se tratam somente dos juros incidentes sobre o endividamento das famílias – o que por si só já configura uma instância adicional de apropriação de renda e riqueza –, mas de se elencar o trabalho diretamente na circulação financeira, porque portador de fluxos de pagamentos mais ou menos seguros que fundamentam a circulação derivativa. Para Bryan e Rafferty (2011b, p. 215-6), as decisões de gasto e consumo do trabalho tornaram-se componentes críticas para a rentabilidade do capital e suas estratégias de gerenciamento de risco para muito além do estabelecido por J. M. Keynes na construção do conceito de Demanda Efetiva:

The conditions of working-class life – the need for multiple income households; the needs of old age, education, health, and others – are re-configured so as to privilege the payments that will form the basis of securities. (...) In the search for yield and diversification, the household and its wage income represents new opportunities for capital's profitable asset holding. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 216).

Isto significa que também as decisões de alocação de renda e riqueza dos indivíduos se tornam instâncias adicionais de rentabilização, não tanto para si próprios quanto para os capitais que adquiram os direitos a suas performances enquanto parte de suas estratégias de diversificação de portfólios, gerenciamento de risco e rentabilização de curto prazo. As famílias paulatinamente se tornam tanto consumidoras de produtos financeiros quanto substrato para a securitização de portfólios e para a dinamização sobre bases cada vez mais elevadas da circulação derivativa. A lógica da possibilidade de atrelamento entre presente e futuro constituída pelos mercados derivativos e concretizada nos instrumentos de securitização de fluxos de pagamentos, por mais que originada na circulação de capital financeiro, lentamente passa a se manifestar em cada vez mais esferas da existência material. (BRYAN; RAFFERTY, 2012, p. 107-8).

(...) risk must be assessed and triaged everywhere and at all times, a nation on permanent elevated alert (code orange). The redress is (...), as with the logic

of financial investment, to anticipate outcomes, to deter forward, to lower prime interest rates in when inflation appear imminent, in short, to pre-empt. If bringing the future into the present is the temporality of financialized risk, pre-emption is its preferred mode of activation. (MARTIN, 2009, p. 113).

Assim como os balanços dos capitais individuais são avaliados sob a perspectiva do valor presente de seus fluxos de recebíveis futuros face a seus compromissos financeiros, é sob o ponto de vista da taxa de geração de riqueza potencial que se tornam mensuráveis os balanços dos indivíduos e, portanto, que se passa a determinar o patamar a tempo presente de remuneração do trabalho. O que até então constituía a esfera estável do consumo, interface entre o trabalho produtivo gerador de mais valia e a realização do valor contido na massa de mercadorias na forma geral da riqueza – um canal, portanto, *passivo* de acumulação – torna-se, em função da circulação derivativa, sobretudo a securitização, palco *ativo* de especulação tanto por segurança quanto por rentabilidade financeira. A financeirização dos fluxos de pagamentos sobre consumo diferido, prestação de serviços e utilidades públicas, mais que garantidora de canais adicionais de acesso, na forma de produtos financeiros, para seus demandantes, configura-se como espaço de criação de ativos financeiros para atenção às demandas de liquidez e de continuidade da circulação derivativa global. O mercado imobiliário, o mercado de crédito para bens de consumo duráveis, o mercado de sistemas de pagamentos eletrônicos – sobretudo os que envolvam relações de crédito –, a oferta de serviços de telefonia e energia elétrica, o mercado de planos de saúde e os instrumentos de financiamento da educação superior conformam pontos de contato e de interação cada vez mais inescapáveis entre a reprodução da vida material e a lógica de precificação da circulação derivativa. (BRYAN; RAFFERTY, 2011b, p. 215; 2012, p. 107-8; MARTIN, 2009, p. 109).

(...) personal investment to assure welfare and security is subject to the deferred compensation of dividend returns and enhanced portfolio price. (...) Categories of debt like mortgages and consumer loans are mined or enclosed across a range of localities and bundled together or securitized according to delocalized characteristics of credit attribute and risk. In the ever more volatile environment, unexpected gain or loss is hedged by carving up economic exchanges into potential of future variations in price. (MARTIN, 2009, p. 110).

Mas a desagregação e a precificação discriminada das variáveis componentes dos balanços individuais não se restringem a elementos fundamentalmente quantitativos, sequer a elementos imediatamente referentes aos atributos econômicos de determinado ativo. Para LiPuma e Lee (2004, p. 134-5), a circulação derivativa origina uma nova forma de assimilação dos fatos e realidades históricas, visto que torna possível reduzir processos sociais a quantidades

mensuráveis e administráveis de risco – uma categoria a um só passo abstrata e sintética. Nos termos dos autores, trata-se do estabelecimento de também uma *ontologia do risco*, uma forma de existência e uma subjetividade baseadas na avaliação em tempo real de eventos probabilísticos sequenciados, isto é, na apreensão e na determinação mútuas da realidade concreta a partir do sistema de cálculo universal, intertemporal e em tempo real de rentabilidade esperada ajustada à percepção de risco conformada por mercados derivativos.

The social fiction made real is that aculturally derived technologies of understanding (...) permit (...) to parse any event structure into its naturally occurring components, to abstract those components from the event structure and from their temporal flows, and to assign a calculable and quantified value to these components, thereby allowing agents to entertain the expectation that they can predict and manage future events. (LiPUMA; LEE, 2004, p. 134-5).

Tal movimento significa que, assim como a tomada de decisão de alocação de riqueza determina o ritmo e a direção da acumulação de capital, também este conjunto mais desenvolvido de técnicas de avaliação e de precificação dos ativos e dos capitais conduz, se não determina, as condições sociais, políticas e econômicas para a reprodução capitalista, porque tanto fundamentado em uma representação particular – e quantificável – de quais condições particulares são estas quanto capacitado, em termos de poder e de comando, também sob formas mais desenvolvidas, para se fazerem cumprir tais condições.

The multiple economic-technical-political “events” (that is, every event of capital valorization and resistance against it), that might either emerge within the capitalist enterprise or concern it, are in this way spontaneously converted into objective perceptions and quantitative signs within capital markets. (SOTIROPOULOS; LAPATSIORAS, 2014, p. 91).

Por um lado, a classe trabalhadora deve ser remodelada de forma a melhor satisfazer as necessidades da acumulação capitalista não somente, contudo, no que diz respeito à produtividade, à eficiência e à rentabilidade, mas sobretudo enquanto categoria de ativo financeiro: flexível, líquida e de alta performance em termos de rentabilidade ajustada ao risco. Trata-se, segundo Bryan e Rafferty (2011b, p. 217-8), da compatibilização da existência da classe trabalhadora com a imagem e a agenda da reprodução ampliada do capital em suas formas mais desenvolvidas, organizadas em torno da constante recomposição das carteiras, do gerenciamento e transferência de risco e da fungibilidade entre ativos. Ao mesmo tempo, esta reorganização significa, para a lógica do capital, o desenvolvimento de novos produtos financeiros para viabilizar para os indivíduos a proteção contra instabilidades oriundas das

próprias vicissitudes dos mercados financeiros, como, para além de previdências privadas, instrumentos de seguro de renda e mercados futuros sobre o setor imobiliário. Mas este aprimoramento das ferramentas de gerenciamento de risco dos indivíduos enquanto classe de ativos tem como finalidade última sua salvaguarda enquanto instâncias de alocação de capital com vistas a sua valorização.

