

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade De Ciências Econômicas
Programa De Pós-Graduação Em Economia

Elton Rodrigo Rosa

CRISE, CRÉDITO E DERIVATIVOS: ensaios de Economia Política

Belo Horizonte

2023

Elton Rodrigo Rosa

CRISE, CRÉDITO E DERIVATIVOS: ensaios de Economia Política

Tese apresentada ao curso de Doutorado em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo da Motta e Albuquerque

Coorientador: Prof. Dr. Leonardo Gomes de Deus

Belo Horizonte

2023

Ficha Catalográfica

R789c
2023

Rosa, Elton Rodrigo.

Crise, crédito e derivativos [manuscrito]: ensaios de Economia Política / Elton Rodrigo Rosa. – 2023.

215 f., il.

Orientador: Eduardo da Motta e Albuquerque

Coorientador: Leonardo Gomes de Deus

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Inclui bibliografia (f. 203-2015).

1. Crises - Teses. 2. Créditos – Teses. 3. Derivativos (Finanças)
4. Economia – Teses. I. Albuquerque, Eduardo da Motta e. II. Deus, Leonardo Gomes de. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. IV. Título.

CDD: 338.542

FOLHA DE APROVAÇÃO

ELTON RODRIGO ROSA

TÍTULO DO TRABALHO CRISE, CRÉDITO E DERIVATIVOS: ENSAIOS DE ECONOMIA POLÍTICA

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais para obtenção do Título de Doutor em Economia, área de concentração História Econômica, Economia Política e História Do Pensamento Econômico

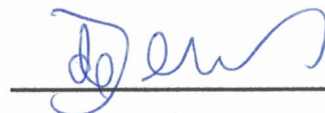
Aprovada em 13 de janeiro de 2023.

Belo Horizonte, 13 de janeiro de 2023.

Prof. Eduardo da Motta e Albuquerque



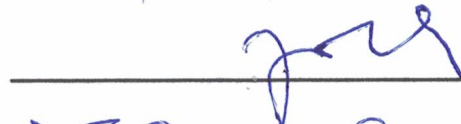
Prof. Leonardo Gomes de Deus



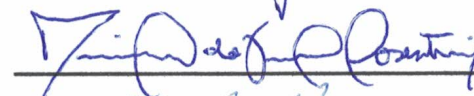
Prof. Hugo Eduardo Araujo da Gama Cerqueira



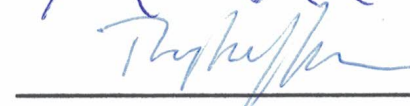
Prof. João Antônio de Paula



Prof. Daniel do Val Cosentino



Prof. Thiago Fontelas Rosado Gambi



Prof. Rafael Saulo Marques Ribeiro

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia



A meus pais.

AGRADECIMENTOS

Chegar até aqui não foi fácil, e esse momento é resultado de um grande esforço coletivo de gerações. Por isso, agradeço de início a todos meus avós *in memoriam*. À memória de minha bisavó Maria Luiza que, apesar de a labuta ter chegado excessivamente cedo em sua vida, contava causos com entusiasmo e com incrível precisão de datas e fatos que sempre lhe traziam o mais sincero sorriso. Agradeço à memória de meus avós Lourdes e Antônio que passaram todas as durezas da vida no campo dos sertões mineiros. Agradeço à memória de meu avô Carlos que sempre compartilhava suas aventuras de vida como maquinista nas ferrovias do Brasil e que lembrava com saudosismo os tempos em que Dondinho, pai de Pelé, havia jogado pela Liga Esportiva Tricordiana. À memória de minha avó Rosa cuja coragem juvenil jamais a abandonou, nem mesmo na última hora.

Agradeço aos meus pais, Regina e José por todo acolhimento e amor. Ademais, agradeço à minha mãe por ter me ensinado a ler e por ter estado sempre comigo nas horas mais difíceis. Ao meu pai por sempre ter sido um trabalhador incansável e um exemplo de que esmorecer não é uma alternativa.

Agradeço a todos os responsáveis pelos esforços realizados ao longo das últimas décadas para que filhos de trabalhadores pudessem chegar à Universidade no Brasil. Sou mais um entre milhares.

Agradeço a todos amigos que o CEDEPLAR me deu, pelas conversas, pelo aprendizado e pelo convívio: Catarina, Jonas, Jonathan, Jordana, Luz, Marcos, Rodolfo, Stefan, Tailiny, Tathiane, Tatiana, Wallace e Wesley. Aos amigos da UNIFAL-MG: Altierrez, Francisco, Noronha, Renan, Rossi e Thayrine. Companheiros de tantas jornadas.

À Isabel, ao Gilmar, à Larissa e ao Igor pela sempre calorosa recepção em Águas de Lindoia.

À Iris por todo amor, carinho e apoio e por dividir comigo as angústias da vida, mas, principalmente, as alegrias e os sonhos.

Ao CEDEPLAR, a todos os colegas e professores, e a todas pessoas que nele trabalham pela oportunidade a mim concedida de conviver em um ambiente tão rico em ideias e debates. À UNIFAL-MG pelo começo dessa trajetória.

Ao prof. Dr. Alexandre Saes pela imensa generosidade e apoio em minha primeira experiência com pesquisa em iniciação científica e que me apresentou a Economia Política. Ao prof. Dr. Henrique Wellen pela amizade e por sempre ter me desafiado a aprender mais. Ao prof. Dr. Roberto Pereira por todo o ensinamento e exemplo.

Ao prof. Dr. Marco Flávio Resende por ter participado da banca de qualificação deste trabalho e pelo seu excelente curso de economia pós-keynesiana. Ao prof. Dr. Adalmir Marquetti por ter feito pertinentes observações na banca de qualificação.

Ao prof. Dr. Thiago Gambi por ser sempre um leitor atento e que com grande generosidade sempre contribui com os trabalhos de quem solicita ajuda. Ao prof. Dr. Daniel Cosentino que sempre desperta o ânimo a estudar naqueles com quem convive academicamente. Agradeço ao prof. Thiago por ter participado da banca de qualificação e da defesa e ao prof. Daniel por ter participado da defesa.

Ao prof. Dr. Hugo Cerqueira e ao prof. Dr. João Antonio por terem tido a gentileza de participarem da banca desta tese, pela leitura atenta, e pelas contribuições que realizaram.

Ao prof. Dr. Leonardo de Deus pela coorientação marcada sempre pelo incentivo e pela generosidade.

Ao prof. Dr. Eduardo da Motta e Albuquerque pela paciência, pelo acolhimento e pelo apoio ao longo do desenvolvimento deste trabalho. Agradeço ao prof. também pelo encorajamento nos momentos de maior dúvida.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é investigar como a esfera das finanças, em particular, o crédito e os contratos derivativos, podem ser condicionantes potenciais de formações de crise no modo de produção capitalista, a partir da perspectiva da Crítica da Economia Política. Isso não significa dizer que a simples presença de tais instrumentos garante que as crises irão eclodir, nem que a sua ausência as previna. Esses instrumentos, entretanto, modificam a forma do funcionamento do modo de produção, especialmente a sua esfera da circulação, e com isso, modificam as formas da crise. Não se trata de uma relação de causalidade, mas de condicionamento das possibilidades de crise. A tese se encontra dividida em quatro ensaios. No primeiro deles, tenta-se discutir o legado da Crítica da Economia Política para a análise das crises, diferenciando aspectos que tratam da crise em potencial e a crise efetiva. Os fatos que definem uma crise potencial não são suficientes para convertê-la em efetiva, entretanto, eles são peças essenciais porque eles condicionam formalmente como e por onde uma crise pode começar. Nesse ensaio, também se aponta para as transformações pelas quais o modo de produção capitalista passa e que condicionam novas formas potenciais de crise. O segundo ensaio lida com a teoria do dinheiro e do crédito na elaboração de Marx. A intenção deste ensaio é demonstrar como as propriedades gerais do dinheiro, válidas para qualquer sociedade onde há produção de mercadorias em um regime de divisão do trabalho, devem ser subsumidas ao capital. Ao fazê-lo, é possível captar o seu funcionamento específico no modo de produção capitalista, cuja característica central é a absorção do sistema monetário pelo sistema de crédito. O terceiro ensaio contém uma discussão exploratória sobre os contratos derivativos em sua relação com a Crítica da Economia Política. Inicialmente, apresenta-se, descritivamente, as formas desses mercados e seus principais contratos. Em seguida, trata-se de destacar que o seu crescente uso se dá pelas metamorfoses do próprio capitalismo, que transforma a sua própria esfera de circulação, em interação com a produção, repondo os conflitos pela realização do valor em um novo nível. O quarto ensaio destaca como as potencialidades de crise se formaram para o caso da crise de 2008, dando atenção especial às transformações institucionais do sistema de crédito que era base do mercado de habitação nos Estados Unidos, através dos diferentes modelos de securitização. Os contratos derivativos também participam da formação das potencialidades de eclosão dessa crise porque tentou-se despejar o risco do mercado de crédito nesses instrumentos. Ao final, conclui-se que não se pode negligenciar os temas relativos à esfera da circulação ao analisar o modo de produção capitalista porque, embora a mais-valia seja originada na esfera da produção, nada garante que a unidade produtiva em que se originou irá realizá-la, e assim, a sua realização também é conflituosa.

Palavras-chave: crise, crédito, contratos derivativos, Crítica da Economia Política.

ABSTRACT

The aim of this work is to analyze how the finance sphere, namely, credit and derivatives contracts, might be potential conditioning factors in forming crises within the capitalist mode of production from the Critique of Political Economy's perspective. This does not mean either that the mere presence of those instruments assert that crises will break out nor that its absence can prevent them. Those instruments, nonetheless, modify the way the mode of production works, particularly its circulation sphere, and doing so, modify the forms of the crisis. It does not depict a causality relationship, but the conditioning of crises' possibilities. This thesis is divided into four essays. In the first one, we tried to discuss the Critique of Political Economy's legacy in terms of crises' analyzes, distinguishing aspects which define the potential crisis and the effective one. The facts that define a potential crisis are not enough to convert it into an effective one, but they are founding pieces because they condition, in terms of forms, how and whence a crisis can begin. In this essay we also tried to point to the transformations which the capitalist mode of production suffers which, in turn, will condition new potential forms of crisis. The second essay deals with money and credit theory within Marx's elaboration. The aim of this essay is to show how the general properties of money, which are valid for any society where there might be production of commodities in a labor division regime, must be submitted to capital. In doing so, it is possible to catch its particular way of working within the capitalist mode of production whose main characteristic is the absorption of the monetary system by the credit system. The third essay contains an exploratory discussion of derivative contracts in their relation to the Critique of Political Economy. Initially, in a descriptive fashion, the forms of those markets and their main contracts are presented. Thereafter, we try to highlight that their ever-growing usage is caused by capitalism's own metamorphoses which transform its own circulation sphere – in its interactions with production – setting the conflicts around value's realization in a new level. The fourth essay highlights how the potential of crises was formed, considering the case of the 2008 crisis, focusing on institutional transformations in credit's system which was the foundation of the real estate market in the U. S. through different models of securitization. The derivative contracts also took part in the formation of the potential of this crisis because they were used in an attempt to dump the risk of credit markets in those instruments. Finally, we conclude that it is not possible to neglect the themes which relate to circulation's sphere when analyzing the capitalist mode of production because, although surplus-value is created within the sphere of production, there is no guarantee that the productive unit where it was originated will realize it, and so, the realization process is also conflictual.

Keywords: crisis, credit, derivatives contracts, Critique of Political Economy.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
1 MARX COMO ESTUDIOSO DAS CRISES	13
1.1 Existe uma concepção geral de Marx acerca das crises?.....	15
1.2 As causas das crises	20
1.3 As consequências das crises	63
1.3.1 Destruição do capital.....	64
1.3.2 Novas condições de acumulação e transformações institucionais.....	71
2 DINHEIRO E CRÉDITO NA CRÍTICA DA ECONOMIA POLÍTICA	79
2.1 Uma teoria abstrata do dinheiro	82
2.2 Uma análise concreta do dinheiro: dinheiro e capital	98
2.2.1 Superando a abstração da circulação simples	99
2.2.2 A transformação histórica de dinheiro em capital.....	102
2.2.3 Absorção do sistema monetário pelo sistema de crédito	105
2.2.4 O papel do crédito na produção capitalista	111
2.3 Capital fictício.....	112
3 UMA ANÁLISE DOS DERIVATIVOS A PARTIR DA CRÍTICA DA ECONOMIA POLÍTICA	117
3.1 Microestrutura dos principais mercados: balcão e bolsa	121
3.2 Contratos a termo, futuros, opções e <i>swaps</i>	125
3.2.1 Contratos a termo.....	126
3.2.2 Contratos futuros.....	130
3.2.3 Opções.....	139
3.2.4 <i>Swaps</i>	144
3.3 Os derivativos e a Crítica da Economia Política	147
4 A CRISE COMO POSSIBILIDADE E A CRISE DE 2008	165
4.1 Antecedentes.....	165
4.2 Uma dinâmica internacional.....	190
4.3 A quebra.....	194
CONSIDERAÇÕES FINAIS	199
REFERÊNCIAS	203

INTRODUÇÃO

Essa tese visa contribuir com os estudos da Crítica da Economia Política em torno dos temas crise e finanças, mais especificamente, crise, crédito e derivativos. O modo de produção capitalista é um conjunto de relações sociais de produção e de circulação que continuamente se retroalimentam e se transformam mutuamente. Desse modo, nenhum dos dois polos pode ser ignorado, sob pena de se arriscar não enxergar um dos motores daquilo que Furtado (2002) denominou “metamorfoses do capitalismo”. Porém, uma dificuldade se impõe, porque para a Crítica da Economia Política, produção e circulação se processam como unidade. Ao mesmo tempo em que falar de produção implica falar de circulação, ambas esferas se excluem mutuamente e a produção constitui uma pausa na circulação. Por sua vez, a circulação, se incompleta, põe em risco a renovação da produção e conseqüentemente a reprodução. Por isso, a sua unidade se processa também como contradição e a totalidade que assim se constitui não pode ser autonomizada em abstrato na teoria. O motivo disso é que privilegiar em abstrato a totalidade é um risco metodológico de chegar-se a uma totalidade que é independente “dos fatos, e por conseguinte leva a uma existência de ordem diversa daquela dos fatos” (KOSIK, 1976, p. 56), o que resultaria na apreensão de uma “falsa totalidade” (ibid.).

Contudo, existe uma limitação de ordem prática que é a apreensão, pela teoria, da unidade do diverso, ou seja, a totalidade que constitui e é constituída por seus fatos subjacentes. Para resolvê-la, a Crítica da Economia Política caminhou através do uso de abstrações que reduzem no pensamento o número de conexões de um objeto com o restante da realidade. Contudo, as abstrações não podem ser estáticas, porque fazê-lo seria o extremo oposto da proposição de Kosik (1976) quando este alertou sobre a absolutização da totalidade. Abstrações estáticas são um caminho para se absolutizar fatos e categorias singulares. O procedimento que Marx inaugurou, e demonstrou na prática, é o de se “avançar do abstrato ao concreto cuja dinâmica é dada por *démarche* lógico-genética, isto é, as categorias analíticas construídas por Marx não são nem pura facticidade-imediaticidade, nem pura abstração” (PAULA, 2000, p. 498).

Reivindicar o uso desse método é uma tarefa de grande responsabilidade que essa tese não pretende assumir. O que se pode, contudo, é justificar esse trabalho como um

esforço que tenta contribuir com temáticas da circulação embasadas na noção de que a crise é sempre uma possibilidade dada. Da crise como possibilidade à crise como realidade, contudo, medeia o mundo. Sem considerar aspectos do processo produtivo, não se faz essa passagem. Mas, não se pode, também, absolutizar a produção. Desse modo, caso essa tese consiga contribuir com debates sobre temas da circulação, eles devem ser superados por pesquisas posteriores que caminhem para a direção do concreto. Portanto, deve-se sublinhar o caráter provisório de seus resultados, que, no fundo, não se trata de uma propriedade exclusiva de trabalhos da Crítica da Economia Política, mas, valem para a totalidade do conhecimento humano.

O formato escolhido para essa tese foi o de exposição por ensaios independentes. Embora as temáticas sejam dotadas de alguma ligação por se conectarem a aspectos financeiros do modo de produção capitalista, e, assim, a características da circulação desse modo de produção, optou-se por enfatizar a sua independência. Como consequência, a leitura e a compreensão dos ensaios não são vinculadas à ordem em que aparecem.

O primeiro ensaio visa discutir o legado de Marx como um estudioso das crises. Nesse texto, investiga-se se há ou não uma concepção geral de Marx sobre as crises. Investiga-se, também, quais são as causas das crises para esse autor e as suas consequências mais relevantes. Este ensaio procurou demonstrar que Marx apontava para a transformação das condições geradoras da crise porque o modo de produção capitalista continuamente se transforma.

O segundo ensaio tem como propósito a discussão do crédito em Marx. Como o crédito, nesse autor, é intimamente conectado com sua teoria monetária, então, também foi necessária uma exposição conjunta sobre suas concepções acerca do dinheiro. A discussão é baseada no seguinte itinerário: parte-se de uma teoria geral da moeda – denominação proposta por Brunhoff (1978) – para se chegar a uma teoria propriamente capitalista do dinheiro que coincide com a formação do sistema de crédito. Momento privilegiado dessa discussão é a potencial transformação de todo o dinheiro em capital, que é um resultado da superação da teoria geral, que é abstrata, pelo sistema de crédito que absorve o sistema monetário. Como resultado, está dada a possibilidade de existir uma relativa autonomia das finanças, assim como a geração de capital fictício. Essas

dinâmicas se interligam ao primeiro ensaio, porque a crise como potencialidade, no texto anterior, já é posta pelo simples uso do dinheiro como meio de pagamento.

O terceiro ensaio é uma tentativa de se realizar uma exploração inicial sobre um tema específico das finanças do ponto de vista da Crítica da Economia Política: os derivativos. Nesse texto, houve uma preocupação em tentar promover uma certa desmistificação do tema tentando mostrar o que são os mercados de derivativos, os seus principais tipos de contrato e as estratégias práticas às quais servem. Acredita-se que essa discussão possa ter uma utilidade didática. Também procurou-se mostrar o que a literatura, nos principais representantes que se inspiram na Crítica da Economia Política, já produziu sobre o tema. A principal conclusão a que se chega é que os derivativos são uma expressão do conflito existente na esfera de circulação. E esse conflito é o resultado de um longo processo cumulativo que interage o tempo todo com a produção e é repleto de feedbacks positivos.

O quarto ensaio tenta demonstrar como a crise de 2008 pode ser um laboratório para se analisar tanto as causas efetivas quanto potenciais da crise. As causas efetivas estão sempre conectadas com a esfera da produção. Mas, as causas potenciais são postas também pela circulação. Assim, as causas potenciais também possuem uma história e cada crise tem uma história para ser contada. Isso envolve a seleção de certas variáveis porque como a crise é sempre uma crise de todo o modo de produção, em tese, o número de categorias analisáveis é interminável. Assim, questões monetárias e financeiras foram privilegiadas com a consciência de sua insuficiência. Nesse sentido, procurou-se mostrar como a crise de 2008 foi forjada em meio a uma grande rearticulação do sistema de crédito nos Estados Unidos por conta da estrutura de financiamento imobiliário naquele país. Os processos conhecidos como securitização, usados inicialmente para incentivar e garantir a qualidade do crédito naquele mercado, se deterioraram com a entrada de novos agentes, técnicas e instituições. Esse ensaio também procurou mostrar que nos derivativos, por mais que possam ser necessários, é impossível separar *hedge* de risco no ponto de vista do capital em geral. O que na perspectiva individual era proteção contra os riscos das securitizações se converteu em risco sistêmico. Isso se deu quando a maior instituição emissora de derivativos, que em tese deveriam isolar os seus adquirentes dos riscos de quebra do fluxo de caixa dos

ativos securitizados, ameaçou, ela própria, falir. Trata-se dos *credit default swaps*, os CDS, emitidos pela AIG. Isso claro, não garante a crise por si só, porque se houver um volume de mais-valia suficiente sendo produzido para sustentar a situação, ela poderia ter perdurado mais tempo, a menos que os limites da relativa autonomia do crédito fossem alargados ainda mais. A crise efetiva se dá no tamanho desse hiato.