Por outro lado, a classe trabalhadora é também necessariamente o elo final da cadeia de securitização financeira e, dessa forma, a confluência última da intensificação da competição intercapitalista e da pressão por resultados. Em primeiro lugar, o trabalhador assalariado, por mais que possa endividar-se com base em suas receitas, não é passível, por natureza, de securitizar-se, isto é, de desvencilhar-se de sua exposição ao risco no mercado de trabalho. Segundo Campbell (2006, p. 1559 *apud* BRYAN, MARTIN, RAFFERTY, 2009, p. 468-9), o risco da renda do trabalho é em grande medida idiossincrático e, dessa forma, inadmissível e impassível de cobertura. Mesmo que se assuma o infausto ponto de vista do capital humano – a determinação de que indivíduos são essencialmente entidades econômicas em competição a um só tempo em diferentes mercados e que, por isso, devem imperativamente compreender-se e conduzir-se enquanto tais –, o trabalho permanece, por definição, *non-tradable*. Ou seja, ao mesmo tempo em que famílias são cada vez mais consumidoras de produtos financeiros – crédito ao consumo, crédito imobiliário, crédito educacional, seguro-saúde, aposentadoria, etc. –, elas não alçam a condição de intermediários nos mercados financeiros derivativos. Em segundo lugar, o trabalho assalariado é o expediente de ajustamento por excelência para capitais pressionados, por uma via ou outra, por maior rentabilidade. (BRYAN; RAFFERTY, 2006a, p. 5; 2009, p. 468-9).

Sob essa assimetria, os indivíduos e as famílias, tanto enquanto agregação quanto individualmente, são estabelecidos enquanto “absorvedores de choques de última instância”. (IMF, 2005, p. 5). Para Bryan, Martin e Rafferty (2009, p. 469), esta restrição fundamental ao acesso aos mercados derivativos por parte da unidade socioeconômica mais elementar significa não uma incompletude dos mercados, ainda técnica e historicamente por ser corrigida, mas uma diferenciação fundamental à continuidade da reprodução capitalista, sobretudo sob suas formas mais desenvolvidas.

A instância mais fundamental de gerenciamento de risco, pois, é a responsabilidade limitada, ou seja, a imputabilidade proporcional à parcela de propriedade, característica que abrange os capitais organizados sob formas mais desenvolvidas, em especial a forma Sociedade Anônima. Aos indivíduos e mesmo às formas menos desenvolvidas de capital, a responsabilidade é ilimitada, porque sua limitação preconizaria o estabelecimento da separação

entre o trabalhador e a propriedade de sua força de trabalho. Mas é justamente a inseparabilidade entre trabalho e força de trabalho que fundamenta a sociedade capitalista, porque sustenta a diferença do valor do trabalho enquanto capital variável e enquanto mercadoria que fundamenta a geração de trabalho não pago, mais-valia. Para qualquer ativo, a desvalorização, face à insolvência ou à iliquidez, concreta ou expectacionalmente, significa a sua não participação no circuito de reprodução e de acumulação de capital. Para a força de trabalho, contudo, uma vez apreendida como qualquer outra classe de ativos, a desvalorização significa desemprego, isto é, a sua destruição enquanto forma de riqueza. Conceder ao trabalho os mesmos expedientes de gerenciamento de risco que cabem ao capital ou à riqueza em sua forma geral, significaria, como colocado pelos autores, a negação do elemento mais radicalmente fundante do processo de acumulação capitalista. (BRYAN; MARTIN; RAFFERTY, 2009, p. 469).

O que estas transformações apontam, nesse sentido, é o aprofundamento das relações de subordinação que fundamentam as sociedades capitalistas, agora recolocadas de formas mais gerais e abstratas mas também, ao mesmo tempo, sob desdobradas concretude e materialidade. Sob a financeirização e a primazia da circulação derivativa, o capital enquanto relação social de poder finalmente assume formas ao mesmo tempo concretas mas indiretas de comando sobre a reprodução material. A circulação derivativa, mais do que determinar o ritmo da acumulação, tanto impõe seus requerimentos de performance quanto determina sua própria unidade de medida. Segundo LiPuma e Lee (2004, p. 3;30), a complexidade e pervasividade reclusa dos mercados derivativos globais apenas ocultam o quanto seus movimentos estabelecem os valores relativos intertemporais das diferentes formas de riqueza e, desse modo, informam e determinam o movimento dos capitais, os quais, por sua vez, informam e determinam os movimentos e os destinos das vidas dos indivíduos, imersos na imperiosidade da sobrevivência material. Para Sotiropoulos e Lapatsioras (2014, p. 95), a precificação dos riscos e, portanto, dos ativos, significa, mais que uma mensuração do futuro, o controle sobre o presente. Atribuir um perfil de risco a determinado ativo – seja um capital, um trabalhador ou todo um país – e contabilizar sua eficiência não simplesmente em termos de produtividade, mas de rentabilidade ajustada ao risco, significa mais uma forma de impor-lhe conformidade em relação ao seu papel social socialmente designado *sub specie aeternitatis*.

Conclusões

A ascensão e a consolidação da circulação derivativa, mais que representar o somatório de resultados de *hedge* e de especulação encetados pela celebração de contratos derivativos, reorganizam, aprimoram e mesmo depuram o processo global da produção capitalista, isto é, de valorização e acumulação de capital.

A circulação derivativa, em primeiro lugar, desdobra uma forma particular de propriedade de riqueza, fundamentada na propriedade da diferença entre a performance efetiva e as expectativas de rentabilidade e de risco de ativos produtivos e financeiros subjacentes. Com isso, o próprio conceito de capital alça maior autonomia, para além da propriedade dos bens de produção e dos direitos aos rendimentos da atividade produtiva. Este movimento, contudo, contraintuitivamente, não amplifica o caráter abstrato das relações capitalistas. Pelo contrário, torna a lógica de valorização de capital passível de derramamento por sobre todas as relações sociais de produção.

Em segundo lugar, a circulação derivativa institui um sistema de cálculo, equiparação e conversão entre as múltiplas formas de capital, procedimento que torna possível tanto reduzir os ativos às dimensões críticas de seus valores relativos – a taxa de rentabilidade ajustada à suas múltiplas exposições de risco – quanto matizar as diferenças entre as formas de alocação de riqueza, entre os diferentes ritmos de rentabilização e entre os distintos ordenamentos sociais que determinam as relações de valorização. Dito de outra forma, encaminha o potencial de comparação imediata e instantânea das performances de todas as instâncias de alocação de capital, internacional e intertemporalmente. Este desenvolvimento, por sua vez, traz consigo dois desdobramentos ulteriores.

O sistema de derivativos torna possível delimitar no tempo presente e irrespectivamente às denominações monetárias domésticas um ponto de encontro para os movimentos dos capitais ao longo do espaço e do tempo e, portanto, uma referência universal para as expectativas de rentabilidade das operações globais dos capitais individuais. Estabelece, nesse sentido, um *benchmark* global e intertemporal para o desempenho esperado dos ativos.

Ao mesmo tempo, encaminha o cálculo de precificação de ativos, em termos de rentabilidade, custo de carregamento, prêmio de liquidez e potencial de valorização, por sobre toda e qualquer relação econômica, porque corrobora para simplesmente explicitar, em sua forma mais geral e abstrata, a característica eminentemente capitalista de toda relação de produção: a de valor que se valoriza. Dito de outra forma, a circulação derivativa explicita o caráter monetário de qualquer ativo, reprodutível ou financeiro, assim como o caráter financeiro de toda mercadoria. O sistema de derivativos, nesse sentido, apenas revela em suas formas desenvolvidas de relações capitalistas o que sempre esteve preconizado em suas formas mais

simples e concretas, e torna possível alçar definitiva e transparentemente a lógica da valorização capitalista ao posto de regente inescapável da realidade material.

Justapostos, estes dois desdobramentos, em termos concretos, estabelecem um constrangimento generalizado por uma taxa de valorização média sobre toda instância, espacial e temporalmente localizadas, de alocação de riqueza, ao mesmo tempo em que fundam uma medida universal de valor, isto é, uma referência desenvolvida para a comensuração dos valores, independentemente de suas singularidades.