1 MARX COMO ESTUDIOSO DAS CRISES

O estudo das crises, certamente, é um aspecto fulcral da obra de Marx. A sua Crítica da Economia Política foi construída com o intento de analisar o modo de produção capitalista. E, entre os aspectos mais relevantes desse modo de produção, se encontra a sua capacidade perene e manifesta de produzir contradições. Normalmente, entende-se que os momentos de crise são as manifestações mais aparentes dessas contradições: “as contradições inerentes ao movimento da sociedade capitalista se impõem sobre o burguês prático, de forma mais marcante, nas mudanças do ciclo periódico, pelas quais a indústria moderna passa e cujo culminar é a crise universal” (MARX, 2010, p. 20). Contudo, o ato de reduzir o entendimento das manifestações das contradições como limitados aos momentos mais agudos da crise não faz justiça à extensa concepção formulada por Marx acerca do modo de produção capitalista. A investigação e apresentação dialéticas de seu objeto de estudos permitem reconhecer a presença das contradições em múltiplos momentos. A questão, contudo, é que a dimensão da contradição existe no próprio fenômeno, e, portanto, não se trata de contradições no sentido de uma incoerência teórica. Caberia à teoria ser capaz de apreender essa dimensão da contradição a partir de sua existência no real.

Essa dimensão das contradições existentes na realidade se manifesta desde os momentos mais abstratos, isto é, momentos nos quais o conjunto de determinações descobertas acerca das categorias ainda é relativamente exíguo, até os momentos mais concretos: aqueles nos quais já se acumulam múltiplas determinações sobre uma determinada categoria. É exemplo do primeiro caso o momento em que Marx (2010), ao analisar o complexo problema da necessária manifestação do valor sob a forma de valor de troca, formula a seguinte apreciação geral sobre o problema:

A antítese valor de uso e valor; as contradições em que o trabalho privado é fadado a se manifestar como trabalho social direto, em que um tipo concreto e particularizado de trabalho deve se passar como trabalho humano abstrato; a contradição entre a personificação de objetos e a representação de pessoas pelas coisas; todas essas antíteses e contradições, que são imanentes em mercadorias, se afirmam, e desenvolvem seus modos de movimento, nas fases antitéticas das metamorfoses de uma mercadoria (MARX, 2010, p. 123-4).

Um exemplo do segundo caso, mais concreto, se apresenta no segundo livro de *O Capital*, quando Marx (2010a) analisa um problema cíclico do capital, qual seja, o de que nos períodos nos quais a produção capitalista está em pleno vapor há um problema de superprodução, porque segundo se afirma, “os potenciais produtivos nunca podem ser utilizados a um tal ponto que uma quantidade maior de valor possa não somente ser produzida como realizada” (MARX, 2010a, p. 315). Ou seja, nesse caso, necessariamente a capacidade de realização do capital mercadoria, e portanto, da mais-valia a ele correspondente, é limitada pelo poder de compra disponível da sociedade.

Entre a dimensão das questões mais abstratas acerca da formação do valor da mercadoria e a sua expressão prática, geral, em um mercado capitalista, há uma série considerável de temas tratados. Nas obras pessoalmente publicadas por Marx, raramente se pode encontrar formulações dedicadas exclusivamente às crises. Afinal, o tema de estudo proposto em suas obras maduras não foi um aspecto particular do modo de produção capitalista, mas uma totalidade: “o modo de produção capitalista, e as condições de produção e circulação correspondentes a tal modo” (MARX, 2010, p. 8). Certamente, é impossível discutir a totalidade por si mesma, sem os aspectos particulares dos elementos que compõem essa totalidade. Desse modo, tem de haver, na obra de Marx, discussões sobre elementos parciais dessa totalidade, mas que, contudo, sempre são reconciliados com essa mesma totalidade, quando a remoção das abstrações se torna possível. A implicação prática disso, é que os temas tratados pela Crítica da Economia Política devem aparecer repetidamente em diversos estágios de construção da obra, cada qual em um nível de abstração distinto. Por isso, a Crítica da Economia Política não pode ser tomada como um conjunto de máximas definitivas. Aliás, ela é particularmente impermeável à tentativa de se extrair definições sobre a maioria de seus assuntos. Cada definição sobre uma determinada categoria é apenas uma definição parcial que serve a um determinado objetivo em um determinado estágio da obra. A coerência não se situa na manutenção de um conjunto de conceitos constantes e imutáveis ao longo de toda a obra, mas da subordinação desses conceitos às transformações requeridas pela concreção crescente de um estudo realizado nos marcos da Crítica da Economia Política.

Nesse caso, vale para o estudo das crises o que vale para qualquer categoria que a Crítica da Economia Política se propõe, eventualmente, a estudar: a de que a discussão apresentada sempre vai se subordinar a um nível de abstração dado, com o objetivo final de se estudar o modo de produção capitalista e suas relações de produção e de circulação. Vale dizer, portanto, que qualquer teoria que procure dizer que Marx tem apenas uma teoria uniforme das crises é necessariamente errônea. Mas, igualmente errôneo, seria admitir que Marx tem múltiplas teorias concebidas livremente e sem coerência. A dificuldade da Crítica da Economia Política está em manter a unidade do diverso em uma teoria que, por conta de seu próprio objeto, deve ser extensa e intensa. Em suma, são as dificuldades provenientes do pensamento dialético.

O objetivo do presente ensaio é evidenciar como Marx estudou as crises. Para a consecução desse objetivo, elencam-se os seguintes objetivos específicos: 1) investigar se existe uma concepção geral de Marx sobre as crises; 2) investigar, quais são, para Marx, as causas das crises; e 3) analisar algumas consequências das crises. Para a realização desses objetivos, o presente ensaio contará com reflexões realizadas pelo próprio Marx, assim como concepções relevantes posteriores que guiaram o debate sobre esse problema tão intrínseco à Crítica da Economia Política e ao modo de produção capitalista.

1.1 Existe uma concepção geral de Marx acerca das crises?

Em certo sentido, não se pode falar sobre apenas uma concepção de Marx sobre as crises, mas de várias. Não porque o autor tenha mudado sua perspectiva ou oferecido múltiplas e dissonantes concepções sobre esse fenômeno. Mas, antes, porque a forma de apreender crises em sua obra se modificou ao longo do seu desenvolvimento teórico pessoal, e como consequência, os usos a que pretendia dar à temática das crises modificou em seu pensamento. Essa dinâmica fica particularmente destacada se se observar o rastreamento realizado por Rosdolsky (1977) acerca das origens dos *Grundrisse*. Na primeira década de seus estudos em Economia Política, iniciados na primeira metade da década de 1840, Marx tinha uma visão sobre crises que se modificaria em anos posteriores. A primeira vez que se debruçou sobre uma crise

concreta já sendo portador de conhecimentos sobre a Economia Política, foi quando no início dos anos 1850 se dedicou a estudar a crise de 1847-1850. Seus estudos, de fato, foram interrompidos pela revolução continental que se instaurou a partir de 1848. Quando se exilou em Londres e retomou seus estudos, Marx “sentiu necessário investigar até qual ponto tanto a irrupção quanto a derrota da revolução teriam sido determinadas por fatores econômicos” (ROSDOLSKY, 1977, p. 2).

Seu procedimento de estudos para essa crise, segundo Rosdolsky (1977), foi realizado através de leituras das edições de *The Economist*. Segundo o mesmo autor, essas seriam as conclusões obtidas por Marx: a de que a crise de 1847 teria sido a verdadeira responsável pelo eclodir da revolução, e que a retomada da direção ascendente do ciclo econômico, em meados de 1848, teria sido a força que reanimou e fortaleceu a reação ao movimento¹. De uma certa forma, embora uma tal conclusão pareça um tanto mecanicista, é preciso ter em mente que a essa altura Marx tinha consciência das limitações que o determinismo econômico – tantas vezes atribuído a Marx – poderia implicar para sua teoria. Contudo, deve-se destacar sim que as condições econômicas são parte fundamental do processo e que na sua interação dialética com as demais categorias, podem ser um fator causal importante para irrupções. A questão é que o jovem Marx, por diversas vezes, não foi capaz de estimar a capacidade de resistência do modo de produção capitalista a suas próprias crises e acabava por antever uma revolução como suas decorrências. Segundo Heinrich (2012, p. 175), ao analisar a crise desse período, de forma “um tanto quanto apressada, ele [Marx] generalizou esse resultado e esperava que a próxima revolução viesse com a próxima crise”.

Quase uma década mais tarde, a grande crise econômica de 1857 colocaria Marx novamente em estado de alerta. Mais uma vez, Marx esperava que algum tipo de sublevação fosse ocorrer e que eventualmente o modo de produção capitalista poderia ser deposto como a forma predominante das relações econômicas nos países em que estivesse mais desenvolvido. Em carta enviada a Friedrich Engels, datada de 8 de dezembro de 1857, Marx analisa o pânico já presente na França, e antevendo o possível

¹ Para Marx, nessa época, “Não poderia haver movimento revolucionário sem outra crise econômica. Mas, outra crise econômica estava fadada a acontecer no devido tempo – e portanto, outra sublevação revolucionária. É por isso que Marx e Engels continuaram a buscar por sinais da próxima crise de 1852 em diante” (KRÄTKE, 2008, p. 169).

trágico destino do modo de produção capitalista, anuncia que está trabalhando diuturnamente para dar corpo a seus estudos econômicos, para “pelo menos por os contornos a limpo antes do dilúvio” (MARX, 2010b, p. 217). Segundo Rosdolsky (1977, p. 7), esse dilúvio seria nada menos do que a esperada revolução continental, e esse trabalho realizado por Marx, teria sido realizado através da coleta de farto material empírico sobre a França, a Alemanha, a Inglaterra e os Estados Unidos. Todo esse trabalho resultaria nos *Grundrisse* que tinha como pano de fundo não apenas as manifestações empíricas da crise, como também uma polêmica contra o proudhonismo, na figura de Alfred Darimon: o que o levou a uma extensa pesquisa também sobre questões monetárias. É dessa mesma época um de seus planos de dar estrutura à sua grande obra econômica colocando as crises em um sexto livro que trataria do “mercado mundial e das crises”² (ROSDOLSKY, 1977, p. 10).

Marx, pelo menos em parte, no aspecto empírico, localizava os momentos de crise de uma forma que era a acepção mais ou menos já aceita em sua época: momentos agudos em que a realização de lucros se encontra dificultada. Isso é visível por seus trabalhos jornalísticos, particularmente aqueles que cobriram a crise na Europa, em 1857, publicados no *New York Tribune* (MARX, 1986, pp. 109-157). Nesses artigos, Marx está envolvido com o cotidiano da crise, lidando com questões monetárias, de comércio internacional e com o dia a dia do que se poderia chamar de política econômica para aquele momento. Assim, há uma indicação de que, pelo menos nesse aspecto empírico, a visão de Marx sobre os momentos de crise pode parcialmente coincidir com outras acepções a ele contemporâneas. Nesse sentido, Kenway (1990, p. 110) afirma que

de um lado, o que Marx queria dizer com uma crise econômica se ajustava perfeitamente bem com o uso comum do termo: por exemplo, seria bastante apropriado usá-la para descrever a liquidação de uma empresa por falência ou por uma considerável disrupção financeira, envolvendo o colapso de um certo número de bancos.

Porém, essa é uma perspectiva limitada. Marx não tratava apenas da dimensão cotidiana da crise, dos pânicos e dos debates parlamentares. Embora esse seja o aspecto mais contundente de sua produção jornalística, e mesmo das suas anotações empíricas,

² Esse fator pode sinalizar, ademais, que para Marx nesse período o correto estudo, ou pelo menos apresentação, do tema das crises, pudesse se dar apenas em espaço global, de modo que, assim como o dinheiro só é entendido plenamente como dinheiro mundial, assim também seria com as crises.

para Marx a intenção era sempre a de estudar esses fenômenos em conexão com uma dimensão mais essencial do modo de produção capitalista: com a acumulação de capital. Segundo o mesmo Kenway (1990, p. 110), Marx utilizava o termo crise nos casos em que o processo de renovação e de expansão do capital se encontrava interrompido. Nesse aspecto, é também importante considerar que para Marx tratava-se da crise econômica em específico para o modo de produção capitalista. De acordo com Heinrich (2012, p. 169), em uma economia capitalista, uma crise econômica é algo diferente das crises de reprodução em outros tipos de sociedade³. No modo de produção capitalista, segundo o autor, uma crise é um estágio no qual um grande número de mercadorias produzidas se encontra em posição de estoque sem que haja escoamento possível para elas. E esse fenômeno não ocorre por falta de demanda por elas, mas por falta de “demanda assegurada por poder de compra” (ibid., 2012, p. 169).

Ao se estudar a perspectiva de Marx sobre a acumulação de capital, é visível que o processo dito normal de acumulação de capital é um grande gerador de contradições que se acumulam. A lei geral da acumulação capitalista, apresentada por Marx (2010), explicita esse conjunto de contradições que se formam no processo, trazendo conclusões inclusive embasadas por informações empíricas das mais diversas naturezas. E, as crises, em sua visão mais geral, são sempre o resultado do acúmulo dessas contradições. No terceiro volume de *O Capital*, Marx (1998) anuncia que as crises “são sempre soluções forçadas, ainda que momentâneas, das contradições existentes. Elas são erupções violentas que por um tempo restauram o equilíbrio perturbado” (MARX, 1998, p. 248). “A crise é fruto da acumulação de contradições quando essas não se compensam e, nesse sentido, podem levar o funcionamento do modo de produção a se reestruturar e ganhar fôlego, mas podem também facilitar seu passamento” (MOLLO, 2011, p. 486-487).

³ Rosa Luxemburg (2003) tratou de forma comparativa as formas de reprodução e as potencialidades de interrupção nessas mesmas formas, para diferentes sociedades: capitalistas e as anteriores. Seu estudo procura destacar que para além de fatores naturais, que determinavam extensivamente as condições de reprodução das sociedades antigas, para o caso das sociedades capitalistas, adicionam-se condições sociais que aprofundam a complexidade do problema. À diferença de outros modos de produção, é apenas o modo de produção capitalista “no qual um excedente de bens constitui um problema” (HEINRICH, 2012, p. 169).

Porém, resta um problema: Marx não possuía uma concepção unificada e completa da crise. Por mais que as afirmações anteriores possam dar essa impressão, o que se nota é que os aspectos de crise discutidos ao longo de toda a sua obra, e mesmo nos escritos mais maduros, são espalhados de forma subjugada a diversos outros temas. Talvez porque não fosse possível separar na prática a discussão das crises com relação às demais categorias – apesar de seu plano de 1857 de dedicar um livro exclusivo a essa discussão. Essa posição é próxima da de Grespan (2012) para quem não se pode falar de uma história das crises em separado da história do capitalismo. Segundo o autor, “na medida em que a crise manifesta o aspecto autonegador igualmente inscrito na constituição do capital, é ela que é fundamental para determinar a forma completa do processo de realização das disposições contraditórias do capital” (GRESPLAN, 2012, p. 233). Por outro lado, pode ser que Marx simplesmente não tenha tido tempo de tratar da questão das crises em separado. Rosdolsky (2012, p. 22) nota que quando o tema dos ciclos de negócios aparecia em sua discussão, Marx sempre falava de uma análise posterior, ainda a ser feita, e que portanto, nesses trechos, tratava de colocar o assunto como fora do campo de estudo. Rosdolsky (2012, p. 22) conclui que, nesse aspecto, “a teoria das crises de Marx tinha lacunas, no sentido de que ele nunca mais teria a oportunidade de lidar com o problema no seu nível mais concreto”.

De qualquer forma, a situação em que Marx deixou a sua concepção geral de crises, se existente, parece ser um pouco de cada caso. Na prática, “Marx tentou provar que crises resultam do modo próprio modo de produção capitalista e que um capitalismo livre de crises é impossível” (HEINRICH, 2012, p. 171). E de outro lado, “não se pode encontrar uma teoria compreensiva das crises no trabalho de Marx, mas antes, observações espalhadas, mais ou menos elaboradas, que foram retrabalhadas por marxistas em teorias de crises bem distintas” (HEINRICH, 2012, p. 171). Panitch e Gindin (2011) documentam os principais feitos dessa tentativa de se tentar conceber uma teoria geral das crises capitalistas a partir do final do século XIX por autores marxistas. Porém, como não é objetivo deste ensaio encontrar uma teoria unificada das crises a partir de Marx, mas, antes de evidenciar Marx como um estudante das crises, pode-se entender que, pela literatura referida, há no máximo elementos gerais de crise em Marx. Contudo, eles não são imediatamente coesos, podendo se situar tanto na perspectiva mais

empírica possível do fenômeno quanto na mais essencial, ligando-os à totalidade do modo de produção capitalista em sua produção de contradições. Contudo, isso não é suficiente para afirmar que há uma teoria geral das crises, porque de certo modo, todas as categorias do modo de produção capitalista, em Marx, têm alguma conexão com os aspectos de uma totalidade. Pode-se recordar, neste momento, de sua crítica ao método da Economia Política, presente na introdução de seus *Grundrisse* de 1857-58: “O resultado a que chegamos é, não que a produção, distribuição, troca e consumo são idênticos, mas que todos são elementos de uma totalidade, diferenças dentro de uma unidade” (MARX, 1987, p. 36). Uma posição como essa não permite, no fim das contas, a utilização de ‘concepções gerais’ ou conceitos estaticamente definidos, devendo ser sempre subordinados à totalidade, ou às totalidades parciais que são construídas à medida em que se retira abstrações ao estudar uma determinada sociedade.⁴ Assim também é o caso para as crises: a temática se subordina sempre ao nível de abstração necessário e uma concepção geral de crises só pode ser compreendida como uma abstração.

1.2 As causas das crises

O tema das causas das crises nos estudos de Marx é extenso, e, isso se dá por conta da natureza de sua discussão. As reflexões sobre a crise aparecem ao lado de sua extensa discussão sobre as diversas categorias do modo de produção capitalista. Assim, por exemplo em *O Capital*, pode-se encontrar referências à crise desde os inícios da obra, em sua parte mais abstrata, quando trata das especificidades da circulação simples (MARX, 2010, p. 122), quanto no final do livro III, quando o assunto é a fórmula trinitária da renda, e o autor analisa contradições ocasionadas pelas relações de distribuição (MARX, 1998, p. 870). Entre esses dois níveis de concreção, há toda a sorte de temas correlatos. Essa seção pretende discutir algumas dessas passagens, espalhadas pela

⁴ Harvey (2007) especula que Marx apenas poderia ter concebido sua teoria das crises se tivesse chegado à discussão do mercado mundial. As crises, nesse caso, “poderiam apenas ser completamente compreendidas depois de um detalhado estudo sobre a competição, do sistema de crédito, o estado etc” (HARVEY, 2007, p. 79). Por isso, Marx teria deixado “várias análises parciais mas nenhuma imagem da totalidade”. “Isso explica porque o seu trabalho deu origem a uma ampla variedade de teorias frequentemente conflitantes” (ibid., 2007, p. 79).

obra de Marx pós-1857, com foco na questão das causas das crises, entendidas, para esta seção, como a presença de entraves generalizados para acumulação de capital.