No interior de um mesmo circuito de acumulação capital, a quantificação da valorização se dá somente entre a quantidade inicial e a quantidade final de dinheiro, D e D' . Os intermediários deste processo – as compras, os estoques de insumos, a mão de obra, a produção em si, os estoques de bens finais e a sua circulação – constituem somente partes componentes de um todo, compreendidos segundo a sua contribuição para a valorização empreendida pelo processo global. O que a circulação derivativa permite acessar é a taxa de rentabilidade ajustada ao risco de cada etapa do processo produtivo, porque se tratam, acima de tudo, de instâncias de alocação de capital e, por isso, constituintes de processos de acumulação em si, o que intensifica radicalmente tanto a competição intercapitalista quanto a pressão competitiva sobre os processos de produção e de trabalho.

A forma monetária universal tornada possível pela circulação derivativa, contudo, diferentemente do que propõem os autores em cuja contribuição esta tese se fundamenta, não constitui dinheiro mundial propriamente dito, isto é, não se consolida enquanto dinheiro em si. A proposição basilar de Bryan e Rafferty, apesar do caráter seminal de determinadas associações que estabelecem em sua obra, é a de que os derivativos constituem uma nova forma, desdobrada e desenvolvida, de dinheiro. Esta tese não corrobora com este ponto de chegada, informada nem tanto pelas críticas que as publicações dos autores encetaram, com destaque para a de Norfield (2012; 2013), quanto pela postura contundente de relativização das conclusões de Bryan e Rafferty assumida por Palludeto (2016; 2017). A principal manifestação de que os contratos derivativos não constituem dinheiro propriamente dito é o fato de que eles seguem expressos nas unidades de conta das moedas domésticas e, portanto, atrelados às relações sociais nacionalmente determinadas que portam. A emissão de um contrato derivativo, pois, não se confunde com a emissão de moeda, em qualquer uma de suas formas.

Ao mesmo tempo, contudo, e apesar desta fundamental relativização, se não mesmo rejeição, deste elemento central à contribuição de Bryan e Rafferty, os nexos causais estabelecidos pelos autores permanecem, assim como a validade das consequências que atribuem à primazia da circulação derivativa, mesmo que não enquanto dinheiro propriamente

dito. Isto porque, como também apontado por Palludeto, enquanto referência para a tomada de decisão capitalista, a circulação derivativa veste a circulação financeira internacional de universalidade e de intertemporalidade tais que subvertem o caráter circunscrito dos regimes monetários domésticos denominados em moedas nacionais. Isto porque, tanto quanto forma desenvolvida de unidade de conta que proporciona à riqueza denominada em moeda doméstica, trata-se também de uma forma desenvolvida de meio de pagamento e de reserva de valor, desdobrada por sobre a circulação global das unidades monetárias domésticas, mas não de modo a superá-las e substituí-las. Uma transação internacional mediada por contratos derivativos é protegida contra riscos de variação das taxas de câmbio, das taxas de juros e dos preços de produção, de modo que se garantem a continuidade e a estabilidade das reservas de valor assim mobilizadas. É nesse sentido que se afirma que o sistema de derivativos *executa funções fundamentalmente monetárias* e que a circulação derivativa, portanto, *constitui uma forma desenvolvida, porque intertemporal e supranacional, de relação monetária internacional, superimposta à hierarquia de moedas que estrutura o sistema monetário internacional.*

Do mesmo modo, é também nesse sentido que se afirma que, sob a circulação derivativa, o sistema monetário internacional fiduciário pós-1973 configura não simplesmente um sistema de taxas de câmbio flutuantes, mas um sistema de taxas de câmbio potencialmente afixáveis, ainda que somente para cada transação singular de acordo com cada posição particular, em termos de composição de balanços e de exposição ao risco, de cada capital individual. Isto porque, posta a livre circulação de capitais, a circulação derivativa encaminha uma movimentação de capital capaz de estabelecer ao longo do tempo as relações de preços vantajosas para a acumulação de capital em cada instante do tempo, de modo a neutralizar as múltiplas exposições individuais ao risco e garantir a continuidade do valor dos contratos e, portanto, do valor presente dos ativos ao longo do tempo.

Mas, trata-se, vale lembrar, de um regime monetário excludente, restrito à própria possibilidade de proteção dos valores presentes pela, de modo geral, contratação de preços futuros e dependente, portanto, da capacidade de participação nos mercados derivativos, vinculada aos volumes de capital acumulado, de liquidez e de poder de negociação. Tais prerrogativas, por intermédio da circulação derivativa, alçam tais capitais a um patamar superior adicional na hierarquia de vantagens competitivas e de poder de comando dos capitais individuais.

Concomitante à potencialidade de fixação das taxas de câmbio, por sua vez, é a subordinação das políticas monetárias domésticas à lógica aperfeiçoada de precificação supranacional e intertemporal que passa a determinar a movimentação internacional do capital.

Os diferenciais de taxas de juros e os patamares das taxas de câmbio tornam-se os determinantes primeiros da atratividade dos espaços nacionais de acumulação enquanto alternativas possíveis de alocação de riqueza, assim como os níveis de atividade econômica, os regimes de regulação da produção e os padrões de acesso à riqueza material circunscritos às economias nacionais se tornam as resultantes últimas, ou, dito de outra forma, as variáveis de ajuste por excelência. Ajuste que, ademais, para além de ser ditado nacionalmente, em função da instrumentalização destes preços-chave, torna-se cada vez mais passível de ser ditado diretamente sobre as relações concretas de produção, individualmente por cada capital, em função de seus requerimentos de rentabilidade ajustada ao risco sobre cada etapa do circuito de valorização.

Tal desenvolvimento das formas de subordinação do trabalho ao capital, ou, dito de outra forma, dos requerimentos das relações de valorização, em termos de rentabilidade ajustada ao risco, para a continuidade dos processos de produção capitalista, impõe tanto uma epistemologia particular aos proprietários de riqueza e quanto mesmo uma ontologia particular aos agentes econômicos como um todo, ambas centradas no *risco financeiro*. A circulação derivativa enseja uma epistemologia do risco, isto é, a apreensão dos agentes econômicos em si, com destaque para o trabalhador assalariado, enquanto portadores de fluxos de rendimentos sujeitos ao risco os quais são justapostos à taxa de lucro média para a decisão de alocação de riqueza. Para a contabilização destes fluxos e sua capitalização, por sua vez, os expedientes são atuariais: medidas de performance e perfis de risco a partir de suas posições patrimoniais, passíveis, tanto quanto qualquer outro fluxo de rendimentos, de formação de posições especulativas no presente a partir das expectativas futuras. Decorrencia disso é que se enseja também uma ontologia do risco, uma subjetividade centrada na avaliação em tempo real da rentabilidade e da exposição ao risco.

A ubiquidade destes dois atributos enquanto critérios de assimilação da realidade e da reprodução material, ao mesmo tempo em que aproxima o ponto de vista, a imagem e a agenda do trabalho às categorias características do capital, aprofunda e enraíza definitivamente o distanciamento entre as duas classes, em virtude da inescapável assimetria de suas capacidades de participação nos mercados derivativos. Em termos tanto individuais quanto macroeconômicos, portanto, os níveis de renda, de emprego e de poder de compra circunscritos às economias nacionais seguem dependentes de decisões privadas em busca da valorização de capitais concentrados, centralizados, transnacionalizados e financeirizados, mas agora o são sob formas desdobradas e ainda mais abstratas, simbólicas e estranhadas.

5. Considerações Finais

Today, I'm going to deliver 1.8 million reports. Execute 25,000 trades. And avert 3,000 disasters. I'm going to monitor interest rates in Europe. – Silver prices in Asia. – Droughts in the Midwest. I'm going to witness 4 billion shares change hands on the New York Stock Exchange. And record the effects on 14 trillion in assets across 20,000 portfolios. – I am Aladdin. – I am Aladdin. And, today, I'll find the numbers behind the numbers. I will see the trends the models don't. – The connections. – The risks. – I am Aladdin. – I am Aladdin, and I will get the data right. I am 25 million lines of code. Written by hundreds of people. Across two decades. I'm smarter than any algorithm. More powerful than any processor. Because I am Aladdin. Because I am Aladdin. I am Aladdin. I am Aladdin. I am Aladdin.

Vídeo promocional BlackRock Solutions, ca. 2015.

But it's boring. And there is no story. Just patterns. (...) It is the modern world of power – and it's incredibly boring. Nothing to film, run by a cautious man who is in no way a wolf of Wall Street. It's how power works today. It hides in plain sight – through sheer boringness and dullness. No wonder we find it difficult to tell stories about it.

A. Curtis, *Now Then*, 2014.

Este trabalho se dedicou a compreender a razão de ser da circulação derivativa no interior do processo global de produção capitalista, bem como os efeitos de sua operacionalidade sobre a dinâmica de valorização dos capitais individuais e a dinâmica macroeconômica global. Seu ímpeto originário se fundeu na impressão de que, ao mesmo tempo em que as relações capitalistas se desenvolvem em direção a sua própria dissolução, como desenvolvido por Marx ao final do capítulo 24 do primeiro volume de *O Capital*, também o próprio sistema capitalista se reinventa a si mesmo – seus canais de incidência, seus aparatos analíticos e seus mecanismos de transmissão – de modo a mitigar os entraves que gera à sua própria sustentação, isto é, à continuidade do ordenamento social que o estabelece. Não se alteram, contudo, suas leis de movimento, somente suas formas, histórica e socialmente determinadas, de manifestação.

A forma mais geral e abstrata de relação capitalista, ou seja, a forma de valorização de capital mais próxima de seu próprio conceito, no presente nível de desenvolvimento lógico-histórico do capitalismo, são os contratos financeiros derivativos. Forma desdobrada de capital fictício, os contratos derivativos tornam possível isolar as rentabilidades esperadas dos contratos produtivos e financeiros das múltiplas instâncias de riscos aos quais se expõem, o que

tanto transforma o risco das operações de valorização em mercadorias dotadas de valor e de valor de uso, precificáveis e negociáveis, quanto consubstancia uma forma particular de propriedade de riqueza: a pura propriedade da *performance* dos ativos, independente da propriedade do capital ou dos meios de produção.

As múltiplas categorias de instrumentos derivativos, pois, encaminham a desagregação dos ativos em seus atributos, sobretudo os rendimentos esperados que proporcionam e os riscos aos quais estas expectativas se expõem, e possibilita sua precificação, sua negociação e sua circulação independentemente da propriedade dos ativos dos quais derivam. Dão vazão, portanto, a uma vinculação mais pormenorizada entre os preços presentes e futuros das partes componentes dos ativos e à matização das características dos ativos, visto que a *performance* de seus atributos alça autonomia em relação ao desempenho, em qualquer direção, dos ativos subjacentes. Essa autonomia, por sua vez, se consubstancia na própria circulação derivativa: a circulação de uma forma particular de capital fictício, assentada na apreensão dos atributos dos ativos enquanto variáveis independentes.

Configura-se, assim simultaneamente, um tipo particular de *mercadoria* e uma forma particular de *capital*. A relação de valor portada por um contrato derivativo é, em primeiro lugar, um produto imaterial, fruto da identificação, mensuração e desagregação dos riscos de determinada relação de valorização, e que tem como valor de uso precisamente portar um risco em específico. A propriedade desta mercadoria, por sua vez, é a propriedade da exposição ao rendimento e ao risco do ativo subjacente. Nesse sentido, a relação de valor portada por um contrato derivativo é uma relação de valorização: trata-se, afinal, de um ativo financeiro portador de um fluxo especulativo de rendimento derivado da *performance* de determinado ativo mas independente de sua propriedade.

O valor portado por um contrato derivativo, pois, advém das expectativas de ganhos de arbitragem a partir da posição especulativa assumida quando de seu estabelecimento. Ou seja, sua precificação constitui a formação de uma posição de risco intertemporal sobre a *performance* de determinado ativo, ao passo que sua celebração constitui uma aposta especulativa recíproca entre os contratantes. Seu valor, portanto, não está contido no ativo subjacente, mas origina-se na antecipação acurada da variação das condições históricas e conjunturais que possibilitam, amplificam ou comprimem sua rentabilidade, irrespectivamente ao ganho ou à perda, no limite em termos de valor presente, que a propriedade convencional do ativo subjacente proporciona.

Enquanto um sistema de derivativos, por sua vez, constituído pela interface entre os múltiplos mercados derivativos, o somatório de contratos derivativos constitui um todo

maior que a soma de suas partes, com decorrências significativas sobre a circulação dos contratos dos quais derivam. Isto porque proporciona, enquanto resultado da própria concorrência pela maximização da rentabilidade com operações em contratos derivativos, uma rede de comensurabilidade imediata entre os rendimentos ajustados ao risco dos ativos, isto é, um sistema de comensuração da riqueza e da renda, em qualquer regime de acumulação e a qualquer ritmo de rentabilização. Instituem, portanto, uma *circulação derivativa*, a qual aperfeiçoa o movimento global do capital de acordo com suas próprias leis de movimento.

Em primeiro lugar, ao contrário do jogo de soma-zero que cada contrato derivativo individual constitui, enquanto agregação a circulação derivativa traz consigo potenciais resultados positivos, em função de permitir um melhor planejamento e organização da produção, da alocação de recursos e da acumulação de capital. Dito de outra forma, a circulação derivativa possibilita tornar sincrônicos e contérminos os tempos da produção e da realização. Mas sua efetuação se dá pela via da especulação, ou melhor, a partir da formação de posições, no presente, sobre expectativas em relação ao futuro.

Por mais, portanto, que a circulação derivativa potencialmente contribua para a estabilização, em termos de continuidade das relações de valor que portam, de cada relação contratual singular, ela não se superimpõe ao risco sistêmico, tampouco à incerteza radical inerente às decisões capitalistas, pulverizadas ou centralizadas. Pelo contrário, ela os intensifica, tanto porque incapaz de abranger em completude os riscos em série oriundos da negociação em série dos riscos das transações quanto, e mais significativamente, porque seu objeto de negociação e, portanto, sua razão de ser, é justamente a inconstante flutuação das múltiplas variáveis, agregadas e microeconômicas, que balizam a acumulação de capital.

Em segundo lugar, a circulação derivativa aperfeiçoa as decisões de alocação de riqueza, porque torna imediatamente comensuráveis, equiparáveis e conversíveis entre si suas múltiplas formas concretas, produtivas, financeiras e monetárias. Tal operacionalidade torna-se possível porque, enquanto sistema de monitoramento, de cálculo e de precificação, o sistema de derivativos encaminha a constituição de uma unidade de medida homogênea para o valor, irrespectivamente às suas denominações monetárias domésticas, a seu ritmo de valorização e às relações sociais de produção de cada circunscrição nacional. Isto é, a circulação derivativa proporciona o deslocamento do valor dos estoques de riqueza e dos fluxos efetivos e expectacionais de renda ao longo tanto do espaço quanto do tempo porque os consubstancia em uma mesma forma monetária global.

Um contrato derivativo, desse modo, por mais que não constitua dinheiro mundial propriamente dito, porque segue denominado em unidades de conta domésticas, estabelece um

ponto de encontro supranacional e intertemporal ao qual todas as denominações nacionais passam a se referir. Do mesmo modo, um contrato derivativo não constitui meio de pagamento propriamente dito, mas consubstancia liquidez e conversibilidade potencialmente irrestritas a qualquer estoque ou fluxo, efetivo ou esperado, de riqueza e renda. Por fim, tampouco constitui reserva de valor em si, mas aprimora a capacidade de sustentação, ao longo do espaço e do tempo, das dimensões absolutas e relativas da riqueza. A universalidade e a intertemporalidade de que vestem as relações de valorização, nesse sentido, subvertem as próprias soberanias que instituem as circulações monetárias e as relações capitalistas nacionais – movimento que reorganiza e disciplina a valorização de capital nos diferentes espaços domésticos de reprodução capitalista segundo os requerimentos de mobilidade, flexibilidade e universalidade da lógica de acumulação do capital financeiro transnacional.