Em *O Capital*, como referido no parágrafo anterior, a primeira possibilidade de crise emerge com a própria existência da circulação simples de mercadorias, mediada pelo dinheiro: trata-se da conhecida fórmula $M-D-M$, utilizada para descrever duas transações opostas e complementares. Um agente tem uma quantidade de mercadoria M , realiza um ato de troca $M-D$, vendendo-a por uma quantidade de dinheiro. Com isso, passa a possuir um valor em dinheiro equivalente à quantidade de valor da mercadoria vendida inicialmente. O ato complementar deve se realizar quando se troca o mesmo valor, representado pela quantidade de D que possui por uma quantidade de M , fechando o ciclo com a troca $D-M$. Cada etapa desse processo é chamada por Marx de uma metamorfose da mercadoria, e o conjunto das múltiplas metamorfoses que acontecem paralelamente e sequencialmente no tempo constituem a circulação de mercadorias (MARX, 2010, p. 122). A questão é que, para Marx (2010), a existência das trocas tem uma implicação formal e substancial muito importante: não basta a existência da troca de equivalentes – que no caso individual só pode ser com certeza entre equivalentes se se partir de uma abstração –, é também necessária a mediação pelo dinheiro. O aspecto formal da transformação intermediária das mercadorias em dinheiro não se dá por mera conveniência de se utilizar um meio de troca que é aceito universalmente. “A circulação de mercadorias difere da troca direta de produtos (escambo), não apenas na forma, mas na substância” (MARX, 2010, p. 122).

Em primeiro lugar, deve-se esclarecer que a essa altura da discussão, a apresentação de Marx é carregada de abstrações. Aqui não se fala ainda de processos típicos de acumulação de capital, mas de uma forma de circulação que subsiste ao lado da acumulação de capital, mesmo que em níveis concretos da apresentação a circulação simples passe a ser inteiramente subordinada à acumulação de capital. O que Marx (2010) parece querer expor é que mesmo em uma dimensão abstrata, na presença de trocas simples, com a finalidade última situada no consumo do ponto de vista do indivíduo que compra e vende, há implicações que fazem com que esse tipo de operação seja diferente do escambo. Ou seja, a mera presença do dinheiro entre os dois atos de troca já é suficiente para quebrar algumas tautologias longamente sustentadas e reproduzidas

nos textos de Economia Política que antecederam a crítica de Marx. Isso significa dizer que o dinheiro não é apenas uma camada intermediária e facilitadora em um processo que, ademais, seria idêntico ao escambo. A presença do dinheiro tem elementos qualitativos disruptivos com relação àquela forma antiga de troca. Pelo fato de a Economia Política de até então acreditar que o dinheiro é um mero facilitador, Marx (2010, p. 123) afirma que “nada pode ser mais infantil do que o dogma, de que porque toda venda é uma compra, e toda compra é uma venda, então a circulação de mercadorias necessariamente implica em um equilíbrio de vendas e compras”. Marx (2010) completa dizendo que se essa afirmação tratasse apenas do número de operações realizadas e seus participantes, ela estaria correta, porém seria apenas uma tautologia. A questão é que essa afirmação, na Economia Política e em algumas de suas vertentes descendentes, é feita com uma intenção obscura: a de “demonstrar que todo vendedor traz ao mercado o seu comprador consigo” (MARX, 2010, p. 123).

Marx (2010) confronta essa ideia, dentro do esquema da circulação simples M–D–M, a partir da observação de que, de fato, é preciso vender para obter o dinheiro. Contudo, não é porque alguém vendeu sua mercadoria que passa a ter a obrigação de comprar outra imediatamente. Pode haver um lapso temporal entre os dois atos. E é justamente isso que distingue, até mesmo a circulação simples com dinheiro do escambo: esse tipo de circulação, na verdade, rompe com a limitação do escambo, abolindo a obrigação prática de que os atos de compra e venda coincidam o tempo todo, sem antítese. Com a circulação simples, passa a haver uma relativa independência entre os dois atos. Portanto, a mera possibilidade de se reter dinheiro, ou de diferir o seu uso no tempo, pode provocar uma consequência inexistente para um mundo de produtos intercambiados diretamente e em espécie. Por não ter a obrigação de comprar, quem vendeu pode reter seu dinheiro por algum tempo. Isso demonstra, na perspectiva de Marx (2010), que a tese perpetrada pela Economia Política de que o vendedor traz ao mercado o seu comprador consigo pode ser falaciosa. A conclusão de Marx é que o vendedor pode trazer seu comprador, mas pode também não trazer. Não há nenhuma garantia. E essa não garantia pode significar a ampliação do lapso temporal entre os atos de venda e compra.

Se o intervalo de tempo entre as duas fases complementares da metamorfose completa da mercadoria se torna grande demais, se a

separação entre venda e a compra se torna excessivamente pronunciada, a íntima conexão entre elas, a sua unidade, se impõe pela produção de uma crise (MARX, 2010, p. 123).

Aqui Marx descreve a possibilidade de crise imposta pela mera separação dos atos no tempo. Não uma crise efetiva, mas uma crise potencial. Conforme ensina Heinrich (2012, p. 67) a respeito do tema,

a possibilidade de interrupção e portanto de crise é inerente à mediação da circulação social da matéria através do dinheiro. Mas para que a mera possibilidade de crise se torne uma crise real, uma série de outras circunstâncias deve entrar no jogo.

Certamente, reconhecer a potencialidade de uma crise em um momento abstrato da discussão não deve ser um fator superestimado dentro da discussão de Marx. E sem dúvidas, uma série de outras circunstâncias concretas devem entrar em jogo para que a possibilidade se converta em realidade. Contudo, a maior importância da possibilidade, mesmo que mínima em um determinado caso, é a de negar a impossibilidade. Heinrich (2012, p. 171) argumenta que as teorias baseadas na Lei de Say são basicamente teorias do capitalismo sem dinheiro, e que a tentativa de substanciar a afirmação de um capitalismo sem crise é idêntica a assumir o capitalismo como um modo de produção sem dinheiro. Portanto, enunciar a existência da possibilidade de crises a partir da forma do intercâmbio de mercadorias é, em última instância, mostrar que mesmo na dimensão mais simples e abstrata do modo de produção capitalista, a existência de crises está posta, e que portanto, não se trata de fatos acidentais ou externos ao funcionamento do modo de produção capitalista. Segundo Heinrich (2006, p. 251), o fato de Marx se posicionar dessa forma quanto à possibilidade de crises, pela presença do dinheiro no intercâmbio, é uma consequência de sua teoria se situar entre aquelas que concebem o dinheiro como portador de uma não-neutralidade⁵. “A tendência do capitalismo em direção à instabilidade deriva sobretudo do fato de que o capitalismo é uma economia monetária de mercado” (BELLOFIORE, 2011, p. 83).

Marx não afirmou, contudo, que as crises só poderiam ser resultantes de processos ditos endógenos. Kenway (1990, p. 110) entende que as possibilidades de geração exógena de crises estavam fora dos interesses teóricos de Marx, que, porém,

⁵ A esse argumento, Mollo (2004) afirma que a teoria do crédito em Marx também corrobora a hipótese de que a Crítica da Economia Política contenha em si o argumento da não-neutralidade do dinheiro.

não as excluiu explicitamente. Contudo, a divisão do que é exógeno e o que é endógeno na Crítica da Economia Política não é um processo fácil, visto que as fronteiras do econômico e do não-econômico não são bem definidas. Com efeito, não parece ter sido uma preocupação central de Marx a busca por isolar o objeto de seu estudo de alguma outra esfera das relações humanas. O que há na Crítica da Economia Política são níveis de abstração que isolam mais ou menos um determinado tópico a ser estudado. Nesse nível de abstração da discussão, Marx foi capaz de anunciar a possibilidade de crises pela presença do dinheiro no intercâmbio de mercadorias. Fica a questão de se saber como essa possibilidade se converte em ato, ou como esta se converte em necessidade. “Assim, à medida que a apresentação categorial reconstitui o conceito de *capital* como força totalizante, reconstitui também os momentos de efetivação desta força e da força contrária que igualmente lhe é intrínseca – a crise – desde a mera possibilidade até a necessidade” (GRESPLAN, 2012, p. 38).

Para Rosdolsky (1977, p. 71), essa reconstituição categorial se forma a partir de um processo de redução das abstrações. É através da análise de vários momentos, condições e possibilidades distintas de crise, ou seja, pela análise das relações concretas de produção, incluindo fatores que dependem de um número maior de análises como a competição entre os capitais e o crédito, é que se entende como a possibilidade da crise se afirma com seus efeitos. E esse foi o percurso que Marx (2010) tentou prosseguir. Segundo Marx, essa análise, de fato, implica “na possibilidade e não mais do que na possibilidade de crises” e que a “conversão dessa mera possibilidade em realidade é o resultado de uma longa série de relações” (MARX, 2010, p. 124) que do ponto de vista da circulação simples ainda não poderia existir. A cada passo, novas relações de produção são adicionadas à análise e tornam o aspecto real das crises mais visível.

Em *O Capital*, essas novas possibilidades de crise são adicionadas tão logo Marx (2010) começa a analisar as funções do dinheiro. Quando Marx (2010) descreve a função de meio de pagamento do dinheiro, isto é, o dinheiro real funcionando como simples unidade de medida ideal para uma sequência de débitos e créditos, uma possibilidade de crise mais concreta aparece. Agora não é só a mera possibilidade derivada do fato de uma venda não implicar uma compra posterior e imediata. Um distúrbio de qualquer natureza nessa série de pagamentos faz com que esse dinheiro ideal, unidade de conta,

sofra uma pressão para se converter em dinheiro físico. “As mercadorias profanas não podem mais tomar o seu lugar (...) a antítese entre mercadorias e a sua forma valor, dinheiro, se vê elevada a uma contradição absoluta” (MARX, 2010, p. 149). Em uma fase dessas, o desejo por reter o dinheiro é tão considerável que não importa a forma do dinheiro que seja potencialmente recebível – para o tempo de Marx – podendo ser “em ouro ou em dinheiro creditício, tais como as notas bancárias” (MARX, 2010, p. 149). Porém é preciso, também, manter em mente o tempo todo que para Marx, apesar de o dinheiro ser um elemento fundamental para a possibilidade de crises, a sua presença no circuito ainda não é suficiente.

Criticando Ricardo e seus seguidores que jamais entenderam a crise real moderna, Marx afirma que deve-se ir além dos fenômenos da crise financeira ou monetária – ao núcleo ou à essência da matéria onde a predisposição inevitável, a tendência inerente em direção à superprodução pode ser encontrada. Essa é a exata natureza da relação capital que o seu conceito de capital buscou destacar de uma vez por todas (KRÄTKE, 2008a, p. 175).

No livro I de *O Capital*, geralmente, há duas tônicas principais sobre como tratar a crise. De um lado, tem-se a tônica da crise como possibilidade. E, quase sempre, tratada nesse contexto de que o fluxo de mercadorias pode ser interrompido, ou que uma série de pagamentos pode não se efetivar. Quando Marx está tratando do ciclo da grande indústria, também a crise aparece como uma possibilidade: “A incerteza e a instabilidade a que a maquinaria sujeita o emprego, e conseqüentemente as condições de existência dos operários se torna normal, devido a essas mudanças periódicas do ciclo industrial” (MARX, 1980, p. 455). A outra tônica da crise presente no Livro I se dá quando a crise aparece como um dado. Essa dimensão é muito mais empírica, e tem mais a ver com as conseqüências causadas pela crise do que com as causas propriamente ditas. Esse é o caso, por exemplo, quando Marx trata das relações entre a evolução da maquinaria e os ciclos do comércio de algodão; ou quando quer analisar o nível de emprego e de salários dos trabalhadores diante do ciclo econômico geral. Assim, no contexto de *O Capital*, é nos livros II e III que se pode buscar mais elementos capazes de converter a crise de possibilidade em realidade.

Nas seções iniciais do Livro II de *O Capital*, Marx (2010a), contudo, ainda trata a crise como possibilidade, e ela ainda aparece quase em termos idênticos àqueles

apresentados no Livro I. Entende-se: os temas tratados aqui são os circuitos do capital monetário, do capital mercadoria e do capital produtivo. Esses circuitos nada mais são que distintos ângulos da circulação capitalista de mercadorias. Estes, por sua vez, englobam em si, e não eliminam, o componente da circulação simples, que no livro primeiro, serviram de base para a análise das crises como possibilidade. Assim, a crise comparece como a possibilidade de que um circuito se interrompa, que alguém que vendeu não compre, ou que a demanda por meios de pagamento se torne exacerbada: a “venda nada tem a ver com o estado real da demanda. Tem apenas a ver com a *demanda por pagamento*, a necessidade urgente de se transformar mercadorias em dinheiro” (MARX, 2010a, p. 83).

A novidade aparece quando Marx procede a uma análise mais precisa dos elementos do capital quanto à sua forma de circulação, no mesmo Livro II. Isso se dá, a partir de sua crítica às concepções de capital fixo e de capital circulante propostas pela Economia Política vigente. A Economia Política, por não ter chegado a uma concepção de capital variável e capital constante, não conseguia diferenciar a participação dos elementos no processo de produção e a sua forma de circulação. Os elementos do capital circulante eram separados do fixo por uma questão de durabilidade temporal, que por vezes tinham mais ligação com seleções mais ou menos arbitrárias de intervalos do que propriamente com a natureza do processo produtivo. Marx (2010) já havia desenvolvido em seus estudos preparatórios para o Livro I uma sólida concepção acerca das diferenças entre o capital variável e do capital constante. Porém, essa separação, se era necessária para superar as arbitrariedades de alguns autores da Economia Política no uso dos termos capital fixo e circulante, não era suficiente. Faltava saber como os elementos de produção entram no processo de trabalho e como entram no processo de valorização. Normalmente, todos os elementos entram inteiramente no processo de trabalho, mas alguns, mesmo estando inteiramente no processo de trabalho, se encontram apenas parcialmente no processo de valorização (MARX, 2010).

Por exemplo, as matérias-primas que se consomem inteiramente em um processo de trabalho em um determinado tempo, por terem sua forma corpórea exaurida, e conseqüentemente seu valor de uso – e elementos sem valor de uso não podem ser possuidores de valor – repassam todo o seu valor ao produto final. Entram, portanto,

inteiramente no processo de valorização desse mesmo período. Um edifício, ou uma máquina, entram inteiramente no processo de trabalho – se não o fizessem, alguma de suas partes seria considerada inútil para o processo concreto de trabalho em questão, e não transmitiriam nenhum valor – e apenas parcialmente no processo de valorização. Esses tipos de capital cedem parte de seu valor ao produto final, mas preservam a parte de seu valor de uso que não foi desgastada no processo. Como são também mercadorias, constituídas por trabalho humano, ainda detêm valor ao final do processo específico: portanto, entram apenas parcialmente no processo de valorização.

Ao final de cada ciclo do capital-mercadoria (um tema que já é do Livro II de *O Capital*) alguns elementos teriam cedido inteiramente o seu valor, e deixado de possuir existência útil como mercadoria, enquanto outros, cedem parte de seu valor e permanecem com existência útil. A forma de circulação desses elementos, portanto, é diferente: os elementos que se desgastam totalmente cederam todo seu valor, vão circular sob a forma da nova mercadoria, e potencialmente, da forma dinheiro que poderão vir a ser convertidos. Esses são os elementos do capital circulante. Os elementos que não se desgastam totalmente, só em parte seu valor circula e retorna potencialmente sob a forma de dinheiro, enquanto as demais partes continuam fixadas no processo de produção. Esses são os elementos do capital fixo. O critério para separar um de outro, portanto, não tem a ver com o tempo que os elementos do capital permanecem ligados ao processo de produção, mas o número de ciclos do capital mercadoria dos quais são capazes de participar (MARX, 2010b, p. 164).

Nesse aspecto, é bastante didática a formulação de John Fox (1985) que divide os elementos da produção conforme seus papéis quanto ao papel no processo de valorização e o seu correspondente modo de circulação:

Quadro I – Componentes do capital produtivo

Papel no processo de trabalho	Instrumentos de trabalho	Matérias primas	Matérias auxiliares	Força de trabalho
Papel na criação de valor	Capital constante			Capital variável
Modo de circulação	Capital fixo	Capital circulante		

Fonte: FOX, John (1985, s/n).

O fato de uma parte do capital permanecer no mesmo processo produtivo por um tempo, diferentemente de suas outras partes constitutivas, produz um impacto sobre o processo de renovação do capital. Quando se generaliza isso para os “muitos capitais”, esse processo de desgaste e substituição se compõe em uma série de ciclos do capital adiantado que se agregam. Claro que o processo não é sincronizado entre as diversas unidades produtivas, mas existe a possibilidade de análise de uma espécie de uma taxa média de renovação do capital fixo. Segundo Marx (2010a, p. 185), a “rotação agregada de um capital adiantado é a rotação média de suas diversas partes constituintes”. Isso tem a ver com a durabilidade perante processos de trabalho, mas também com as capacidades inovativas de um determinado momento histórico específico.

Para sua época, Marx (2010a) estima que a durabilidade média do capital fixo se situava em torno de dez anos. “Enquanto o desenvolvimento do capital fixo estende essa vida de um lado, do outro é encurtada pela revolução contínua dos meios de produção” (MARX, 2010a, p. 187). Essas duas tendências, para o tempo de Marx, só podem ter sua força determinada em um nível mais concreto ainda de discussão, pois, entre outras, a dimensão da concorrência é importante para defini-las. Seja qual for o resultado dessa relação conflituosa, existe um tempo social médio – ou pelo menos existia nos inícios da indústria moderna e pesada, e que se tornava cada vez mais curto (CHANDLER, 1977, p. 266) – e esse tempo médio produz impactos no processo geral de acumulação de capital da sociedade. Esse processo é dominado pelo próprio processo de produção do capital, tornando a aplicação da ciência ao processo de produção imediato uma força produtiva do próprio capital (ALBUQUERQUE, 2012, p. 32).

Marx (2010a, p. 187) conclui que “o ciclo das rotações interconectadas que abarcam um número de anos, nos quais o capital fica preso por sua parte constituinte fixa fornece uma base material para as crises periódicas”. À medida em que isso acontece, a crise se constitui sempre em “ponto de partida para um novo grande investimento, e portanto também – do ponto de vista de toda a sociedade – de maneira minoritária ou majoritária, novos fundamentos materiais para o próximo ciclo de rotação” (MARX, 2008, p. 132). Dessa forma, “uma crise sempre forma o ponto de partida para grandes investimentos novos” e, “portanto, do ponto de vista da sociedade como um todo, mais ou menos, uma nova base material para o novo ciclo de rotação” (MARX, 2010a, p. 188). Isso parece conferir a Marx uma perspectiva acerca dos ciclos de funcionamento do capital que se deriva de suas próprias características materiais. Claro que a dimensão material dessas características não deve ser entendida de forma mecânica: a dinâmica do valor também tem a sua materialidade, uma materialidade social.

Mandel (1995) está entre os autores que acreditavam ser possível enxergar uma teoria dos ciclos econômicos em Marx que seria aplicável até mesmo para a discussão acerca da formação das ondas longas do desenvolvimento capitalista. Segundo Mandel (1995, p. 22), pelo fato de Marx ter acreditado que “a duração do ciclo industrial ser dependente da vida ‘moral’⁶ do capital fixo”, seria possível, adicionando-se fatos exógenos (MANDEL, 1995, p. 23), derivar uma teoria marxista das ondas longas. Segundo Mandel (1995), a existência de tais ciclos não pode ser generalizada nem para toda história, nem para a história do capitalismo, nem em sua visão nem na de Marx. Segundo Mandel (1995, p. 6) “Marx duvidava que se pudesse falar de um ciclo industrial antes de 1826, dados os limites da industrialização fora da Grã-Bretanha e dos limites da

⁶ A vida moral do capital fixo tem a ver com a possibilidade de depreciação de valor de um determinado elemento do capital fixo sem que isso se dê pelo seu desgaste no processo de produção ou pelo desgaste ocasionado pelo tempo de um eventual período de ociosidade. Todas as mercadorias, e especialmente aquelas de maior durabilidade, estão sujeitas a alteração de valor pelo fato de ser o tempo de trabalho socialmente necessário o seu definidor. Assim, uma mercadoria que já está em estoque ou em uso e vê os métodos para sua produção serem melhorados (revoluções de valor), seus exemplares passam a ser produzidos por um valor mais baixo. E esse valor das novas mercadorias também afeta essas mercadorias já produzidas anteriormente por métodos menos eficazes. Elementos do capital fixo são bastante sujeitos a esse tipo de desvalorização não só porque detêm, normalmente, maior durabilidade, como também porque a inovação sobre os meios de produção está no centro das tendências do modo de produção capitalista. Isso é o que se chama de depreciação moral dos elementos do capital fixo. Um elemento do capital fixo “perde valor de troca, seja porque máquinas do mesmo tipo são produzidas mais baratas do que este, ou porque máquinas melhores entram em concorrência com esta” (MARX, 2010, p. 407).

exportação de bens industriais”. Mas, em um dado momento, Marx teria passado a constatar-los, até explicitamente em seus textos, especialmente quando tratou da questão do capital fixo (FREEMAN; LOUÇÃ, 2001, p. 81).

E nesse aspecto, Marx (2010a), de passagem, se refere também ao papel do crédito na alteração da velocidade de rotação do capital fixo, o que, como se viu, em sua concepção tem relação também com a base material dos ciclos periódicos. Trata-se de uma mediação indireta, mas existente. “O sistema de crédito (...) assim como o capital comercial, modifica a rotação do capital para o capitalista individual. Em escala social, ele modifica a rotação apenas no caso em que ele acelera não somente a produção, mas também o consumo” (MARX, 2010a, p. 190). O capital comercial, por sua vez, também se desenvolve com o modo de produção capitalista, sendo dele uma premissa, porque a produção capitalista depende não somente de produção em larga escala, mas também de vendas em grande escala. Por isso, a produção não é vendida diretamente ao consumidor final, mas para um comerciante intermediário que cresce em importância com o desenvolvimento do capital (MARX, 2010a, p. 116).

E a presença desse comerciante intermediário tem um impacto significativo para o funcionamento da rotação do capital. Entre o produtor e o consumidor final se produz uma série de créditos e débitos que só podem ser liquidados com uma determinada quantidade de meios de pagamento que sejam capazes de percorrer toda essa cadeia. Ao se comentar o livro I de *O Capital*, viu-se anteriormente que essa é uma das formas potenciais de crise. No segundo livro, e em seu manuscrito preparatório bruto, esse tema se repete. Não só no circuito do capital dinheiro, que não engloba em si propriamente relações de débito e crédito, na apresentação dos diferentes, mas, em uma discussão concreta que tenta fazer um paralelo com a questão do período de trabalho e período de circulação, utilizando-se de transações baseadas no sistema de crédito, em última instância. É importante lembrar que para um capital, “a soma do seu tempo de circulação e seu tempo de produção forma o seu tempo de rotação” (MARX, 2008, p. 87). É o “período de tempo entre o adiantamento do valor capital numa forma definida e o retorno do valor capital operante na mesma forma” (MARX, 2010a, p. 156). E quando se relacionam período de rotação e crédito, é de se esperar que o tema da superprodução apareça.

Marx (2008) dá um exemplo concreto para explicar sua tese. Trata-se do caso hipotético em que um produtor de fios inglês vende a crédito para um exportador que tem a intenção de revender o produto no mercado indiano. Pela relação de crédito, o produtor de fios, ao concluir a venda ao exportador, entende que o seu período individual de rotação se encerrou, e um novo ciclo de rotação pode ser iniciado. Esse caso é potencialmente ainda mais favorável se o mercado monetário se encontra em boas condições (MARX, 2008, p. 309). Marx não menciona o significado prático do que seria um mercado monetário em boas condições, mas, poderia se tratar da condição em que o fabricante poderia, por exemplo, descontar suas duplicatas a receber – dívidas do exportador – no sistema financeiro com taxas mais favoráveis. Nesse caso, ele não teria um direito a receber perante o exportador, teria-o já convertido em dinheiro. A obrigação do exportador agora, poderia estar nas mãos de algum *Bill Broker* ou banco. O produtor de fios pode efetivamente iniciar um novo ciclo de rotação produzindo mais fios.

Contudo, continua Marx (2008, 2010a), poderia muito bem ser um caso possível o exportador vender o fio na Índia a crédito novamente. Com essa operação de crédito, esse montante correspondente poderia ser enviado novamente à Inglaterra. Tem-se, assim, uma situação na qual a cadeia de créditos e débitos se prolonga. Em tempos ditos normais, não se trataria necessariamente de uma série problemática de operações. É uma das funções do dinheiro atuar como meio de pagamento. E normalmente, esse tipo de circulação, pode, por um lado, ser menos custosa para a sociedade, uma vez que não demanda a presença física do dinheiro o tempo todo. Contudo, essa cadeia de créditos e débitos corre o risco de se prolongar excessivamente a ponto de que devedores incapazes de fazer frente a seus passivos ocupem posições na mesma cadeia – que na verdade é uma rede. Embora o capitalista inicial possa ter já realizado seus lucros, via mercado monetário, o cenário desse mercado pode piorar, e tornar mais difícil operações de desconto antecipado, o que torna difícil a conversão de seus ativos conversíveis a prazo em caixa de forma mais imediata.

Para o exemplo da Índia, Marx indica que se essa situação se prolonga, “então inicia-se a pressão sobre o mercado monetário indiano, cujo rebatimento sobre a Inglaterra pode causar uma crise nesse país” (MARX, 2008, p. 309). Essa pressão no mercado monetário, que pode indicar maiores dificuldades de conversão de ativos em

dinheiro, por taxas de juros mais altas, para a rotação do capital, tem o mesmo efeito de um aumento no período de trabalho⁷, porque efetivamente, um novo período de rotação não pode iniciar-se. Isso porque o capitalista pode depender de recebimento de meios de pagamento daqueles de quem é credor, uma vez que o mercado monetário não se encontra na melhor situação.

Essa situação prolongada também significa superprodução. Por um determinado período de tempo, enquanto os capitalistas confiam sua conversão de direitos a receber em dinheiro a um mercado monetário plenamente capaz de suportar essas operações, pode ser que se trate de uma situação potencial na qual os capitalistas possam estar produzindo em capacidade superior à capacidade efetiva de realização do mercado. O problema é que detectar a superprodução antes que seus efeitos sejam sentidos não é tarefa fácil. Por exemplo, essa situação pode se prolongar sob uma “balança comercial entre Inglaterra e Índia [que] pode estar (parecer) equilibrada ou apenas com apenas leves oscilações para um lado ou para o outro” (MARX, 2008, p. 310). Os fluxos líquidos internacionais não são capazes de revelar por si mesmos o problema. Inclusive porque pelo menos uma parte dos saldos a crédito vendidos na Índia podem reconverter-se em mercadorias a serem exportadas do país asiático para a Inglaterra. Portanto, compra e venda de mercadorias, em duas nações, passam a entrar na série de débitos e créditos. Se a situação não se revela por estatísticas de comércio internacional, a manifestação real da crise só pode ser efetivamente sentida no momento em que estoques se formam, e daí, haver uma compressão sobre o mercado monetário.

Tão logo a crise eclode na Inglaterra, mostra-se que fio não vendido se situa na Índia (portanto, não se converteu de sua forma como capital mercadoria. Superprodução desse lado) e que, de outro lado, na Inglaterra há não apenas estoques não vendidos da Índia, mas também uma grande parte do estoque vendido e consumido não está pago. O que aparece, portanto, como crise do mercado monetário, expressa anomalias nos processo produção e circulação. (MARX, 2008, p. 310).

⁷ Não se deve confundir período de trabalho com tempo de trabalho, e nem com tempo de trabalho socialmente necessário. Por vezes, essas grandezas podem apresentar alguma correlação, mas ela não é essencialmente necessária. Período de trabalho é a observação do processo de trabalho a partir do ponto de vista da circulação global: a fração do tempo da rotação que está dedicada ao processo de produção, complementado, posteriormente, pela fração de tempo a que corresponde o processo de reconversão do capital mercadoria em capital dinheiro e em capital produtivo novamente. Convertido a capital produtivo, novamente, do ponto de vista da circulação, o capital encontra-se em novo período de trabalho.

A crise no mercado monetário, em casos desse tipo, para Marx (2008), é um conjunto de reflexos, e não de causas da crise efetiva. Essa situação hipotética do mercado monetário expressa a formação excessiva de estoques decorrentes de superprodução. Esse aspecto dos reflexos do mercado monetário aparecerem como um sintoma de causas é argumento presente nos estudos de Marx desde, pelo menos os *Grundrisse*, que antecedem em quase duas décadas os estudos para o livro II de *O Capital*. Naquele texto de 1857-58, Marx aponta que o fato de o dinheiro ter passado a “ter um papel dual na circulação do capital, faz parecer que em todas as crises há uma falta de meios de circulação; enquanto que na realidade falta valor ao capital, e, portanto, não pode se monetizar” (MARX, 1987, p. 205). Nesses textos, Marx parece submeter a dimensão monetária ou financeira à da produção. Isso parece coerente tanto com a Crítica da Economia Política que buscava desenvolver quanto ter coerência com as ideias discutidas no Livro I de *O Capital*. Mas, a contínua concreção do objeto, através da apuração de novas determinações do real, não permitem que Marx subestime o papel que as relações monetárias – em certo sentido, fala-se também do crédito – podem ter, de volta, sobre o processo de circulação, e extensivamente, ao processo de produção.

Quanto ao primeiro aspecto, o da Crítica da Economia Política, Toporowski (2020) afirma que havia um certo conjunto de ideias mais ou menos estabelecidas na Economia Política a respeito da formação das crises e a relação dessas com a dimensão monetária do problema. Segundo Toporowski (2020), a situação que Marx deveria enfrentar era a observação presente na Economia Política de que era comum que coincidissem no tempo as crises bancárias e reduções abruptas no ritmo de acumulação geral do capital. Isso teria dado, segundo o mesmo autor, origem à ideia então disseminada de que as crises econômicas seriam causadas pelo mau gerenciamento do sistema monetário. De acordo com Toporowski (2020), teria sido esse o conjunto de ideias que teria embasado a visão existente desde os inícios do século XIX entre os economistas políticos dos ciclos regulares de comércio. A conclusão consequente, para estes economistas políticos, seria a de que a chave para a “estabilização da produção capitalista e do comércio, seria uma reforma do sistema monetário” (TOPOROWSKI, 2020, p. 2). Marx, segundo o mesmo Toporowski (2020), teria confrontado esse conjunto de ideias de maneira mais explícita nos *Grundrisse*.

Ali, o argumento de Marx seria de que as crises não ocorreriam por problemas nos meios de troca, mas por contradições presentes na produção e na troca (TOPOROWSKI, 2020). Os *bullion drains*, ou perda de ouro por parte do sistema bancário, “que causariam crises financeiras, seriam, eles mesmos, resultados de mudanças em fatores reais, não-monetários” (TOPOROWSKI, 2020, p. 4), tais como colheitas domésticas e estrangeiras ruins, especulação e guerras: enfim, fatores que causam dificuldades à rotação do capital. Segundo o mesmo Toporowski (2020, p. 4), essa constatação teria permitido a Marx ser capaz de diferenciar crises bancárias episódicas com os problemas mais profundos, relacionados ao capital portador de juros, ou seja, o crédito. Para Toporowski (2020), essa dimensão do crédito se diferenciaria das operações especulativas do sistema bancário. Para discutir esse ponto, é necessário que se volte, rapidamente, antes, ao segundo motivo anunciado acima, acerca da coerência com os achados de Marx no livro primeiro para que as crises monetárias representassem em certo sentido, para ele, como sujeitas ao processo produtivo.

O livro I, como seu subtítulo diz, é uma obra dedicada ao processo de produção. Mas, não se pode encerrar a discussão com o simples uso de seu subtítulo, porque a mera referência a este não faz justiça ao conteúdo da obra. Anteriormente, na introdução aos *Grundrisse*, Marx (1987) já entendia que os processos de produção, distribuição, troca e consumo, formavam uma unidade nas suas diferenças, e que o primeiro seria o momento predominante sobre os demais. Ser predominante, contudo, não significa a adoção de um determinismo mecânico da base sobre a superestrutura, tantas vezes atribuído a Marx. A produção ser o momento predominante não significa nada mais que afirmar que sem produção não existem as dimensões da circulação (distribuição e troca). Se uma é a condição de existência das demais, então parcialmente há, sem dúvidas, uma determinação. Mas, essa determinação não é capaz de ditar inteiramente de que forma a distribuição e troca efetivamente ocorrerão. Existe uma complicada dimensão autônoma da circulação, mesmo que essa autonomia seja limitada, que tem por propriedade retroagir sobre a dimensão da produção. Isso está tão presente na obra madura de Marx, que as seções teóricas mais detalhadas acerca dos fundamentos da produção presentes em *O Capital* se dão sobre a base sobre a qual se forma o

intercâmbio – a forma valor – e sobre a troca e a circulação de mercadorias. Sem uma teoria da circulação, não há teoria possível da produção, e vice-versa.

Entre os aspectos específicos, presentes no livro I, que podem colocar a dimensão das crises monetárias na posição subordinada aos resultados do processo produtivo, pode-se começar com o problema da formação do valor e dos preços. De forma sucinta, porque aqui não cabe tratar desse problema em sua integralidade, a formação do valor se dá pelo tempo de trabalho socialmente necessário à produção de uma determinada mercadoria em um determinado tempo. Quanto mais uma mercadoria, na média social, demora a ser produzida, maior será o seu valor, entre outras coisas, porque isso reflete a dificuldade que a humanidade tem como um todo, a uma dada época, em produzir aquele determinado tipo de mercadoria. Esse aspecto interage com o processo de trabalho e processo de valorização, referidos anteriormente, e conseqüentemente, com a integração do trabalho morto com o trabalho vivo, o que é a base do estabelecimento das categorias capital constante e capital variável. E claro, também entra nesse processo, a principal descoberta de Marx, a teoria da mais-valia: a primeira resposta coerente ao problema da acumulação de capital sem que as mercadorias tenham de ser vendidas a um valor superior ao que efetivamente possuem. Capital constante e capital variável sendo eles próprios mercadorias, devem ter seus valores definidos recursivamente em termos do tempo de trabalho socialmente necessário para produzi-los, bem como as alíquotas de trabalho vivo e trabalho morto contidos em cada um, até que a série se encerre, e se tenha um sistema coerente de valores das diferentes mercadorias⁸ (MARX, 2010).

E como isso se relaciona com o caráter secundário das crises monetárias? Os valores das mercadorias refletem o tempo de trabalho socialmente necessário para que se produza um determinado tipo de mercadoria. Contudo, são muitas as mercadorias a serem produzidas para que se satisfaça a multiplicidade das necessidades humanas. Se

⁸ Um sistema coerente de valores é obtido apenas hipoteticamente, pela forma valor geral (MARX, 2010, p. 75), e confere a uma mercadoria – que pode ser o dinheiro – a capacidade de refletir em sua própria forma corpórea todos os valores das demais mercadorias. Se essa mercadoria for o dinheiro, tem-se um sistema de preços – portanto, não um sistema de valores, mas um sistema de valores de troca. Contudo, um sistema de preços – assim como seria o caso com um sistema de valores – só pode ser uma constatação temporária, *ad hoc*, limitada empiricamente pela constante oscilação de preços e pelo tamanho interminável e sempre crescente da “imensa coleção de mercadorias”.

as necessidades são multidimensionais, também será multidimensional a demanda correspondente. E é apenas quando trocados que “os produtos do trabalho, adquirem, como valores, um status social uniforme, distinto das suas formas variadas de existência como objetos de utilidade” (MARX, 2010, p. 84). Ou seja, se não se afirmam, socialmente, como objetos de utilidade, e os valores, que são o tempo de trabalho socialmente necessário, também não se afirmam. A mercadoria não consegue completar seu ciclo de rotação convertendo-se de capital mercadoria em capital dinheiro com a realização integral de seus valores.

Porém, não se trata apenas disso, a capacidade de consumo é limitada. E quanto maior for o volume de tempo de trabalho socialmente necessário levado ao mercado, a um determinado tempo sob a forma de uma multiplicidade de mercadorias, mais próximo se está do limite da capacidade de realizar esses valores por parte do mercado. Uma alternativa temporária é o estabelecimento de uma série de débitos e créditos, utilizando o dinheiro como unidade de conta – dinheiro ideal –, que só pode converter-se em dinheiro real por sua utilização posterior como meio de pagamento. Portanto, um dos motivos de estabelecimento do uso do dinheiro nessa forma, não é somente a conveniência dos mecanismos mais básicos de crédito, mas uma necessidade decorrente da distribuição de valor, que por sua vez, é determinada pelo emprego de capital, a ser verificado caso a caso, em uma determinada sociedade. Esgarçados esses limites, manifesta-se uma crise monetária derivada do emprego do capital produtivo em uma sociedade.

Essa predominância do momento da produção com relação à dimensão monetária aparece em outros aspectos no livro I. Por exemplo, há uma importante dimensão quantitativa do fetichismo da mercadoria, que por conta de a produção por capitalistas individuais ser, a princípio, independente entre os mesmos, há o caso em que também o valor das mercadorias só irá ser conhecido *a posteriori*. De um lado, as proporções nas quais as mercadorias se trocam, aparecem, de certa forma, como fixadas pelo costume. Contudo, elas variam “continuamente, independentemente do desejo, previsão e da ação dos produtores” (MARX, 2010, p. 85). As revoluções de valor podem ocorrer, e à visão de cada capitalista individual, tomá-los de surpresa, tornando potencialmente suas mercadorias invendáveis a um determinado valor esperado em uma determinada

condição de mercado. Esse movimento lhes parece ser totalmente opaco e autônomo, como sendo uma propriedade das próprias mercadorias como coisas. E de fato o são, se tomarmos o ponto de vista do indivíduo e as circunstâncias práticas de circulação de mercadorias.⁹ Movimentam-se os valores, altera-se a capacidade de realização de mais-valia, abrem-se possibilidades para o estabelecimento de relações de crédito como uma solução temporária. Uma eventual interrupção nessa série aparece como sendo um problema monetário, mas que tem a causa efetiva, por exemplo, as revoluções de valor até então desconhecidas pelos participantes de um mercado.