Assim como, portanto, a concorrência intercapitalista impõe as leis gerais de movimento do capital aos capitais individuais, e a forma sociedade anônima impõe a lógica do capital financeiro ao cálculo e ao movimento dos capitais produtivos, a circulação derivativa, por sua vez, impõe a lógica do capital financeiro a toda e qualquer instância de valorização de capital, a partir do critério único da taxa de rentabilidade ajustada ao risco. Seu efeito, portanto, é o equacionamento em potencial de todas as diferenças temporais e espaço-sociais de rentabilização por entre as diferentes economias nacionais. Seu efeito concreto, por sua vez, é a cristalização das expectativas de rentabilidade futura ajustada ao risco, em termos globais e intertemporais, nos preços presentes não somente dos ativos como também das mercadorias e serviços que lhes dão vazão. Trata-se de uma operacionalidade tal que transmuta a dinâmica entre preços presentes e preços futuros e torna indistinguíveis as dimensões sociais e temporais manifestas no presente imediato da reprodução material. O sentido último da circulação derivativa, portanto, não é a mitigação da instabilidade da reprodução capitalista, mas o estabelecimento de uma instância superior de circulação e de valorização, alijada das inconveniências e aborrecimentos da reprodução material. Tal proteção, assegurada por agentes em específico, capazes de se proteger diante do transcorrer do tempo, tem como contrapartida a intensificação da instabilidade que recai, em última instância, sobre todos os demais agentes que não participam ativamente da circulação derivativa, porque incapazes de arcar com seus custos ou porque diretamente contrapartes passivas dos movimentos defensivos dos proprietários de riqueza.

No entendimento aqui proposto, os instrumentos derivativos se consolidaram enquanto relevantes à circulação de capital a partir de uma transformação institucional radical dos fundamentos das relações capitalistas: o fim do lastro em ouro do Dólar em 1973, ou, de

forma genérica, a conversão de um sistema monetário internacional de moeda-mercadoria para um sistema monetário internacional de moeda-fiduciária, bem como a institucionalização de um regime global de taxas de câmbio flutuantes. A ininterrupta e inescapável possibilidade de alteração das taxas de câmbio entre as denominações monetárias internacionais impregnou tanto os fluxos internacionais de renda quanto os estoques de riqueza em seus movimentos ao longo do espaço do risco de desvalorização e de frustração de expectativas. Contratos de câmbio futuro são somente uma das formas de contratos derivativos, mas são uma das formas que dão origem e intensificam a circulação derivativa a partir do último quarto do século XX.

Sob a instabilidade das taxas de câmbio, pois, desaparece a possibilidade de mesmo pressupor preços constantes pela duração de um mesmo período de produção para o cálculo e a decisão de alocação, de investimento ou de produção. Isto é, sob a instabilidade das taxas de câmbio, os proprietários de riqueza deixam de poder atuar enquanto operadores dos preços de produção, em última instância porque o movimento dos preços deixa de ser sinalizador das alocações ótimas de capital em termos de rentabilidade ao longo do tempo: os preços de oferta e de demanda deixam de poder ser calculados e as margens de lucro perdem relativa e absolutamente sua estabilidade.

O principal canal de incidência da variação das taxas de câmbio, pois, é por sobre os custos fixos de produção, tanto diretos quanto indiretos, dos quais se destacam os custos de financiamento e, sobretudo, os *mark-ups* que dão vazão às taxas de rentabilidade esperadas e, portanto, aos preços de demanda que justificaram a decisão capitalista em primeiro lugar. As respostas convencionais a esta transformação são os instrumentos de defesa disponíveis particularmente a capitais concentrados e centralizados: o ajuste do fluxo de reprodução dos bens de capital, até que sua escassez relativa e, assim, a origem social de sua possibilidade de rentabilidade, seja reposta; e a alta dos preços de venda as mercadorias fruto do uso produtivo dos bens de capital. De qualquer forma, ainda que por canais distintos, tais expedientes potencialmente recuperam o valor presente dos ativos de capital e, nesse sentido, preservam o valor da riqueza neles consubstanciada.

A circulação derivativa, por sua vez, ao mesmo tempo tanto suspende a dependência em relação a tais expedientes quanto os leva às últimas consequências, porque permite consubstanciar já nos preços presentes das mercadorias as rentabilidades pretendidas aos ativos de capital quando do momento da decisão de alocação de riqueza, mas de modo informado pelo cálculo de risco proporcionado pelo sistema de derivativos. Seus preços presentes, nesse sentido, passam a estar referidos não simplesmente à acumulação de capital no presente, mas já à acumulação de capital futura, tornada independente inclusive da flutuação das taxas de

câmbio ao longo de seu circuito. Às mercadorias e ativos que seguem referidas somente ao tempo presente, por sua vez, este desenvolvimento representa a aglutinação de um poder de comando substancial sobre a reprodução material, para além dos poderes de monopólio. Mesmo as fontes convencionais de lucros monopolistas, oriundas de relações de propriedade, são tanto suspensas quanto levadas às últimas consequências pela circulação derivativa, que os contabiliza e os transaciona expectacionalmente *a priori* nos mercados derivativos.

A circulação derivativa constitui, nesse sentido, a institucionalização de um mecanismo radical de defesa às vicissitudes da temporalidade inerente nem tanto à produção material quanto à valorização do capital, assim como de defesa ao caráter fundamentalmente especulativo de toda atividade econômica. Ao mesmo tempo, a consolidação da primazia da circulação derivativa evidencia o caráter definitivamente social de toda atividade econômica, visto que pautada, em primeira e em última instância, em relações de poder – especificamente os poderes de compra, de comando e de preservação de riqueza que as relações monetárias contêm –, de modo que revela o quanto, no que diz respeito à valorização de capital, são as decisões microeconômicas de produção, de investimento e de alocação de riqueza que decorrem de fundamentos macroeconômicos.

E é nesse sentido também que se afirma que o sistema monetário internacional contemporâneo, centrado em uma moeda doméstica fiduciária em torno da qual orbitam taxas de câmbio flutuantes, uma vez informado, ainda que excludentemente, pela circulação derivativa, passa a se comportar de forma radicalmente semelhante ao sistema monetário internacional do Padrão Ouro Clássico. Isto porque tal sistema se revela pautado em decisões individuais e privadas de alocação de capital, porém garantidas não somente por uma rede privada de conversibilidades potencialmente estabelecidas *a priori*, como por uma concertação estatal e portanto pública, porém imposta pelos próprios ditames da circulação financeira global, em defesa da sustentação dos patamares de taxa de rentabilidade ajustada ao risco pretendidas pelos agentes privados. A circulação derivativa, nesse sentido, consolida-se, ao lado da liberalização, da desregulamentação e do desenvolvimento tecnológico, como conduíte *par excellence* da globalização produtiva e da mundialização do capital.

Tais desdobramentos, em seu conjunto, por sua vez, correspondem a um patamar adicional do movimento de autonomização do valor, isto é, da constituição de formas de existência concreta ao conteúdo essencial, mais geral e abstrato das relações capitalistas. Tal desdobramento, contudo, traz consigo também consequências sócio-históricas, sobretudo em função do amplificado poder de comando sobre a reprodução material no tempo presente que o comando sobre a circulação do puro capital monetário fictício provê a seus proprietários e

gestores. A competição intercapitalista muda de forma e de natureza, ou melhor, finalmente revela o que fundamentalmente a pauta desde a sua gênese, de modo a ressignificar o sistema de preços e explicitar o papel e o caráter que sempre tivera: o do arbítrio por sobre a reprodução material com vistas a dirigir a acumulação de capital.

A centralização deste poder de comando, organizada por uma circulação e uma forma de propriedade de riqueza específicas e segregadoras, tanto o antepõe aos mecanismos convencionais de competição nos mercados produtivos e financeiros quanto desmantela a estrutura de classes e de frações de classe até então estabelecidas, a ponto de tornar seus representantes capazes de conduzir, se não diretamente de encaminhar, tanto o ritmo e a direção dos movimentos da riqueza quanto seus próprios espaços de valorização, isto é, de atribuir as suas próprias leis de movimento ao capital.

Com isso, as relações de produção e de valorização estabelecidas no passado deixam de se desestruturar diante de transformações encetadas pelo transcorrer do tempo histórico até o presente, ao mesmo tempo em que se intensifica a pressão pela valorização no presente, visto que deve carregar consigo a continuidade futura do valor presente da riqueza velha. Dito de outra forma, a circulação derivativa constitui um canal desenvolvido de interferência da riqueza velha por sobre a criação de riqueza nova, isto é, sobre a reprodução de capital e sobre a reprodução material no tempo presente.

Mais, portanto, que um desenvolvimento das relações capitalistas, a circulação derivativa representa a internalização e a externalização, em cada instância de alocação de riqueza, em cada etapa dos circuitos de valorização e em cada uma das figuras do capital, do caráter mais elementar de sua forma de manifestação mais simples: a contradição entre o valor e o valor de uso das mercadorias. Isto porque, em primeiro lugar, desenvolve um canal de acumulação a partir dos ganhos delineados em função não tanto desta diferença quanto das diferentes percepções acerca desta diferença, seja por entre as distintas etapas do circuito de valorização, seja por entre os distintos contextos histórico-conjunturais e sócio-institucionais de acumulação. E, porque, em segundo lugar, institui um canal desenvolvido tanto de monitoramento quanto de controle sobre os resultados absolutos da especulação, que, no limite, encaminha e mesmo determina as condições de realização do valor no presente e no futuro e, nesse sentido, a sua própria valorização. Quanto mais acurada, dilatada em relação ao futuro e, especialmente, de acesso exclusivo for esta circulação, mais seus integrantes são capazes de determinar os resultados relativos da especulação, e, portanto, de continuamente consubstanciar no presente a sua própria diferenciação.

6. Referências Bibliográficas

- ALBUQUERQUE, E. M. (2015). Visible seeds of socialism and metamorphoses of capitalism: socialism after Rosdolsky. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, issue 3, mai. 2015.
- ANTÓN, M. *et al.* (2016). Common Ownership, Competition and Top Management Incentives. *Ross School of Business Working Paper no. 1328*, aug. 2016.
- ARMITAGE, J; GRAHAM, P. (2001). Dromoeconomics: towards a political economy of speed. *Parallax*, vol. 7, issue 1: Economies of Excess, 2001.
- AZAR, J; RAINA, S; SCHMALZ, M. C. (2019). Ultimate ownership and bank competition. *SSRN Papers*, 4 mai. 2019.
- AZAR, J; SCHMALZ, M. C; TECU, I. (2018). Anticompetitive effects of common ownership. *Journal of Finance*, 73 (4), 2018.
- BARAN, P. A; SWEEZY, P. M. (1966). *Capitalismo Monopolista: ensaio sobre a ordem econômica e social americana*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.
- BEBCHUCK, L. A; HIRST, S. (2019). The Specter of the Giant Three. *Boston University Law Review*, vol. 99, n. 3, mai. 2019.
- BELLUZZO, L. G. M; ALMEIDA, J. G. (2002). *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BERLE, A. A; MEANS, G. C. (1932). *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- BLACKROCK INC. (2010). *BlackRock Annual Report 2010*. New York, 2011. Disponível em:
<<https://ir.blackrock.com/Interactive/newlookandfeel/4048287/annual/2010AR/pdf/FullBlackRockAnnualReport2010.pdf>>. Acesso em 19 set. 2019.

BLACKROCK INC. (2018). *BlackRock Annual Report 2018*. New York, 2019. Disponível em:

<<https://ir.blackrock.com/Interactive/newlookandfeel/4048287/annual/2010AR/pdf/FullBlackRockAnnualReport2010.pdf>>. Acesso em 19 set. 2019.

BLACKROCK INC. (2019a). *Aladdin® Platform Overview*. New York, 2019. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/aladdin/offerings/aladdin-overview>>. Acesso em 19 set. 2019.

BLACKROCK INC. (2019b). *Benefits to risk managers*. New York, 2019. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/aladdin/benefits/risk-managers>>. Acesso em 19 set. 2019.

BOND, P. (2010). A century since Hilferding's "Finanz Kapital": again, apparently, a banker's world? *Links International Journal of Socialist Renewal*, 19 nov. 2010. Disponível em: <<http://links.org.au/node/2007>>. Acesso em 22 nov. 2017.

BRAGA, J. C. S. (1993). A Financeirização da Riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Economia e Sociedade*, n. 2, 1993.

BRAGA, J. C. S. (1996). Economia Política da Dinâmica Capitalista: observações para uma Proposta de Organização Teórica. *Estudos Econômicos São Paulo*, v. 26, n. especial, p. 83-133, 1996.

BRAGA, J. C. S. (1997). Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza no capitalismo contemporâneo. In: FIORI, J. L; TAVARES, M. C. (orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

BRAGA, J. C. S. (2000). *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Originalmente apresentada como Tese de Doutorado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (1985). Campinas: IE/UNICAMP, 2000.

BRAGA, J. C. S. *et al.* (2017). For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*, v. 26, Número Especial, dez. 2017.

BRAGA, J. C. S; CINTRA, M. A. M. (2004). Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (org.) *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

BRAGA, J. C. S; MAZZUCHELLI, F. (1981). Notas introdutórias ao capitalismo monopolista. *Revista de Economia Política*, v. 1, n. 2, abr./jun. 1981.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2010). A descoberta da inflação inercial. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 14, n. 1, jan./abr. 2010.

BRYAN, D; MARTIN, R; RAFFERTY, M. (2009). Financialization and Marx: giving labor and capital a financial makeover. *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, no. 4, fall 2009.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2006a). *Capitalism with derivatives: a political economy of financial derivatives, capital and class*. New York: Palgrave Macmillan, 2006.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2006b). Money in capitalism or capitalist money? *Historical Materialism*, vol. 14, issue 1, mar. 2006.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2006c). Financial Derivatives: the new gold? *Competition and Change*, 10 (3), sep. 2006.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2007). Financial derivatives and the theory of money. *Economy and Society*, vol. 36, no. 1, feb. 2007.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2011a). Monetary Equivalence and Functionalism: implications for Central Banking. In: GANSMANN, H (ed.). *New approaches to monetary theory: interdisciplinary perspectives*. London; New York: Routledge, 2011.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2011b) Deriving Capital's (and Labour's) future. *Socialist Register*, vol. 47, 2011.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2012). Why we need to understand derivatives in relation to money: a response to Tony Norfield. *Historical Materialism*, vol. 20, no. 3, 2012.

BRYAN, D; RAFFERTY, M. (2013). Fundamental value: a category in transformation. *Economy and Society*, vol. 42, no. 1, feb. 2013.

BURLAMAQUI, L; KREGEL, J. (2005). Innovation, competition and financial vulnerability in economic development. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 25, n. 2, abr./jun. 2005.

CARNEIRO, R. M. ROSSI, P; MELLO, G. S; CHILIATTO-LEITE, M. V. (2015). The fourth dimension: derivatives and financial dominance. *Review of Radical Political Economics*, vol. 47(4), 2015.

CARVALHO, F. J. C. (1993). Sobre âncoras, diques e outras metáforas na estratégia de estabilização de preços. *Boletim de Conjuntura IEI/UFRJ*, v. 13, n. 13, out. 1993.