E nesse aspecto, de se tomar as condições reais da produção, ou seja dos temas do Livro I, como momento predominante sobre a autonomia de crises monetárias, é interessante lembrar da análise de Moseley (2016) para quem, em Marx, haveria uma lógica de que primeiro se determina o montante de mais-valia que é produzido, inteiramente no processo de produção, para que depois as questões relativas à distribuição – e a conseqüente realização – dessa mais-valia possam vir à tona. E mais, as dimensões de produção e distribuição seriam, para o autor, passíveis de separação: “De acordo com a lógica de Marx, a produção de mais-valia (a determinação da mais-valia total) é, certamente, ‘separável’ da troca e da distribuição da mais-valia, no sentido de que a mais-valia total é determinada na produção, antes da sua distribuição através da troca” (MOSELEY, 2016, p. 364). Assim, os problemas oriundos das séries de pagamento potencialmente não realizáveis, podem ter sua origem no processo de formação da mais-valia, e portanto na produção.

Por essas razões é que Marx abstrai bastante dos sintomas monetários e tenta os reconduzir sempre que possível às condições de produção. Contudo, isso não significa dizer que Marx não enxergava um papel determinante do crédito – em sua forma mais desenvolvida – para os ciclos econômicos. Especialmente porque em período anterior ao

⁹ Sempre importante recordar que a descoberta científica de que “os produtos do trabalho, na medida em que são valores, são apenas expressões materiais do trabalho humano despendido na sua produção, marca, sem dúvidas, época na história do desenvolvimento da espécie humana, mas, de forma alguma, dissipa a névoa através do qual o caráter social do trabalho se nos apresenta como sendo uma característica objetiva dos próprios produtos” (MARX, 2010, p. 85). Essa objetividade permanece tanto quanto depois da “descoberta da ciência dos gases componentes do ar, a própria atmosfera tenha se mantido inalterada” (MARX, 2010, p. 85). O fetichismo da mercadoria não é uma incapacidade subjetiva, cultural ou ideológica de se desvelar as características sociais do trabalho humano incorporado em mercadorias: é uma força objetiva e prática.

da redação dos livros do capital, entre 1861-1863, quando Marx (1989) estava em processo de redação dos manuscritos que viriam a ser conhecidos como *Teorias da Mais-Valia*, ele tinha plena consciência que uma teoria das crises podia ser condicionada pelo processo de produção, mas jamais ser inteiramente explicada por este. Comentando sua própria análise, Marx diz que na seção em que lida com o capital, “o processo direto de produção – não contribui com nenhum novo elemento de crise. Embora ele contenha tal elemento, porque o processo de produção implica apropriação e portanto produção de mais-valia” (MARX, 1989, p. 143). Segundo Marx, a emergência das crises só poderia realmente se concretizar quando o problema da realização fosse analisado, e apenas a partir do próprio processo de circulação, que em si mesmo, segundo Marx (1989) escreve entre 1861-63, “é, em si mesmo, também, um processo de reprodução” (p. 143). Contudo, como discutido anteriormente, em *O Capital* que teria sua primeira redação em formato considerado publicável pelo próprio autor meia década mais tarde, há uma discussão considerável sobre o processo de circulação embutida no seu conteúdo, em que pese o foco do livro ser direcionado ao processo de produção.

Talvez, o tema potencialmente causador de crises que mais tenha recebido atenção de Marx (2010a), no contexto da redação do Livro II, seja o problema da reprodução ampliada em uma economia na qual há a existência de dois departamentos¹⁰: o departamento I, que produz meios de produção, e o departamento II, que produz os artigos de consumo. Em uma esquema de reprodução simples, o problema não emerge na sua inteireza, porque a realização é facilmente obtida a partir de condições de “equilíbrio”¹¹. O exemplo dado por Marx (2010a, p. 396) é bastante claro a respeito. Considerando a existência hipotética de uma taxa de mais-valia¹² de 100%, um capital constante de 4000 e um capital variável no valor de 1000 que geraria uma mais-valia de 1000, aplicados no departamento I, teríamos segundo a fórmula global do capital

$$C = c + v + m \quad (2.1)$$

¹⁰ Paula (1994, p. 200) se opõe à análise desses esquemas como esquemas de crise porque para o autor o modo de produção capitalista é destinado a se reproduzir de forma desequilibrada. Desse modo, não haveria o que se falar em crise no momento de desequilíbrio, visto que a “normalidade” do capitalismo é reproduzir-se dessa forma.

¹¹ Equilíbrio aqui é sempre utilizado entre aspas, porque em Marx (1998), os resultados da pesquisa sempre apontam para um desequilíbrio dinâmico.

¹² A taxa de mais-valia é obtida através da relação entre o montante de mais-valia e o capital variável aplicado para sua obtenção: taxa de mais-valia = m/v , onde m = mais-valia e v = capital variável.

a seguinte situação:

$$C_I = 4000 + 1000 + 1000 = 6000 \quad (2.2)$$

A partir da pressuposição de que todo o valor produzido pelo departamento I deva ser empregado como capital constante no departamento II e no próprio departamento I, em um determinado período, tem-se que o valor do capital constante a ser aplicado no departamento II necessariamente corresponde ao valor de 2000. Desse modo, $c_I + c_{II} = 6000$, e em tese todo o valor produzido no departamento I já está realizado. A questão é que essa realização gera, ela mesma, um volume de renda ainda por ser consumido. Em regime de reprodução simples, o departamento I apenas iria repor o valor de 4000 em capital constante. O valor de 1000 em capital variável iria para bens de consumo e 1000 produzido em mais-valia seriam despendido improdutivamente, já que essa é a característica de um regime de reprodução simples. Deve existir, portanto, um departamento II cujo valor produzido e realizado seja capaz de recompor seus elementos do capital constante e capaz de fornecer artigos de consumo que correspondam à soma de capital variável e mais-valia dos dois departamentos. O exemplo que Marx (2010a, p. 396) fornece é aquele em que além dos 2000 obrigatórios de capital constante, o departamento II investe 500 em capital variável, que pela taxa de mais-valia de 100%, produz uma mais-valia de 500. Assim, tem-se, para o departamento II:

$$C_{II} = 2000 + 500 + 500 = 3000 \quad (2.3)$$

A demanda total por bens de consumo dessa sociedade seria de 2000 por parte dos recebedores de capital variável e mais-valia combinados do departamento I e 1000 por parte dos recebedores das mesmas variáveis correspondentes no departamento II. O resultado é que há uma demanda de 3000, que corresponde exatamente ao valor total produzido por este último departamento. Desse modo está estabelecido o “equilíbrio” entre os departamentos I e II, tudo que é produzido é consumido, todos os valores são realizados, e ambos os departamentos detêm valores ao final de suas respectivas rotações para que iniciem um novo processo produtivo de magnitude idêntica à recém finalizada.

Pode parecer que o conjunto de restrições impostas por Marx (2010a) seja relativamente grande, ou que se tratam de exemplos excessivamente específicos, condicionados a múltiplas hipóteses numéricas desenhadas intencionalmente para que

o “equilíbrio” se verifique. Contudo, essa aparência não reflete a realidade, porque, na verdade, a hipótese subjacente a esses números apresentados por Marx sob a forma de exemplo é apenas uma: a de que todo o valor dos meios de produção produzidos no departamento I seja utilizado nos departamentos I e II em magnitude suficiente para que a reprodução simples ocorra. Satisfeito esse pré-requisito, qualquer composição numérica que se pensar irá satisfazer a condição de “equilíbrio” entre os departamentos. E, no final das contas, isso é não mais do que uma outra forma de dizer que o valor do capital constante utilizado no departamento II coincide com a soma do capital variável e da mais-valia do departamento I. Se essa correspondência se verificar, isso significa dizer que a parte despendida em capital constante no departamento II realiza todo o trabalho vivo aplicado no departamento I, e que o trabalho morto, capital constante do departamento I, é realizada pelo próprio departamento I.

À parte do problema da autorrealização do valor do capital constante do departamento I, se em dinheiro ou se *in natura*, conforme Marx (2010a) discute no Livro II de *O Capital*, o fato é que, do ponto de vista dos valores produzidos e realizados, a reprodução simples com dois departamentos não apresenta problemas. A questão é que a reprodução simples e as condições de “equilíbrio” referidas anteriormente são abstrações do processo real. Podem existir como casos especiais cuja probabilidade de verificação empírica é mínima ou embutidas em um processo de reprodução ampliada, portanto, como abstrações. E a relação capital, a que predomina no modo de produção capitalista, não pode existir em nenhuma sociedade na qual o processo de reprodução se dá pela forma simples. O capital requer que sua reprodução, através de seus elementos materiais, seja sempre uma reprodução ampliada, porque esse é o motor de seu movimento. É nesse momento que sérias dificuldades emergem ao se analisar a interação entre os dois departamentos. Parte da mais-valia de um ou dos dois departamentos não é consumida inteiramente, e isso torna imediata a constatação de que o montante do valor produzido em uma sociedade em que há acumulação de capital necessariamente é maior que o valor capaz de ser realizado.

Quando isso ocorre, a implicação disso em termos monetários, é a de que no manuscrito ao livro II de *O Capital*, Marx teria concluído que “a retenção de dinheiro no departamento I causa uma relativa superprodução no departamento II e com isso

prejudica até mesmo a reprodução no nível mais simples” (OTANI; VASINA; VOLLGRAF, 2008, p. 889). Portanto, o fluxo monetário apenas reflete o fluxo de valor que é incapaz de realizar todo o valor produzido. Segundo os mesmos autores, as análises sobre o problema da realização em reprodução ampliada em dois departamentos forma uma constelação. Ademais, “essa constelação está entre os mais importantes potenciais de crise discutidos por Marx no segundo livro” (id., 2008, p. 890). Entre as conclusões que se pode extrair desse problema está a de que o “equilíbrio”, quando ocorre, é um mero acidente, e não regra (ibid., p. 890). Mas, como limitações, os autores afirmam que da forma como se encontra nos escritos preparatórios ao livro II, a reprodução não é uma teoria que pode ser utilizada diretamente para a análise de crises, porque foi baseada em abstrações acerca da “transformação da mais-valia em lucro, do lucro em lucro médio, e portanto, dos valores em preços de produção” (ibid, p. 890). Segundo os mesmos autores, embora mais concreta, a complicada análise do esquema dos departamentos ainda se situa aquém do desenvolvimento da possibilidade de crise em realidade, e que apenas no contexto do livro III, essa necessidade se afirmaria.

A isso pode-se adicionar algumas questões que são trazidas pela apresentação do problema dessa maneira. A grande dificuldade do esquema não está na demonstração de que é impossível que toda a mais-valia produzida num determinado período se realize. A dificuldade está na explicação de como é possível que parte da mais-valia produzida para ser acumulada seja ainda capaz de se realizar mediante as restrições impostas. No contexto dos manuscritos dos anos 1870, e do livro II, o sistema de crédito aparece ora como um mecanismo pelo qual o tempo de rotação pode ser reduzido (MARX, 2008, p. 54; MARX, 2008, p. 225), como um mecanismo de extensão de série de pagamentos (MARX, 2008, p. 309), e é dispensado como um meio efetivo de realização de valor excedente, porque por vezes pode ser utilizado para servir a novos empreendimentos (MARX, 2010a, p. 518). A isso, pode-se adicionar que, as realizações pelo menos parciais de mais-valia podem levar a um problema crônico que não é tão decisivo no contexto do livro I. No livro I, especialmente quando Marx quer demonstrar que a reprodução ampliada é possível em um ambiente no qual todas as mercadorias são vendidas por seus valores, existe uma perfeita conexão da reprodução com sua teoria da mais-valia e do valor.

Quando se entra em esferas mais concretas de discussão, algumas das abstrações do livro I devem ser despidas, e os fatores de circulação começam a pesar. Marx mostra que a retenção de valor em um lado significa valor não realizado no outro, ou seja, superprodução. Como os valores não transitam de possuidor em possuidor de maneira imaterial, mas estão implícitos no processo de formação de preços, a luta pela realização da mais-valia entre os próprios capitalistas se torna um elemento real. Ou seja, não basta haver produção de mais-valia na esfera da produção propriamente dita: existe uma luta intercapitalista pela captura de excedentes no processo de circulação, e neste momento, não se trata puramente de acumulação de capital simultânea por toda a classe capitalista, mas da constatação de que um excedente para um capitalista pode significar uma transação deficitária para outro. É um momento no qual a formação de mais-valia, ou seja a potencialidade de acumulação generalizada, e disputas de soma zero, momentos nos quais se luta pela capacidade de realização, se combinam de uma maneira particularmente complicada¹³.

Outra possibilidade de realização parcial dos mencionados ciclos é a de que a rotação do capital fixo leva um tempo adicional para se completar. Para que ela se conclua são necessários múltiplos ciclos do capital circulante. Por isso, como o valor do capital fixo é paulatinamente realizado a cada rotação do capital circulante, apenas em alíquotas, isso significa que uma parte de um valor investido anteriormente é liberado a cada ciclo e a reposição desse elemento do capital fixo não deve ser imediata. Assim, existe um volume de capital potencialmente ocioso que se forma a cada rotação do capital circulante, que carrega consigo essa fração do valor do capital fixo. Desse modo, pelo

¹³ Apenas a título de exemplo, é notável como problemas de reprodução ampliada e similares suscitam uma dimensão de conflito em diferentes autores. Schumpeter (1961), em sua *Teoria do Desenvolvimento Econômico*, de 1912, lidou com esse tipo de problema. Tratava-se de uma abordagem que entendia que o chamado fluxo circular da renda sem dinâmica não era capaz de explicar o desenvolvimento econômico. Para isso, Schumpeter (1961) tratou de inserir, de forma mais pronunciada que Marx, o elemento do crédito em sua teoria. Para o autor, normalmente, o empresário que quer introduzir uma nova combinação deve recorrer ao crédito: os bancos seriam capazes de criar novo poder de compra, e não apenas transferi-lo entre os agentes (SCHUMPETER, 1961, p. 72). Isso por si só não seria capaz de criar um conflito, porque se trataria de poder de compra adicional. O problema é que ao se criar novo poder de compra, os bancos promovem indiretamente uma redistribuição do poder de compra entre os agentes e apenas isso é capaz de dar um novo uso aos meios de produção já disponíveis (SCHUMPETER, 1961, p. 96). E se as novas combinações necessariamente têm de retirar meios de produção de antigas combinações (SCHUMPETER, 1961, p. 68), tem-se o caso de que o processo de crescimento, mesmo via crédito é conflituoso, e tem-se o germe da teoria da destruição criativa, que apenas iria atingir sua plenitude na década de 1940, com a publicação de *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, em 1943 (SCHUMPETER, 1994).

sistema de crédito, é possível que parte desse capital ocioso seja deixado à disposição da sociedade para que faça outro uso¹⁴. No longo prazo, como se viu, Marx (2010a) não parece conferir ao crédito, pelo menos no escopo do livro II, uma capacidade efetiva de manter a realização da mais-valia em um nível mínimo qualquer.

Harvey (2014), entretanto, insiste na questão do crédito como a alternativa mais clara que permite a realização de, pelo menos, uma fração da mais-valia. Segundo o geógrafo britânico, “os capitalistas resolvem a dificuldade pela prática simples e longa de comprar agora (realizando o mais-valor) e pagar depois (quando o mais-valor for monetizado) (...) eles financiam a expansão pelo déficit” (HARVEY, 2014, p. 333). O problema é que a estrutura de superprodução, especialmente a de valor, é crônica. O crédito é, como vai se ver adiante, um mecanismo que impulsiona a produção de valor por parte da classe capitalista, e com isso, embora temporariamente seja possível que frações maiores da mais-valia sejam realizadas, no longo prazo ele amplia a distância entre a produção valor e a capacidade de sua realização. “Um aumento da massa produzida, mantida a renda do trabalhador, implicará maior valor a ser vendido e, como a participação da classe trabalhadora no consumo, isto é, nas trocas entre capitalista e consumidores, é significativa, haverá necessariamente superprodução” (DE DEUS, 2010, p. 96).

Porém, certamente é uma abertura explorável pela literatura posterior. A questão é saber qual é o momento adequado de se inserir o crédito nessa discussão sobre os esquemas de reprodução. Otani, Vasina e Vollgraf (2008) indicaram o quão abstrata é essa discussão dos esquemas e quantos elementos lhe faltam. Ainda não há, nesse nível de abstração, a transformação da mais-valia em lucro e a transformação do lucro em lucro médio. Essa última transformação é a clara indicação de que parte dos capitalistas efetivamente realiza uma mais-valia superior àquela que produziria se fosse capaz de produzir exatamente nas condições médias de produção¹⁵. Essa transformação também indica que pode haver capitalistas que realizam montantes de mais-valia inferiores no

¹⁴ Esse ensaio não entra na questão da causalidade do investimento, nem nos circuitos de financiamento (*finance e funding*) – temas caros à tradição pós-keynesiana –, mas apenas do uso do capital. Um bom resumo sobre esse debate encontra-se em Davidson (1986).

¹⁵ Isso é o mesmo que dizer: se o capitalista individualmente gastasse o mesmo tempo de trabalho socialmente necessário para produzir a sua mercadoria e se a taxa de mais-valia por ele praticada fosse idêntica à do mercado em questão.

caso contrário. Em suma, há campo para a pesquisa sobre os esquemas de reprodução, e de fato a literatura do início do século XX se debruçou consideravelmente sobre tais esquemas¹⁶. As análises mais recentes, contudo, têm procurado destacar que os esquemas de reprodução não são uma demonstração completa acerca da reprodução (VOLLGRAF, 2018, p. 8), mas, apenas a análise dos problemas da proporcionalidade entre os departamentos do ponto de vista da circulação (HEINRICH, 2006, p. 365). Mas, é necessário destacar que apesar de sua incompletude, dentro do que o nível de abstração do livro II permite, a reprodução ampliada com dois departamentos ainda parece ser a mais forte demonstração da crise como possibilidade.

Partindo da crise como possibilidade, caminhando em direção à crise como necessidade, é preciso entrar no conjunto de manuscritos marxianos produzidos no período 1861-1865. Aí se encontram seus rascunhos que seriam a base para o que viria a ser conhecido como *Teorias da Mais-valia* e a base para a publicação através de Engels do livro III de *O Capital*. Embora sejam escritos cronologicamente anteriores aos do livro II, estes produzidos na década de 1870, essas obras tratam dos temas da Crítica da Economia Política em um nível menos abstrato. Por isso, ficam mais evidentes na teoria as particularidades e os casos capazes de converter as crises de possibilidade em realidade.

Teorias da mais-valia, à diferença do livro III de *O Capital*, é um conjunto de manuscritos que contêm uma série de elementos em sua discussão que ainda se situam no campo da possibilidade das crises. Porém, há, também, uma extensa discussão sobre aspectos concretos da transformação dessa possibilidade em necessidade, especialmente quanto à questão da superprodução, em debate com Ricardo. Segundo Marx (1989, p. 144),

A possibilidade geral de crise é dada no próprio processo de metamorfose do capital, e de dois modos: enquanto o dinheiro funciona como *meio de circulação*, existe a separação da *compra e da venda* e enquanto o dinheiro funciona como *meio de pagamento*, ele tem dois aspectos diferentes, age como *medida de valor e realização de valor*. Esses dois aspectos se tornam separados.

¹⁶ Um dos mais célebres entre esses trabalhos é o de Rosa Luxemburg (2003). Em Sweezy (1942, p. 167 e ss.) há um resumo sobre essa discussão do início do século.