CARVALHO, F. J. C. (1996). Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. *Ensaio FEE*, vol. 17, no. 2, 1996.

CETINA, K. K; PREDA, A. (2007). The Temporalization of Financial Markets: from network to flow. *Theory, Culture & Society*, v. 24, i. 7-8, 2007.

CHAN, S. (2013). “I am King”: financialisation and the paradox of precarious work. *The Economic and Labour Relations Review*, v. 24, n. 3, 2013.

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

DAVIDSON, P. (1978). *Money and the Real World*. London/Basingstoke: Macmillan, 1978.

DEOS, S. S. (1998). Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. *Ensaio FEE*, v. 19, n. 2, 1998.

DURAND, C; GUEUDER, M. (2016). The Investment-Profit nexus in an Era of Financialisation and Globalisation: a profit-centered perspective. *Post Keynesian Economics Study Group*, Working Paper 1614, jul. 2016.

DURAND, C; GUEUDER, M. (2018). The Profit-Investment Nexus in an Era of Financialisation, Globalisation and Monopolisation: a profit-centered perspective. *Review of Political Economy*, vol. 30, n. 2, 2018.

EASLEY, D; PRADO, M. M. L; O'HARA, M. (2012). The Volume Clock: insights into the High-Frequency Paradigm. *The Journal of Portfolio Management*, vol. 39:1, 2012.

EICHNER, A. S. (1969). *The emergence of oligopoly: sugar refining as a case study*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1969.

EICHNER, A. S. (1976). *The Megacorp and Oligopoly: microfoundations of macrodynamics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

FARHI, M. (1998). *O futuro no presente: um estudo sobre o mercado de derivativos financeiros*. 1998. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

FARHI, M. (1999). Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, n. 13, 1999.

FARHI, M. (2010). Os impactos dos derivativos no Brasil. In: MARCOLINO, L; CARNEIRO, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude, 2010.

FELLNER, W. (1949). *Competition among the few: oligopoly and similar market structures*. New York: A. M. Kelley, 1960. Disponível em: <<https://archive.org/details/competitionamong0000fell>>. Acesso em 01 out. 2019.

FELLNER, W. (1950). Collusion and its limits under oligopoly. *The American Economic Review*, vol. 4, no. 2, Papers and Proceedings of the sixty-second Annual Meeting of the American Economic Association, May 1950.

FERREIRA, A. N. (2003). *Teoria macroeconômica e fundamentos microeconômicos*. 2003. Tese (doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP.

FICHTNER, J; HEEMSKERK, E. M; GARCIA-BERNARDO, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19 (2), 2017.

FOUCAULT, M. (1979). *Nascimento da biopolítica*. São Paulo: Martins Fontes, 2008.

FRENCH, S; KNEALE, J. (2012). Speculating on careless lives. *Journal of Cultural Economy*, v. 5, i. 4, 2012.

FROOT, K. A; WAGGONER, S. (2011). BlackRock Solutions. *Harvard Business Review Case Study*, 21 abr. 2011.

GINTIS, H. (1990). Why Schumpeter got it wrong in Capitalism, Socialism, and Democracy (draft). *Challenge*, ago. 1990. Disponível em:
<<http://www.umass.edu/preferen/gintis/SchumpeterChallenge.pdf>>. Acesso em 22 nov. 2017.

GINTIS, H. (1991). Where Did Schumpeter Go Wrong? *Challenge*, vol. 34, no. 1, jan/fev. 1991.

HALL, R. L; HITCH, C. J. (1939). Price theory and business behavior. *Oxford Economic Papers*, n. 2, 1939.

HIBOU, B. (2015). *The Bureaucratization of the World in the Neoliberal Era: an international and comparative perspective*. New York: Palgrave Macmillan, 2015.

HILFERDING, R. (1910). *O Capital Financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HILFERDING, R. (1910b). *Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development*. London, Boston & Henley: Routledge & Kegan Paul, 1981.

HILFERDING, R. (1923). *Das Finanzkapital: eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*. Berlin: Dietz Verlag; 1955. Disponível em:
<<https://archive.org/details/DasFinanzkaptial.EineStudieZurJngstenEntwicklungDesKapitalismus>>. Acesso em: 06 mar. 2019.

HOBSON, J. (1906). *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

HULL, J. C. (2009). *Fundamentos dos mercados futuros e de opção*. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2009.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2005). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, April. 2005. Washington, D.C., 2005.

KALDOR, N. (1939). Speculation and economic stability. *The Review of Economic Studies*, vol. 7, n. 1, oct. 1939.

KALECKI, M. (1965). *Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da Economia Capitalista*, 2ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KALECKI, M. (1971). *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy (1933-1970)*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

KEYNES, J. M. (1930b). *A Treatise on Money*, vol. II: the applied theory of money. London: Macmillan, 1930.

KEYNES, J. M. (1933a). *A monetary theory of production*. Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XIII: The general theory and after: part I. Preparation, cap. 5, p. 408-411. Cambridge: Royal Economic Society, 1978.

KEYNES, J. M. (1933b). *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy*. Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXIX: The General Theory and After: A Supplement, cap. 3, p. 76-101. Cambridge: Royal Economic Society, 1978.

KEYNES, J. M. (1936). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KEYNES, J. M. (1937). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, no. 2, 1937.

KING, M. R; RIME, D. (2010). The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey? *BIS Quarterly Review*, dec. 2010.

KLEYKAMP, D. (2005). What in the world is “user cost”? *Keynes and the General Theory: a series of vignettes discussing any and all aspects of the writings and life of John Maynard Keynes*. 21 ago. 2005. Disponível em: <<http://keynestoday.blogspot.com/2005/08/what-in-world-is-user-cost.html>>. Acesso em 20 jun. 2018.

KREGEL, J. A. (1971). *Rate of profit, distribution and growth: two views*. London: Palgrave Macmillan, 1971.

KREGEL, J. A. (1987). Rational Spirits and the Post-Keynesian Macrotheory of Microeconomics. *De Economist*, v. 135, n. 4, 1987.

KRIPPNER, G. R. (2005). The financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, v. 3, 2005.

KURZ, H. D. (2016). Adam Smith on markets, competition and violations of natural liberty. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, 2016.

LASCH, C. (1995). *A rebelião das elites e a traição da democracia*. Rio de Janeiro: Ediouro, 1995.

LAVINAS, L. (2017) *The takeover of social policy by financialization: the Brazilian paradox*. [s.l.]: Palgrave Macmillan, 2017.

LEE, B; LI PUMA, E. (2002). Cultures of Circulation: the imaginations of modernity. *Public Culture*, vol. 14, no. 1, 2002.

LEE, F. S. (1998). *Post Keynesian Price Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

LERNER, A. P. (1943). User cost and prime user cost. *The American Economic Review*, vol. 33, no. 1, part I, mar. 1943.

LEYSHON, A; THRIFT, A. (2007). The capitalization of almost everything: the future of finance and capitalism. *Theory, Culture & Society*, v. 24, i. 7-8, 2007.

LiPUMA, E; LEE, B. (2004). *Financial derivatives and the globalization of risk*. Durham; London: Duke University Press, 2004.

LiPUMA, E; LEE, B. (2005). Financial derivatives and the rise of circulation. *Economy and Society*, vol. 34, no. 3, ago. 2005.

MARCUSE, H. (1964). *A ideologia da sociedade industrial: o homem unidimensional*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1973.

MARCUSE, H. (1964). *One-dimensional man: studies in the ideology of advanced industrial society*. Boston: Beacon Press, 1991.

MARTIN, R. (2009). The Twin Towers of Financialization: entanglements of political and cultural economies. *The Global South*, vol. 3, no. 1, 2009.