Essa discussão tem a mesma tônica presente no Livro I de *O Capital*. E Marx (1989, p. 144) completa: se a mercadoria não puder ser vendida, mesmo que por um período limitado de tempo que seja, e se o dinheiro se mostra incapaz de fazer frente a uma série de transações e obrigações recíprocas, a incapacidade de pagar não “ocorre apenas em um ponto, mas em vários” (id., 1989, p. 144). Essas são, segundo Marx (1989), possibilidades formais de crise. E nessa obra também o dinheiro tem um papel importante em oposição à economia de trocas sob a forma de escambo. Se se troca por dinheiro, para depois se trocar por mercadoria, mesmo que se trate de um esquema de circulação simples, abre-se a possibilidade de que uma venda não implique necessariamente uma compra imediata posterior. A venda, ou seja, a transformação da mercadoria em dinheiro é uma condição essencial (MARX, 1989, p. 139). Esse não é o caso para a compra, ela pode ser diferida. E essa assimetria é uma causa potencial de crises. A crise se manifesta através do “estabelecimento forçado da unidade de elementos que se tornaram independentes” (MARX, 1989, p. 144). A principal ponte da conversão dessa possibilidade em ato se encontra na separação dessa unidade, que é mediada pelo dinheiro. Essa separação, ao invés de “excluir a possibilidade de uma oferta excessiva, ao contrário, contém a possibilidade de uma oferta excessiva” (MARX, 1989, p. 135). Segundo Reichelt (1973), a separação da unidade não apenas conteria a possibilidade de uma oferta excessiva, mas ela seria necessária, e sob a forma de superprodução: “superprodução como conteúdo da crise” (REICHELT, 1973, p. 190).

A superprodução não é uma necessidade apenas desse ponto de vista formal, e por isso, é uma importante ponte para a conversão da crise em necessidade. Mesmo o que se pode chamar de curso normal da acumulação capitalista depende, diretamente, da ocorrência de superprodução. “Da maior importância é o aumento da maquinaria (instrumentos), matérias primas e matérias auxiliares porque se essas condições estão presentes, todas as outras indústrias das quais fazem parte (...) terão apenas de colocar em movimento mais trabalho” (MARX, 1989, p. 117). Se a acumulação pressupõe uma generalizada, simultânea, e paralela formação de capital adicional (MARX, 1989, p. 117), parece, “portanto, que para que a acumulação ocorra, a contínua produção excedente em todas as esferas é necessária” (MARX, 1989, p. 117). Ou seja, sem produção excedente, o capital não conseguiria se reproduzir em escala ampliada, apenas

em escala constante. E isso implicaria, mais uma vez, em problemas setoriais de realização de mais-valia. Por isso, o critério da medida dessa superprodução é o próprio capital, e não pode ser o consumo, em *Teorias da Mais-valia*:

O critério dessa produção de excedente é o próprio *capital*, a escala na qual as condições de produção estão disponíveis e o desejo ilimitado dos capitalistas em enriquecerem e ampliarem seu capital, mas de forma alguma, o *consumo*, que, desde o começo é inibido, já que a maioria da população, o povo trabalhador, pode apenas expandir seu consumo dentro de limites muito estreitos, enquanto que a demanda por trabalho, enquanto cresce *em absoluto*, diminui *relativamente*, até o mesmo patamar em que o capitalismo se desenvolve. (MARX, 1989, p. 123-124).

Não só a superprodução aparece como uma necessidade, mas aqui se esclarece que o limite do capital é o próprio capital. Por isso, a forma pela qual o processo de reprodução ampliada acontece é necessariamente conflituosa. Esses limites fazem com que o capitalista “precise de um mercado maior do que aquele que ele [em tese] necessitaria” e que depende dele, “se ele considera as condições de mercado suficientemente favoráveis para começar a reprodução” (MARX, 1989, p. 148). Ou seja, não só há limites, como há também o aspecto subjetivo do capitalista na decisão de produção. Claramente, trata-se de um processo complexo, e por isso, não linear. Por mais que haja uma tendência a uma distribuição mais ou menos definida entre os diferentes setores do capital – tendência limitada pelas possibilidades de revoluções de valor –, essa tendência não se firma de modo estático, e sempre pressupõe uma constante desproporção, ora para um lado, ora para outro. Essa desproporção só pode se firmar pela necessária superprodução, sendo que ela, por sua parte, é também o próprio motor da acumulação capitalista. E a desproporção não é estável, e assim, está também dada a necessidade de que essa desproporção “constantemente, e frequentemente de forma violenta, se nivele” (MARX, 1989, p. 124).

Para sumarizar, Marx (1989) indica que a superprodução é

especificamente condicionada pela lei geral da produção de capital: produzir no limite ditado pelas forças produtivas (ou seja, explorar a quantidade máxima de trabalho com o montante de capital dado), sem nenhuma consideração acerca dos limites reais do mercado ou das necessidades lastreadas em capacidade de pagamento; e isso é levado a cabo através da contínua expansão da reprodução e da acumulação, e portanto, reconversão constante de renda em capital, enquanto, de outro lado, a massa de produtores permanece atrelada ao nível médio das

necessidades, e deve permanecer atrelado a este nível de acordo com a natureza da produção capitalista (MARX, 1989, p. 164).

Deve-se sublinhar que Marx (1989) não está dizendo que esse é o caso constante da produção capitalista. É preciso lembrar que para Marx as leis são sempre imposições de tendências contraditórias entre si. Então, o capital tem por natureza a tentativa de produzir no limite ditado pelas forças produtivas porque é um imperativo: é necessária a realização de um investimento para se reunir um conjunto de força de trabalho e meios de produção em uma determinada unidade produtiva. Desse modo, a partir do momento em que o capital tem a seu dispor essa sua força produtiva, é do seu interesse, em condições normais, que ele seja utilizado na capacidade máxima. Nos momentos em que a acumulação de capital se mostra aquecida, tem-se um forte indicativo de que o capital potencialmente está tendendo para a superprodução. O problema é que o mercado também é uma barreira, porque segundo Marx (1989), ele se expande conjuntamente ao aumento da quantidade de valor produzida, mas o faz de maneira mais lenta. E apresentar tendência a algo não significa concretizar de fato, porque pode ser que a crise se manifeste antes dos limites, e isso pode inviabilizar a real utilização do capital em sua capacidade máxima. É essa “tendência em direção à superprodução de mercadorias (...) e à sobreacumulação de capital (capital acumulado que ou não pode ser valorizado, ou apenas muito pouco) que leva à crise” (HEINRICH, 2012, p. 173).

O entendimento dessa questão entre os comentaristas na literatura não é pacífico. A questão dos limites do mercado tem a ver com a possível ponte, pelo menos em alguns temas, entre Marx e Keynes. Os limites do mercado em Marx, a um tempo conjuntural, podem ser análogos à demanda efetiva em Keynes se situando abaixo do ótimo¹⁷. Em Keynes, o fator predominante de definição da demanda efetiva é a demanda agregada, porque estando a oferta agregada com raras exceções, em certo nível de capacidade ociosa, é suficiente que ela reaja em função dos movimentos da demanda agregada.

Os dois lados dessa discussão que se trava se situam sobre a interpretação dessa posição de Marx acerca do mercado crescer com a produção. De um lado temos, como

¹⁷ Victoria Chick (1983, p. 63) explica de maneira bastante didática que a demanda efetiva não é uma curva, mas antes, um ponto: o ponto em que as curvas de demanda agregada e da oferta agregada se cruzam. Ou seja, no contexto de um modelo, é possível extrair dela o nível de emprego dos fatores de produção que não necessariamente se situam em posição de pleno uso.

exemplo, a posição de Bellofiore (2011), para quem “contra Malthus e Sismondi, Marx afirma que o capital pode crescer no tempo sem necessariamente encontrar um limite na demanda efetiva, porque essa demanda efetiva é, em última instância, uma demanda que é nascida de seu próprio útero” (BELLOFIORE, 2011, p. 84). Shaikh (1978) também critica teorias que enxergam a falta de demanda como um problema. Para o autor, a ausência de demanda efetiva – que ele identifica com subconsumo – são simples manifestações sintomáticas e aparentes de uma crise de lucratividade (SHAIKH, 1978, p. 25).

A posição de Bellofiore (2011) não é de todo injustificada, mas ela é facilmente identificável com a crença de que Marx é um seguidor da lei de Say, e essa posição parece esquecer que Marx atribui ao crescimento do mercado um ritmo diferente do crescimento da produção. Se apegar somente à máxima de que o capital é o limite do próprio capital leva a conclusões parecidas com a de Bellofiore. O debate sobre crises de superprodução e subconsumo, tende, em Marx, à superprodução, mas a uma superprodução relativa. Então demanda e oferta são dimensões inseparáveis, mesmo que o capital seja o motor das duas. A posição de Shaikh (1978) também confere um papel secundário à demanda, e em última instância atribui a crise à taxa de lucro. Essa posição é relativamente comum entre autores que interpretam como sendo a lei de tendência decrescente da taxa de lucro o principal motor de crises na teoria de Marx. E isso é comum a ambos: Bellofiore (2011, p. 82-3) acredita que “uma interpretação marxiana das crises não pode ser separada da queda tendencial da taxa de lucro” e Shaikh (1978, p. 40-1), que entende que essa teoria é mais importante do que a investigação empírica de dados, e que ignorá-la, no melhor dos casos, pode levar à sua reconstrução involuntária se o pesquisador encontrar resultados corretos independentemente.

Como afirmado anteriormente, *Teorias da mais-valia* é uma obra que não é produzida no mesmo nível de concreção do livro III de *O Capital*, por mais que o tema da superprodução seja, em vários graus, menos abstrato que as discussões sobre potencialidade de crise. Nesse caso, uma série maior de determinações são postas a operar, e isso leva à crise. Mas, sendo uma discussão menos concreta que a presente no livro III, ainda faltam determinações. Marx (1989, p. 145) reconhece isso ao afirmar

que quando se tratar de crises que surjam de mudanças e revoluções nos preços, que não coincidam com mudanças e revoluções de valor, elas “não podem ser investigadas durante o exame do capital em geral, no qual os preços das mercadorias são assumidos como idênticos aos valores das mercadorias”.¹⁸ A disputa em torno dos preços, com relativa autonomia em relação ao valor, mas sem que seu vínculo seja cancelado, é acolhida apenas em um momento mais concreto da discussão.

No livro III de *O Capital*, a crise é explicitamente presente quase o tempo todo. Seja discutindo suas causas, suas consequências ou suas relações com as diferentes temáticas espalhadas pelo livro. Para começar, e para não quebrar a continuidade do texto, é interessante retomar alguns dos argumentos em torno da lei de tendência decrescente da taxa de lucro. Embora seja uma lei que já pressupõe a transformação de mais-valia em lucro, e este em lucro médio, é um tema do livro III que tem um raro ajuste ao nível de abstração do livro I. Pelo menos no que se refere à lei enquanto tal, por mais que seja necessário reconhecer que a mesma foi desenvolvida inicialmente nos *Grundrisse* contra o argumento clássico da taxa de lucro decrescente (LEBOWITZ, 2009, p. 104). Quando se trata das causas contrarrestantes à queda da taxa de lucro, contudo, os temas se tornam mais concretos, e os temas do livro I não são mais suficientes para explicá-las. Porém, possivelmente pelo fato de esse ajuste existir para a lei enquanto tal, essa lei de tendência é uma das explicações de crises mais populares na literatura. Esse ajuste se dá da seguinte forma: não é preciso nenhuma consideração acerca das incongruências entre preço e valor para se entender o seu movimento de descida.

Para explicá-la, Marx (1998, p. 216) parte da constatação de que “o processo de produção capitalista é simultaneamente um processo de acumulação”. Assim sendo, e sem recorrer a esquemas de reprodução ampliada, pode-se entender que é mister no modo de produção capitalista que a quantia de dinheiro lançada como compra de meios de produção e de força de trabalho no mercado deve ser transformada em uma quantia maior. Essa quantia, agora acumulada, deve ser reinvestida, agora como ponto de partida para um novo ciclo de acumulação. O processo de acumulação, contudo, não se dá de

¹⁸ Assumir a identidade de valores e preços é algo que deve ser entendido com cuidado, porque, entre outras coisas, trata-se de unidades de medidas distintas. Contudo, de fato, é uma abstração possível e necessária, principalmente ao livro I de *O Capital*. Uma análise parcial dos problemas, e de algumas formas possíveis de entendimento dessa identidade encontram-se em Rosa e Wellen (2020).

forma linear. Ele é acompanhado de mudanças qualitativas que são produzidas pela perene modificação na composição orgânica do capital. O capitalista não apenas necessita aumentar sua quantidade produzida em menos tempo. Na verdade, esse não é seu objetivo central, sendo, antes, o de ampliar a sua taxa de acumulação de capital. A forma de se conseguir isso é através do emprego de novas formas de se produzir uma determinada mercadoria que resultam em um tempo de trabalho necessário menor, ou seja, elevação da produtividade da força de trabalho consumida.

Se um capitalista específico é capaz de ser o pioneiro em uma determinada aplicação de um novo tipo de capital, mais produtivo, e normalmente, com uma composição orgânica mais elevada, ele “opera com uma produtividade mais elevada do que a média social e produz mercadorias com valor menor do que a sua média social, e por isso, realiza um lucro extra” (MARX, 1998, p. 54). Aqui, deixa-se de lado a discussão se existe ou não um valor individual abaixo da média social – afinal, valor individual não pode existir pela definição de valor, segundo a qual valor é o tempo de trabalho socialmente necessário. Fato é que, ao se converter a mais-valia em lucro, e este em lucro médio, o capitalista que usa meios de produção mais produtivos que a média terá um preço de produção (custo) reduzido em relação a seus concorrentes. Porém, o preço de venda ainda é o preço da média, ou um pouco abaixo da média do mercado (para ter ganhos em quantidade) “mas acima do seu preço individual de produção” (MARX, 1998, p. 229). Com isso abre-se uma margem extra para esse capitalista, e isso permanece enquanto o seu “método de produção ainda não é adotado de maneira generalizada” (MARX, 1998, p. 229).

E os incentivos para um tal movimento não se limitam a afetar o capitalista que deseja ser o pioneiro no uso de um determinado método de produção. Os capitalistas, que por ventura possam ficar atrasados, correm o risco de encontrar um mercado com preços de venda inferiores a seus preços de produção. Isso pode sacrificar sua capacidade de acumulação de capital. Por isso, eles também têm interesse em adotar o novo método de produção para, pelo menos, serem capazes de acumular capital sob a forma de lucro “normal”. Todo esse movimento é produtor de uma séria contradição, situada na mediação “entre os muitos capitais e o capital em geral” (MANDEL, 1975, p. 42). Para tornar seu capital mais produtivo, o capitalista individual deve ampliar a

participação do capital constante em relação ao capital variável, o que significa um “contínuo crescimento na composição orgânica do capital” (MARX, 1998, p. 211). Quando esse processo se generaliza entre os muitos capitais, o tempo de trabalho socialmente necessário para a produção de uma mercadoria específica se reduz, e desse modo, reduz o seu valor. Mantida a taxa de mais-valia constante, bem como o valor da força de trabalho e o valor do capital constante, é possível antever o movimento de queda da taxa de lucro, bem como a perda de força de alguns de seus fatores contrarrestantes.

A fórmula da taxa de lucro é expressa pela seguinte relação:

$$\text{taxa de lucro} = \frac{m}{c + v} \quad (2.5)$$

onde m = mais-valia, c = capital constante, v = capital variável.

Mantida a taxa de mais-valia constante, (m/v), cada unidade adicional de capital variável produz uma unidade a mais de mais-valia. Então essas variáveis são totalmente correlacionadas. Mas, o tipo de investimento que os capitalistas buscam realizar para auferirem o lucro extra, ou para que obtenham pelo menos o lucro “normal”, se estiverem atrás na corrida da produtividade de seu capital, normalmente o fazem pelo aumento da participação relativa do capital constante em seu investimento. Portanto, mantida a taxa de mais-valia constante, mesmo que o capital variável cresça à mesma taxa do capital constante – considerando que o montante absoluto inicial do capital constante é maior ou igual ao do capital variável –, a taxa de lucro irá se reduzir. E, normalmente, o capital variável não cresce com a mesma intensidade do capital constante, tende a crescer menos, ou mesmo, pode se reduzir, pelo menos em unidades individualmente consideradas. “O crescimento gradual do capital constante em relação ao capital variável deve, necessariamente, levar a uma queda gradual da taxa geral de lucro” (MARX, 1998, p. 210). O imperativo que coage individualmente os capitalistas a aumentarem a composição orgânica de seu capital para aumentarem ou manterem sua taxa de lucro, faz com que todos eles, coletivamente, tenham sua taxa de lucro reduzida.

A questão é que a lei de tendência decrescente da taxa de lucro é apenas uma face desse movimento. Discuti-la separadamente de sua outra face não traria muita novidade em relação a conclusões possíveis de serem extraídas pelo exercício da lógica

com a leitura do livro I. Sua outra face são justamente as influências contrarrestantes. A lei de tendência se manifesta apenas, como seu nome já diz, sob a forma de uma tendência. Mas, uma vez que existem essas influências contrárias, é possível que essa tendência aja por um longo período de tempo, sem que a manifestação empírica – a queda da taxa de lucro – se verifique.

A primeira entre essas influências contrárias é a variação da intensidade da exploração. Se na apresentação da lei enquanto tal essa variação deveria ser evitada para que os seus efeitos fossem mais visíveis, com as influências contrarrestantes é necessário que se deixe essa variável movimentar. Conforme pode-se ler pelo livro I de *O Capital* (MARX, 2010), a elevação da composição orgânica do capital, quando generalizada, ou pelo menos aplicada a alguns setores chave que participam na definição da formação do valor do capital variável, faz com que o valor deste último se reduza. Com essa redução, e no caso de ser mantida uma jornada de trabalho e uma intensidade de trabalho dadas, produz-se a elevação da mais-valia relativa (MARX, 1998, p. 231). Com o aumento da mais-valia relativa, a taxa de mais-valia se eleva. Se ela se eleva, ela tende a minorar os efeitos da tendência decrescente da taxa de lucro, podendo, em casos concretos, até superá-la. Portanto, trata-se de uma relação nada linear. Pode-se acrescentar mais uma camada de complicação, se se considerar que enquanto a taxa de mais-valia se eleva, pode ser que o capital variável não permaneça com a mesma magnitude de antes, se reduzindo. “Deve-se enfatizar mais uma vez que com um capital de uma magnitude dada, a taxa de mais-valia pode aumentar, enquanto a sua massa se reduz (MARX, 1998, p. 233). Então, mais uma vez, apenas o caso concreto poderá dizer os efeitos empíricos. Mas, se a massa de mais-valia decrescer, então certamente essa influência contrarrestante não terá força, pelo menos individualmente, para sustentar a manutenção de uma taxa de lucro dada.

A segunda influência contrarrestante não ocorre nos limites da abstração de que todas as mercadorias são vendidas por preços que correspondem a seus valores. Trata-se da redução dos salários abaixo do valor da força de trabalho (MARX, 1998, p. 234), que produz os mesmos efeitos da terceira influência: a superpopulação relativa (MARX, 1998, p. 235). A força de trabalho, como qualquer outra mercadoria, tem seu valor definido pela quantidade de trabalho socialmente necessário para que ela seja produzida.

Como a força de trabalho não é diretamente produzida por trabalho, sua reprodução coincide com a reprodução das capacidades vitais e laborativas a um nível mínimo do ser humano, e os elementos necessários para que essa reprodução ocorra são ditados não apenas por fatores biológicos, mas também culturais. Então o valor da força de trabalho será dado pelo valor desses elementos necessários.

A questão se torna mais complexa no momento de se transformar o valor da força de trabalho em salário. Valor da força de trabalho, como o seu nome já diz é valor, salário, por outra parte, é um valor de troca pelo qual se verifica a venda da força de trabalho, ou seja, seu preço. E como não há nenhuma garantia empírica de que as mercadorias são vendidas por preços que correspondem a seus valores, é possível que a força de trabalho seja vendida por um preço abaixo do correspondente a seu valor. No caso dessa mercadoria especial, a força de trabalho, não apenas oferta e demanda regulam seu preço, mas também o estado da sua capacidade reivindicativa. Isso pode ser medido, mesmo que indiretamente, pelo tamanho do exército industrial de reserva. Se a força de trabalho tem seu valor definido pelos elementos de sua produção, “os movimentos gerais dos salários são exclusivamente regulados pela expansão e contração do exército industrial de reserva, e estes movimentos, por sua vez, correspondem às mudanças periódicas dos ciclos industriais” (MARX, 2010, p. 631).

A constatação acerca da correspondência de valor da força de trabalho e seu preço (salário) se dá, portanto, pela análise dessa condição acima. Ocorre que “se o preço da força de trabalho cai ao mínimo, caindo abaixo de seu valor, sob tais circunstâncias, ela [a força de trabalho] só pode ser mantida e desenvolvida em um estado deficiente” (MARX, 2010, p. 183). Isso, por sua vez, significa que a reprodução da classe trabalhadora se daria de uma maneira incompleta, e isso, no longo prazo, teria a capacidade de deteriorar, ou a depender do nível que se mantenha esse rebaixamento, promover a dizimação da classe trabalhadora. A vantagem para o capital é que está entre os elementos da lei geral da acumulação capitalista a reprodução e ampliação desse exército industrial de reserva, salvo em casos de restrições em suas condições de vida que sejam muito severas.

Assim, o capital dispõe, quase que constantemente, salvo momentos em que a classe trabalhadora dispõe de força de mobilização, da capacidade de manter os salários

abaixo do valor da força de trabalho. Como o valor das mercadorias produzidas nada tem a ver com o valor do salário efetivamente pago mas do valor, por assim dizer, real, da força de trabalho, então quanto mais profundamente for possível rebaixar o preço (salário) da força de trabalho, maior será o lucro produzido. No livro III, Marx (1998, p. 234) afirma que a análise desse movimento embora seja um dos fatores mais importantes para segurar a tendência de queda da taxa de lucro, diz que sua análise pertence à concorrência. E, de fato, trata-se da concorrência, mas da concorrência entre os próprios trabalhadores, em função do recrudescimento do exército industrial de reserva.

A quarta influência contratendencial decorre quase que imediatamente da fórmula da taxa de lucro: o barateamento dos elementos do capital constante (MARX, 1998, p. 234). Se se aumenta a produtividade no Departamento I, então o resultado é que, em geral, os elementos do capital constante, cujo valor se situa no denominador da relação que determina a taxa de lucro, se tornam mais baratos, e com isso a taxa de lucro tende a cair menos. Porém, mais uma vez, trata-se de uma via de mão dupla. O aumento da produtividade do Departamento I não apenas torna os elementos do capital constante mais baratos, porque esse movimento de redução em seu valor é acompanhado por processos de inovação tecnológica. O capital constante produzido e tornado mais barato tende a ser mais provavelmente aplicado pelo capitalista que o utilizará no Departamento II se este promover uma economia significativa de seus custos¹⁹. Isso pode significar redução no capital variável empregado, o que individualmente pode gerar ao capitalista lucro extraordinário, porém, se o uso desse capital constante agora mais barato for generalizado, irá ocorrer a redução na massa de mais-valia, o que por sua vez pode comprimir, novamente, a taxa de lucro.

A quinta influência contratendencial referida por Marx (1998, p. 235) é aquela dada pelo comércio internacional. Esse tipo de comércio tem a potencialidade, a depender das condições de produção locais e estrangeiras, de baratear tanto os elementos do capital constante, quanto de baratear o capital variável. Do ponto de vista do capital variável, a contratendência à queda da taxa de lucro se manifesta se o comércio internacional for capaz de reduzir o valor dos elementos que são necessários à reprodução do valor da

¹⁹ Freeman e Perez (1988, p. 48) indicam que entre os fatores decisivos para a utilização de uma determinada inovação tecnológica por uma unidade produtiva está o de que haja “um custo relativo claramente percebido como baixo e que se declina rapidamente”.

força de trabalho. Se esses elementos têm seu valor reduzido, é possível, pelo menos em tese, tudo o mais constante, que a classe capitalista rebaixe os salários, sem que o salários se reduzam em grau maior ao valor da força de trabalho. Tal caso é tornado, pelo menos, teoricamente possível pelos mecanismos do comércio internacional.

O caso mais extenso com o qual Marx (2010, p. 458) lidou a esse respeito, foi aquele que tratava dos efeitos causados pela revogação das leis dos grãos que garantia um monopólio interno à aristocracia rural inglesa, e que perdurou desde o século XII até 1846 (BRITANNICA, 2019). A impossibilidade de importar grãos de países cuja produtividade era maior matinha o valor da força de trabalho local com um piso relativamente mais alto. A burguesia industrial inglesa, contra os interesses dessa aristocracia, se organizou para derrubar essa lei, e sua empreitada foi vitoriosa. Para angariar o apoio dos trabalhadores, que inclusive haviam organizado greves por fome em 1795, por conta dessa proibição de importação combinada com uma safra ruim, prometia-se “dobrar o tamanho do pão”. Mas, o resultado prático foi que com a abolição desta lei, e com a crise de 1847, houve uma “redução generalizada de salários em 10% ou mais, em honra do ‘grande pão’” (MARX, 2010, p. 458). Como o capital variável está no denominador da equação da taxa de lucro, seu barateamento, tudo o mais constante, eleva a taxa de lucro, ou considerado o movimento das demais variáveis, pode servir de contratendência à redução, a depender das diferentes forças agentes.

Para o capital constante, a importação desse tipo de capital mais barato tem efeito similar às demais modalidades de seu barateamento citadas anteriormente. Apenas, para o contexto de Marx (1998) é que poderiam ter uma diferença, porque o barateamento local do capital constante, para a época, poderia ser diferente do barateamento pelo comércio internacional. Isso porque raramente elementos do departamento I poderiam ser importados com ganhos significativos de produtividade no século XIX, do ponto de vista britânico. Portanto, os elementos do capital constante importados, dificilmente eram compostos pelos elementos do capital fixo. Tratava-se mais de importar matérias-primas e auxiliares com valor menor: salvo em casos que a qualidade das matérias-primas pudessem ser melhor e portanto mais facilmente manipuladas em sua transformação para mercadoria comercializável. Então, poderia ser uma contratendência até mais forte que o barateamento local do capital constante, visto que este, ao aumentar

potencialmente a produtividade, poderia, através de sua generalização, não agir com força suficiente para segurar a taxa de lucro.

O último caso de contratendência citado por Marx (1998, p. 239) é a utilização de uma parcela do capital excedente como capital portador de juros. Ao fazer uso do capital sob essa forma, pode-se potencialmente atrasar a conversão desse capital em capital constante mais produtivo, que nesse caso elevaria a composição orgânica do capital, e reduziria a taxa geral de lucro. O problema é que essa interação entre o capital portador de juros e a elevação da composição orgânica do capital é contraditória. Se, por um lado, ela pode ter esse efeito postergador de seu aumento – e isso aconteceria especialmente em casos de países com taxas de juros mais elevadas –, por outro, ele está entre os principais combustíveis que permitem a produção de novas qualidades de capital constante, potencialmente com maior produtividade. Isto é, o crédito é um motor fundamental para a inovação (CAVALCANTE; RAPINI; LEONEL, 2021, p. 316; ALBUQUERQUE, 2010, p. 487). Apenas o resultado dessa interação é que será capaz de confirmar se a utilização do capital como capital portador de juros realmente age como uma causa contrarrestante. Isso se torna especialmente complicado porque com o desenvolvimento do modo de produção capitalista, e em especial a sua dimensão do crédito, “dinheiro, ou mercadorias, são, em si mesmos, capital potencial” (MARX, 1998, p. 354). Ou seja, é esperado que a presença do capital portador de juros, se der início a uma série de transações, em algum momento, possa significar a conversão em capital constante que potencialmente eleva a composição orgânica do capital, atenuando seu efeito como fator contrarrestante.

Como se viu, Shaikh (1978) e Bellofiore (2011) estão entre os autores que defendem a essencialidade da lei de tendência decrescente da taxa de lucro no escopo das análises de Marx acerca da crise. Grossmann (1929, p. 79) é conhecido por analisar e acolher essa lei de tendência, e faz dela uma das bases de sua interpretação acerca da teoria do colapso que supostamente existiria em Marx. Grossmann (1929), contudo, não é um catastrofista mecanicista. Ele entende que há a possibilidade do colapso, mas que há forças que podem conter a sua efetivação. “Marx afirma, então, que as forças centrípetas da acumulação trariam a produção capitalista ao colapso, se ao lado dessa

tendência de acumulação não operassem tendências contraditórias” (GROSSMANN, 1929, p. 79). Essas posições mais acolhedoras, contudo, não são unânimes.

Há alguns questionamentos quanto à necessidade dessa teoria, tanto para o conjunto das análises de Marx sobre a crise, quanto sobre como esse movimento tem utilidade para explicar ou não crises que empiricamente ocorrem. Mandel (1981, p. 38), por exemplo, a reconhece como uma força de longo prazo, em termos de tendência, mas como incapaz de explicar o fenômeno periódico. Grespan (2018, p. 54-55) entende que seria impreciso conceber esse movimento como uma lei, mas que a alternativa oposta de se entender as crises apenas com o conceito de ciclo seria igualmente problemática. E, talvez, entre as posições de oposição mais explícitas à centralidade desta lei esteja a letra de Michael Heinrich (2012). O autor entende que de forma alguma se pode assumir uma lei dessa natureza. E que inclusive, mesmo que Marx tenha entendido-a como lei de tendência, a “teoria da crise, de Marx, não demanda essa ‘lei’”(HEINRICH, 2012, p. 154). Heinrich (2012, p. 153), ao se opor a essa lei de tendência, não quer supor que a taxa de lucro não possa cair, mas ele afirma, que ela também pode subir, e que “uma tendência de longo prazo para que a taxa de lucro caia não pode ser sustentada no nível geral de argumentação por Marx em *O Capital*”. As leis, em *O Capital*, segundo Heinrich (2012), estariam reservadas a explicar tendências gerais do desenvolvimento do modo de produção capitalista, e a tendência decrescente da taxa de lucro não estaria entre elas. Ela careceria, para o autor, de generalidade e de manifestações empíricas. Para Kliman et. al. (2013), as conclusões de Heinrich – e o artigo é direcionado exclusivamente ao tratamento de Heinrich à questão das crises – seriam uma tentativa incoerente de eliminar a teoria das crises de Marx.

A última manifestação das causas da crise que este ensaio pretende tratar é a que tem conexão com uma aceção mais geral do sistema de crédito, que engloba capital portador de juros, capital fictício e o uso do dinheiro como meio de pagamento. No final das contas, isso é uma volta a um dos mecanismos mais abstratos e simples que permitiram a Marx analisar a questão das possibilidades de crise. A simples possibilidade de um não-pagamento pode ser capaz, se relevante, de quebrar uma cadeia inteira de operações baseadas no crédito, e deflagrarem uma crise. Porém, deve-se manter em mente que para Marx (1998), nem sempre as raízes da crise se encontram em

movimentos de especulação ou por sobreaquecimento do mercado monetário. Normalmente, o argumento de Marx era que “essencialmente as crises ocorrem por causa de contradições na produção e a troca, em detrimento [das causas] do meio de troca” (TOPOROWSKI, 2020, p. 4). Mas, em determinadas ocasiões, a conexão com o sistema de crédito aparece tão forte, que não é possível trazer o argumento apenas para a esfera de produção e de circulação ‘reais’, por assim dizer.

A Economia Política, muitas vezes, colocava termos como falta de dinheiro ou excesso de dinheiro como causas de crises. Marx era, definitivamente, um opositor de tais constatações, porque para ele, isso era, basicamente, trocar as causas pelas consequências. Então, aparentemente, a resposta padrão para Marx acerca de crises que envolviam alguma dimensão de crédito, normalmente era a de que as raízes deveriam ser encontradas na produção e na troca de mercadorias. Porém, autores dialéticos e profundamente orientados pela busca do conhecimento do real, raramente possuem respostas padrão. No livro III, Marx (1998) faz a seguinte afirmação que pode, ao mesmo tempo, indicar uma centralidade para o papel do crédito nas crises, mas ao mesmo tempo colocá-lo como causa secundária. Essa aparente contradição é derivada de uma contradição existente na própria realidade.

Portanto o fenômeno de que crises não venham à superfície, não eclodam, nos negócios do varejo primeiro, que lida com o consumo direto, mas em esferas como o comércio atacadista e dos negócios bancários, que coloca o capital dinheiro da sociedade à disposição deste (MARX, 1998, p. 303).

Talvez seja possível especular aqui que a concepção de Marx a esse respeito tenha iniciado uma mudança no fim da década de 1860, quando se preparava para produzir materiais principalmente para o livro II, e um pouco para o III de *O Capital*. Ainda em 1866, Marx procrastinou o estudo da crise que se desenrolava naquele ano. Takenaga (2016) analisando a correspondência, contemporânea à crise, entre Marx e Engels, percebe um tom até certo ponto desdenhoso quanto aos eventos que se desenrolavam. O entendimento dos correspondentes era o de que a crise não seria tão grave, e que seria uma ‘crise particular’ e centrada apenas no mundo financeiro. “Não era uma ‘boa crise sólida’, iniciada por uma queda significativa em uma indústria chave (que na época na Grã-Bretanha seria a indústria têxtil e algodoeira principalmente) que então se espalharia para outras indústrias e setores” (TAKENAGA, 2016, p. 74).

Takenaga (2016) especula que talvez essa visão dos autores fosse carregada das opiniões que possuíam anteriormente acerca das crises de 1847 e 1857.

Até então, Marx considerava que o momento de erupção da crise só poderia ser o fim da linha de um determinado ciclo industrial. Sua propriedade de se manifestar empiricamente como financeira seria oriunda, na verdade, da falta de aplicações possíveis para o capital ou de a demanda por dinheiro se encontrar excessiva, o que na época teria sido acentuado pelos sérios problemas da indústria algodoeira internacional dos anos 1860 que se acentuaram severamente com a guerra civil. (TAKENAGA, 2016, p. 77). Esse espírito de ideias está presente em pelo menos parte do livro III de *O Capital*. Marx (1998, p. 418) entende, ao analisar um caso específico, que a superprodução na indústria e a subprodução na agricultura, tem o potencial de elevar ainda mais a demanda por capital dinheiro, ou seja por dinheiro e crédito. “A demanda aumentada por capital dinheiro teve sua origem no curso da própria produção. Mas seja qualquer que tenha sido a causa, foi a demanda por capital dinheiro que fez com que a taxa de juros, o valor do capital dinheiro, subir” (MARX, 1998, p. 418).

A questão é que, para o caso de 1866, a crise aparentemente centrada no mundo financeiro coincidiu com uma série de falências de empresas industriais, e os problemas de liquidez e de solvência começaram a se suceder. “A crise estava baseada no colapso de uma instituição financeira específica: (...) um banco gigante londrino, que era o Overend, Gurney & Co.” (PAULA et. al., 2013, p. 175). O qualificativo de gigante para esse banco é correto, especialmente para a época. Para se ter uma ideia, 10 anos antes de sua falência, em 1856, Overend, Gurney & Co. movimentava anualmente uma cifra equivalente a metade do estoque da dívida pública nacional (SCHNEIDER, 2021, p. 582). O problema é que como já se viu para o caso da crise como potencialidade, uma série de usos do dinheiro como meio de pagamento, apenas como medida ideal do valor, se não concretizadas, pode espalhar um episódio de crise. Conforme afirma Takenaga (2016, p. 77), o problema é que o crédito é uma faca de dois gumes, já que de um lado ele pode expandir atividade industrial, mas de outro, ele pode ocultar eventos de superprodução nascentes, e com isso amplificá-los antes do momento em que emergem à superfície.

Para situar esse problema, é preciso tentar traçar algumas linhas sobre o entendimento e a localização do mesmo no desenvolvimento de Marx. Por mais que Marx conferisse uma centralidade ao processo de acumulação que dependesse da criação real de mais-valia, os livros II e III tratam o tempo todo da disputa por essa mais-valia anteriormente criada e que agora está em disputa no mercado²⁰. Contudo, pelas teses desenvolvidas nesses livros, em momento algum, Marx confere uma legitimidade superior para a acumulação de capital por parte do capitalista industrial, por mais que sem a exploração ocorrida nos seus domínios, não houvesse mais-valia a ser disputada posteriormente no mercado. Essa disputa se revela, principalmente, na formação da taxa média de lucro que inclui entre os seus pretendentes o capital comercial e o capital creditício. Tais capitais, embora não produtores de mais-valia, detêm seu papel na aceleração e na viabilização de acumulação de capital no setor produtivo. Portanto, entender o papel do crédito é entender esses dois fatores: 1) como ele se relaciona com a atividade produtiva, acelerando-a em extensão e intensidade ou acentuando seus desequilíbrios em tempos de crises; e 2) o de se saber até onde existe ou não uma autonomia relativa do capital de crédito capaz de afetar severamente todo o modo de produção capitalista, pelo menos conjuntamente.

O primeiro desses fatores foi compreendido e discutido por Marx de um modo bastante eficaz, até mesmo antes de lidar com a supracitada crise de 1866. Por exemplo, a manifestação empírica principal dessa capacidade de elevação da produção se encontra na discussão do mesmo livro III de O Capital quando Marx (1998, p. 434) trata do papel do crédito na produção capitalista. Entre outras coisas, o papel do crédito é decisivo na formação de sociedades por ações, que por sua vez, permitem níveis de aplicação de capital impossíveis se dependentes de acumulação individual prévia. Mas,

²⁰ Mencionar essa dupla dimensão, de produção e disputa da mais-valia, que contudo, em vez de serem separadas, se articulam, afasta o entendimento, que entende-se errôneo, acerca da compreensão de Marx acerca das possibilidades de acumulação por capitalistas individuais na esfera da circulação. Toporowski (2020, p. 13), por exemplo, afirma que a geração de lucros a partir de operações financeiras desafiam a “insistência de Marx de que não se pode haver juros sem algum processo de produção industrial”. Marx, em primeiro lugar, não supõe um tal caso. Para capitalistas individuais ou grupos específicos e a um prazo específico pode haver a acumulação independente de processo industrial. A questão é que uma tal situação não é sustentável e muito menos viável para a classe capitalista como um todo, mas é certamente viável *enquanto* for válida, como condição indispensável, a suposição de que a acumulação de um lado é a desacumulação, ou acumulação limitada, do outro. Isso é o que permite a existência de formas de capital que não estão diretamente ligadas à produção.

também o capitalista individual, ao ter acesso a crédito, se torna capaz de ter acesso a capital e propriedade de outros e de trabalho alheio. Por outro lado, essa mesma soma de dinheiro faz com que “o retorno do capitalista se materialize antes da venda real da mercadoria” (PAULA et. al., 2016, p. 201). Isso articula reprodução, superprodução e crédito. Seguindo-se a crise, contrai-se o crédito, e entre outras coisas cria-se o risco de se conceber que a presença ou ausência de crédito seria o motivo pelo qual as crises ocorrem. Para Marx esse nunca seria o caso. Entretanto, não pode-se supor o crédito sempre como simples caudatário da chamada acumulação real. Paula et. al (2016, p. 177) afirmam que é razoável pelo menos especular que o interesse de Marx direcionado ao estudo do caso da crise de 1866, em seus cadernos de 1868, seria o de pelo menos “entender os negócios sombrios que culminaram no colapso financeiro de 1866”.