MARX, K. (1858). *Grundrisse: Manuscritos econômicos de 1857-1858: esboços da crítica da economia política*. São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, K. (1887). Capital: a critical analysis of capitalist production, London 1887. *Karl Marx Friedrich Engels Gesamtausgabe (MEGA)*, 2. ab: "Das Kapital" und Vorarbeiten, band 9. Berlin: Dietz Verlag, 1990.

MARX, K. (1890). *O Capital: crítica da economia política, livro I: o processo de produção do capital*. Tradução de R. Enderle da quarta edição em alemão editada por F. Engels. São Paulo: Boitempo Editorial, 2013.

MARX, K. (1894). *O Capital: crítica da economia política, livro III: o processo global da produção capitalista*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2017.

MAURER, B. (2002). Repressed futures: financial derivatives' theological unconscious. *Economy and Society*, v. 31, n. 1, feb, 2002.

- McCLANAHAN, A. (2013). Investing in the future. *Journal of Cultural Economy*, v. 6, i. 1, 2013.
- MICHAELIDES, P. G; MILIOS, J. (2005). Did Hilferding influence Schumpeter?. *History of Economics Review*, 41, p. 98-125.
- MICHAELIDES, P. G; MILIOS, J. G. (2015). The Schumpeter-Hilferding nexus. *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 25, no. 1, 2015.
- MILIOS, J; SOTIROPOULOS, D. P. (2009). *Rethinking Imperialism: a study of capitalist rule*. Basingstoke/New York: Palgrave Macmillan, 2009.
- MINSKY, H. P. (1980). Capitalist financial processes and the instability of capitalism. *Journal of Economic Issues*, vol. 14, no. 2, jun. 1980.
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill, 2008.
- MINSKY, H. P. (1987). Securitization. *Hyman P. Minsky Archive*, n. 15. Disponível em: <https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/15>. Acesso em 27 mar. 2019.
- MINSKY, H. P. (1992). Schumpeter and Finance. In: BIASCO, S; RONCAGLIA, A; SALVATI, M. (eds.) *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos Labini*. London/New York: MacMillan, 1992. Disponível em: <http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/280>. Acesso em 27 mar. 2019.
- MINSKY, H. P. (1993). Comments on “Credit in the Macroeconomy”: on the non-neutrality of money. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 18, no. 1, Spring 1993.
- MOSELEY, F. (2016). *Money and Totality: a macro-monetary interpretation of Marx’s Logic in Capital and at the End of the “Transformation Problem”*. Leiden: Koninklijke Brill NV, 2016.
- MÜGGE, D. (2009). Tales of Tails and Dogs: derivatives and financialization in contemporary capitalism. *Review of Internacional Political Economy*, vol. 16, n. 3, aug. 2009.

NAVIN, T. R.; SEARS, M. V. (1955). The rise of a market for industrial securities, 1887-1902. *The Business History Review*, vol. 29, no. 2, Jun., 1955.

NORFIELD, T. (2012). Derivatives and capitalist markets: the speculative heart of Capital. *Historical Materialism*, vol. 20, no. 1, 2012.

NORFIELD, T. (2013). Derivatives, Money, Finance and Imperialism: a response to Bryan and Rafferty. *Historical Materialism*, vol. 21, no. 2, 2013.

PALLUDETO, A. W. A. (2016). *Os derivativos como capital fictício: uma interpretação marxista*. 2016. Tese (doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP.

PALLUDETO, A. W. A. (2017). Os derivativos na literatura marxista: uma crítica. *Texto para discussão*. IE/UNICAMP, no. 297, mai. 2017.

PALLUDETO, A. W. A.; ROSSI, P. (2018). O capital fictício: revisitando uma categoria controversa. *Texto para discussão*. IE/UNICAMP, no. 347, ago. 2018.

PARSONS, J. E. (1988). Bubble, bubble, how much trouble?: financial markets, capitalist development and capitalist crises. *Science & Society*, v. 52, n. 3, fall 1988.

PETERS, M. A. (2016). Economias Biopolíticas da Dívida. *Cadernos IHUideias*, ano 14, no. 236, vol. 14, 2016.

PINTO, N. P. A. (1997). O capitalismo financeiro. *Crítica Marxista*, v. 1, t. 5, 1997.

POSSAS, M. L. (1989). *Dinâmica e concorrência capitalista: uma interpretação a partir de Marx*. São Paulo: Hucitec/Campinas: Editora da Unicamp, 1989.

PRADO, E. F. S. (2014). Exame crítico da teoria da financeirização. *Crítica Marxista*, no. 39, 2014.

PRYKE, M; ALLEN, J. (2000). Monetized time-space: derivatives – money’s “new imaginary”? *Economy and Society*, vol. 29, no. 2, 2000.

ROTMAN, B. (1987). *Signifying Nothing: the semiotics of zero*. London: Macmillan, 1987.

ROTSCHILD, K. W. (1952). Fellner on Competition Among the Few. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 66, is. 1, feb. 1952.

RUBIN, I. I. (1928). *A teoria marxista do valor*. São Paulo: Polis, 1987.

SANTOS, L. G. (2001). A informação após a virada cibernética. IN: *Revolução tecnológica, internet e socialismo*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2003. Disponível em: <https://cteme.files.wordpress.com/2012/02/laymert_4.pdf>. Acesso em 22 nov. 2017.

SCHUMPETER, J. A. (1928). The Instability of Capitalism. *The Economic Journal*, vol. 38, no. 151, Sep, 1928, p. 361-386.

SCHUMPETER, J. A. (1934). *Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SCHUMPETER, J. A. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper Perennial, 2008.

SCHUMPETER, J. A. (1949). The March into Socialism. *The American Economic Review*, vol. 40, no. 2, Papers and Proceedings of the Sixty-second Annual Meeting of the American Economic Association, May, 1950, p. 446-456.

SOTIROPOULOS, D. P. (2015). Hilferding on Derivatives. *European Journal of History of Economic Thought*, vol. 22, no. 1, 2015.

SOTIROPOULOS, D. P; LAPATSIORAS, S. (2014). Financialization and Marx: some reflections on Bryan', Martin's and Rafferty's argumentation. *Review of Radical Political Economy*, vol, 46, no. 1, 2014.

SOTIROPOULOS, D. P; MILIOS, J; LAPATSIORAS, S. (2013). *A Political Economy of Contemporary Capitalism and its Crisis: demystifying finance*. London/New York: Routledge, 2013.

SWEEZY, P. M. (1943). Professor Schumpeter's Theory of Innovation. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 25, n. 1, Feb, 1943, p. 93-96.

TAVARES, M. C. (1978). *Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira*. Campinas: IE/UNICAMP, 1998.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. (1984). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: REGO, J. M. *Inflação Inercial, Teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

TOPOROWSKI, J. (2009). The economy and culture of financial inflation. *Competition and Change*, vol. 13, no. 2, jun. 2009.

TOWNSHEND, H. (1937). Liquidity-Premium and the Theory of Value. *The Economic Journal*, vol. 47, n. 195, 1937.

VROLIJK, C. (1997). Derivatives effect on monetary policy transmission. *IMF Working Paper 121*, 1997.

WEBER, M. (1906). A situação da democracia burguesa na Rússia. In: *Estudos Políticos: Rússia 1905 e 1917*. Rio de Janeiro: Azougue, 2005.

WEBER, M. (1918a). Parlamentarismo e Governo numa Alemanha Reconstruída: uma contribuição à crítica política do funcionalismo e da política partidária. In: *Textos Seleccionados*. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

WEBER, M. (1918b). Conferência sobre o socialismo. In: DURKHEIM, É; WEBER, M. *Socialismo*. Rio de Janeiro: Relume Dumará, 1993.

WEBER, M. (1922a). *Economia e Sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. Brasília, DF: UnB, 1999.

WEBER, M. (1922b). *Ensaio de sociologia*, 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1982.

WIGAN, D. (2009). Financialisation and derivatives: constructing an artifice of indifference. *Competition and Change*, vol. 13, no. 2, jun. 2009.