Isso liga o supracitado fator 1 ao fator 2. Se Marx considerasse o crédito como simples caudatário dos resultados do capital produtivo, não haveria necessidade de conhecer os sombrios negócios do sistema de crédito. Eles seriam decorrentes automáticos dos problemas existentes na esfera da produção que o mundo, à época, certamente enfrentava. Mas, reconhecer a relativa autonomia não quer dizer que a raiz dos problemas necessariamente se encontra no crédito. É, antes, reconhecer que existe uma complexa relação entre os aspectos financeiros e “reais” do modo de produção capitalista. Ao lidar com esses tópicos, Marx certamente não está lidando com uma simples sociedade de produtores independentes de mercadorias, ou seja, uma abstração. Está lidando com um “capitalismo que tinha instituições monetárias e financeiras no seu núcleo” (PAULA et. al., 2016, p. 206). O crédito, assim, deixa de ser um mecanismo apenas de amplificação positiva e negativa do status da produção. Ele continua o sendo, mas tem articulação e uma dinâmica próprias. Não fosse essa dinâmica, também não teria nenhuma significância o intento de Marx de estudar a “fraude e a moral comercial”²¹ (TAKENAGA, 2016, p. 83).

²¹ Temas, que aliás, não fariam sentido se incluídos no corpo do Livro I, uma vez que lá prevalece a troca de equivalente por equivalente, com exceção de aspectos específicos da teoria dos salários. Somente quando a disputa pelo excedente já produzido anteriormente entra em cena, esses movimentos passam a ter algum papel. A teoria da mais-valia não depende disso, ela subsiste e ganha força explicativa por ser descoberta em um contexto de troca entre equivalentes.

Paula et. al. (2016, p. 215) entendem que não é fácil estabelecer qual era o uso esperado, por parte de Marx, das suas notas que fizeram parte da análise manuscrita sobre a crise de 1866. Contudo, essas notas apontariam, segundo os autores, para dois conjuntos de fatores: 1) prático-metodológicos e 2) conteudísticos e indicadores de uma agenda de pesquisa. Quanto ao primeiro aspecto, tem-se o método pelo qual Marx estudou uma crise específica, o que utilizou, quais tipos de dados, com o que os relacionou, e para quais temas a sua atenção voltou-se. Quanto ao segundo aspecto, pode-se ver o quanto Marx se esforçou para tratar da própria crise e o quanto se preocupou com inovações institucionais, legais e qual era o papel do crédito nessas transformações. Em particular, chama a atenção a conclusão de Paula et. al. (2016, p. 212) acerca dos traços observados por Marx acerca de transformações que ocorriam no capitalismo que lhe era contemporâneo. De um lado, essas transformações teriam dependido de “novas instituições de crédito para que surgissem e expandissem, e, de outro, por mudanças nas próprias instituições financeiras (debêntures, quotas, ações e empresas de responsabilidade limitada)”.

Sobre esse aspecto, Heinrich (2012, p. 168) comenta o quanto a acumulação se torna passível de crises a partir do momento em que o sistema de crédito entra em pleno vigor. Pelos mesmos motivos elencados acima: ao mesmo tempo em que acelera a acumulação é um mecanismo que antecipa, sem os revelar imediatamente, os casos de superprodução. Além disso, o crédito pode criar ondas de especulação, gerando bolhas e quebras posteriores, sem que se possa saber se os preços altos de determinados ativos são resultado de bolhas ou dos fundamentos desses ativos. Importa aqui, contudo, que na esfera do crédito, com razão, Heinrich (2012, p. 168) contesta a posição que opõe a acumulação “sólida” de capital contra a sua acumulação “especulativa”. Segundo o autor, isso se dá porque a produção capitalista é sempre carregada de incerteza, e nesse sentido, é sempre especulativa, independentemente se se estiver tratando da esfera financeira ou da chamada economia real.

Porém, de outro lado, é possível, também na opinião de Heinrich (2003, p. 399), que as condições de realização da mais-valia “dependam decisivamente do escopo e do meio de operar do sistema de crédito”. Ao que se pode adicionar que uma série de atividades mais conectadas à economia real são diretamente dependentes dos

elementos que aparentemente são os mais especulativos possíveis. Um exemplo, entre vários possíveis, seria o que trata dos instrumentos derivativos que se valorizam ou desvalorizam conforme a quantidade de chuvas. Estes podem ser utilizados para proteger o valor de uma determinada produção agrícola se essa produção específica tiver correlação entre seu rendimento e a quantidade de chuvas (BERG et. al., 2006, p. 393).

Para sumarizar, pode-se dizer que as causas da crise na concepção de Marx deveriam ser mesmo as mais variadas possíveis. Se a sua concepção de crise não é única, mas diversa com relação ao nível dialético que se situa, então, para cada nível desses, pode haver uma espécie de manifestação de crise, seja como possibilidade, seja a sua conversão em necessidade. E para cada manifestação de possibilidade e de conversão em necessidade, há também causas distintas, com pesos distintos. Isso não significa dizer que a teoria não é coerente. A coerência, em obras que tentam reproduzir a dialética do real, não está na constante repetição das mesmas definições fazendo com que toda a teoria se acomode a essas mesmas definições. A coerência se situa no momento em que há o controle do nível de abstração – que é a ferramenta passível de se utilizar no trato dos temas da Crítica da Economia Política – e a coerência do tema da crise com esse nível de abstração. Por sua vez, cada nível de abstração deve ser articulado com o outro, de modo que a mutabilidade das conclusões seja coerente conforme o escopo da análise que se faz. Isso não garante que a teoria das crises – ou até aqui, das causas das crises – em Marx seja livre de incoerências. Esta chance está dada e existe, assim como existe a possibilidade de mudanças de pontos de vista ao longo de diferentes obras. Porém, isso garante que, pelo menos, as incoerências possivelmente existentes não venham de simples pontos de vista distintos e incoerentes em conteúdo que supostamente seriam igualmente válidos. As causas são múltiplas porque múltiplas são as conexões entre os objetos analisáveis do modo de produção capitalista, e múltiplos devem ser os ângulos e os níveis de abstração necessários para compreendê-los.

1.3 As consequências das crises

O tópico que trata das consequências das crises tem uma presença mais extensiva ao longo da fase madura dos escritos de Marx. Há análises, em sua obra, acerca das consequências das crises para os salários, para a implementação de novos tipos de elementos do capital constante, para a acumulação de capital em geral, para o capital se encontrar em uma determinada fase do ciclo capital dinheiro, capital produtivo e capital dinheiro, para a formação da taxa de lucro média e assim por diante. Catalogar cada uma de suas expressões seria um trabalho que tornaria esse ensaio mais extenso do que o necessário. O que vai se tentar fazer aqui é realizar um agrupamento das consequências que se julga serem as principais e apresentá-las em conjunto. Essa separação é meramente expositiva, uma vez que as consequências necessariamente se relacionam intimamente. Os grupos elencados são esses: 1) destruição do capital – modo de produção e valor; 2) novas condições de acumulação e transformações institucionais.

1.3.1 Destruição do capital

A dinâmica destruidora que se segue às crises é algo presente de maneira generalizada nas principais correntes do pensamento heterodoxo. A questão que distingue as diferentes escolas, nesse tema, gira em torno da extensão e do objeto sujeito a tendências destrutivas. Em Marx, esses temas tiveram duas fases. A primeira, uma interpretação dos anos 1850, engloba os manuscritos daquela década, e em alguma medida a *Contribuição à Crítica da Economia Política (Ou Para a Crítica...)* de 1859. Essa fase tem como tônica a ideia de que as crises podem levar ao colapso do modo de produção capitalista. Na segunda fase do desenvolvimento dos seus estudos, Marx passa a observar uma resistência maior do modo de produção capitalista na capacidade de, em crises, não ir automaticamente a colapso, e demonstrar que isso se dá, entre outras coisas, através da destruição do estoque de valor de seus próprios componentes. Esse fenômeno, por sua vez, abre novas janelas de acumulação. Essa versão se conecta intimamente com a literatura posterior que trataria de ver o modo de produção capitalista como um modo de produção em constante metamorfose, cujos arranjos institucionais seriam capazes de conter ou de aprofundar tendências nele inscritas por suas próprias leis de funcionamento.

Nos *Grundrisse*, haveria duas versões do colapso da produção capitalista: uma não tem a ver com os resultados imediatos de uma crise, a outra tem. Começando por essa última, o colapso da produção baseada na mais-valia tem relação com o progresso tecnológico. Nesses manuscritos, Marx (1988, p. 91), acredita que o progresso tecnológico, através da aplicação da ciência à técnica produtiva é corolário da tentativa de se reduzir o montante de tempo de trabalho para a produção de uma determinada mercadoria ao mínimo. Ao fazê-lo, o capital se firmaria como uma “contradição em processo” (MARX, 1988, p. 91), porque ao tentar reduzir o tempo de trabalho necessário, ao mesmo tempo em que se busca elevar a massa de mais-valia faz-se com que o trabalho, em sua forma mais imediata, “cesse de ser a principal fonte de riqueza, [e] o tempo de trabalho cessa de ser a sua medida” (ibid., p. 91). Como consequência, a “produção baseada no valor de troca colapsa, e o processo de produção material imediato é despido de sua forma de indigência e de antagonismo” (ibid., p. 91).

Nessas passagens, Marx (1988) parece estar enxergando a transição do modo de produção capitalista para uma forma mais livre, na qual o trabalho, por sua crescente e suposta irrelevância progressiva no processo de produção de valor de troca²². Entre os usos que se faz dessa passagem, se destacam aqueles que enxergam um entre vários germes de transição para uma nova forma de sociedade que, em última instância, devem se basear no crescente domínio da técnica (ALBUQUERQUE, 2012, p. 30) como uma força de libertação, capaz de liberar trabalho humano dedicado diretamente à sua reprodução biológica. O colapso da produção baseada no valor de troca nestas condições, contudo, não é um colapso advindo de sua crise, mas de sua constante revolução dos meios de produção.

Por sua vez, o colapso como resultado de uma crise parece ser indicado por Marx (1987) ainda que uma forma menos aberta quanto ao colapso como resultado da própria evolução do modo de produção capitalista. No capítulo sobre o capital, em uma passagem indicativa onde elenca os tópicos a fazerem parte de um de seus vários planos de redação de sua obra máxima, Marx (1987, p. 195) relaciona crises à dissolução do modo de produção e da forma de sociedade baseada no valor de troca. Não parece

²² Na terminologia posterior, Marx possivelmente teria falado de valor nessa passagem, uma vez que apenas no começo da década de 1870 ele teria clara a separação entre valor e valor de troca.

haver, nesse texto, contudo, uma conexão direta das crises com o aspecto do colapso à parte do título rascunhado por Marx para essa seção. Heinrich (2006, p. 349), contudo, entende que essa evidência seria suficiente para conectar as concepções de Marx, dessa época, acerca das crises a uma tese que apontasse para o colapso.

Talvez, esse elemento de colapso relacionado a crises econômicas seja bem mais proeminente em *Para a Crítica* de 1859, em particular, a depender da interpretação que se faça de seu prefácio. Nesse texto, Marx (1980, p. 100) anuncia alguns resultados gerais a que havia chegado, e como estes teriam servido de guia para outras partes de seu trabalho. Esse resultado geral seria o seguinte: “na produção social das suas vidas, as pessoas contraem determinadas e necessárias relações que são independentes do seu desejo, relações de produção, que correspondem a um determinado nível de desenvolvimento das suas forças produtivas materiais” (MARX, 1980, p. 100). É sobre o conjunto dessas relações que se ergue a superestrutura da sociedade, e essas formas de vida é que determinam a consciência dos indivíduos, e não o contrário. “Em um certo estágio do seu desenvolvimento, as forças produtivas materiais da sociedade entram em contradição com as relações de produção presentes – ou o que lhe é apenas uma expressão jurídica – com as relações de propriedade” (MARX, 1980, p. 100). Com essas contradições postas, “entra-se, então, em uma época de revolução social” (MARX, 1980, p. 101). E essa revolução seria de tal forma dependente da presença dessas contradições, conforme se depreende de certa interpretação, que “uma transformação social jamais ocorre antes que todas as forças produtivas estejam desenvolvidas” (MARX, 1980, p. 101).

Essas passagens devem ser lidas com todo o cuidado. Elas já foram utilizadas com frequência para atestar que em Marx existiria uma espécie de mecanicismo²³. Ou seja, que em Marx a economia determina as demais dimensões da vida humana, quase que de forma automática. Sem dúvida, em Marx a dimensão econômica é fundamental, sem ela não existem as demais. Contudo, não se pode dizer que elas são diretamente e univocamente determinadas. Existe uma complexa relação entre base e superestrutura que tem caráter dialético. Mas, atendendo ao interesse desse ensaio, é mais relevante que se atente à questão se essa passagem aponta para crises ou não. Parece ser o caso,

²³ Ver, por exemplo, Aron (2000).

porque a contradição entre as forças produtivas e as relações de produção – ou relações de propriedade, destacadas por Marx (1980 – são expressões de uma crise em ocorrência. Se apresentam caráter terminal ou não, é outro assunto. Mas, certamente, de um lado, as forças de produção explicam o condicionamento, por exemplo, da composição orgânica do capital. Do outro, as relações de propriedade são um indicativo da capacidade que uma determinada sociedade pode ter para realizar um determinado montante de mais-valia anteriormente produzida. Então, seguramente, se trata de um antagonismo caracterizado por uma crise econômica, embora não se possa supor que seja qualquer crise.

Marx (1980) entende que uma tal situação abre uma era de revolução social, atestando, além do mais, que uma transformação social jamais ocorreria antes que todas as suas forças produtivas estejam desenvolvidas. Portanto, poderia ser o caso de se estar falando de uma crise ocorrendo no momento em que um determinado modo de produção já tivesse esgotado a sua capacidade de desenvolver forças produtivas, e que uma revolução social poderia estar ocorrendo em sua decorrência. Pode ser que fosse o caso, mas a posição de Marx se modificaria profundamente a esse respeito. Se a crise produzir uma revolução como consequência, é algo que ainda se pode deixar em aberto, mas não exigir a sua presença. Assim, colocar uma crise que ocorre em momento específico no qual uma determinada sociedade já desenvolveu todas as suas forças de produção como condição única para que a consequência revolucionária se produza, é algo que definitivamente deixaria de fazer parte do pensamento de Marx em anos posteriores (ANDERSON, 2010).

Ainda que com ressalvas, talvez o mais entusiasta acolhedor da tese do colapso, inclusive aplicada aos textos mais maduros de Marx, tenha sido Henryk Grossmann (1929). Para Grossmann (1929, p. 138), a teoria da acumulação de Marx levaria simultaneamente a uma teoria das crises e a uma teoria do colapso. Grossmann (1929) não entende o processo do colapso como uma linha única em direção à queda, mas o vê como uma sequência cíclica que aponta de tempos em tempos para a tendência ao colapso, sendo intercalada, por fases de recuperação econômica. Apesar de não linear, a tese do colapso é, segundo Grossmann (1929) fundamental para a compreensão até das crises episódicas em Marx. Isso porque apesar de certos desvios e escapes

temporários da tendência ao colapso, Grossmann (1929) entende que com o avanço da acumulação de capital mais próximo esse processo fica de seu fim. A razão disso é que “com o crescimento absoluto da acumulação de capital a valorização desse capital acrescido se torna progressivamente mais difícil” (GROSSMANN, 1929, p. 140). Com essa dificuldade, aumentada, se houver um momento em que as contratendências sejam eliminadas ou que tenham atingido um platô, “então a tendência ao colapso ganha supremacia e se impõe na sua qualidade absoluta como a ‘última crise’” (GROSSMAN, 1929, p. 140). E, para o autor, a tendência ao colapso está intimamente relacionada com a lei de tendência decrescente da taxa de lucro (GROSSMAN, 1929, p. 343). Paul Mattick (2015) também é acolhedor dessa tese, sendo fortemente influenciado pela teoria de Grossmann.

No polo oposto, podemos citar, como exemplos, as opiniões de Heinrich (2006) e Grespan (2012). Heinrich (2006) entende que dos *Grundrisse* não era de todo impossível retirar argumentos que poderiam levar a uma teoria do colapso. Contudo, ao analisar as obras da década de 1860, ele assevera que pelo menos da letra de Marx, não seria possível encontrar nenhuma base para desenvolvimento de algum argumento desse tipo, mesmo quando se considera os manuscritos para o livro III de *O Capital* (HEINRICH, 2006, p. 360). Grespan (2012, p. 182), por sua vez, reconhece as ambiguidades presentes no texto de Marx, mas afirma que a tese que coloca o capital como seu próprio limite, “com o conseqüente colapso ou paralisia crônica do modo de produção por ele construído, é sem dúvida errônea e insuficiente, exigindo maior desenvolvimento e complexificação”. O motivo de ser errônea, é que para Grespan (2012, p. 182), Marx sempre se manteve fiel à ideia da “necessidade relativa, a prioridade sistêmica deve se refletir no predomínio da tendência no tempo”. Assim, não poderia haver um momento no qual a produção capitalista poderia estar destinada a colapsar por si mesma.

O outro aspecto da destrutividade em momentos de crise e de grande utilidade para a compreensão tanto do aspecto cíclico quanto da resistência do modo de produção capitalista é o que trata da destruição específica do valor. Essa destruição se manifesta de algumas maneiras diferentes, todas elas inscritas inicialmente como possibilidades dadas pelo próprio movimento do capital. A primeira delas é a depreciação do capital-mercadoria. Como se viu anteriormente, em momentos de crise, quando há uma série

conectada de créditos e débitos em aberto, e por alguma razão, em algum ponto da cadeia ocorre algum evento que torna impossível que a mesma seja saldada, inicia-se, a depender da profundidade de impacto, uma necessidade urgente de se converter todo o capital-mercadoria em capital-dinheiro. A segunda maneira, conectada à primeira, se dá pela inserção de novos meios de produção por determinados capitalistas que possam se aproveitar de um momento em que os elementos mais modernos do capital constante se encontrem, potencialmente, a um preço inferior devido às necessidades de conversão em dinheiro por parte de seu produtor. A terceira, também conectada com as duas anteriores, é um aspecto mais geral: momentos de necessidade favorecem – em muito – capitalistas que por ventura estejam com seus balanços patrimoniais em melhor situação. Abre-se a oportunidade de uma forte onda de centralização de capitais. Esse processo geral de desvalorização tende a ser seguido de uma fase de valorização facilitada dos capitais, entre outras coisas, porque desvalorização do capital constante e do capital variável (ou da sua forma convertida em preço, salário) permitem que a taxa de lucro imediatamente, dada a existência de mercado, se restaure.

A necessidade de se transformar capital-mercadoria em capital-dinheiro se manifesta da forma mais aguda quando se considera o capital em relação à sua existência a um dado tempo (MARX, 1992, p. 328). Nessa posição, o capital pode ter múltiplas existências paralelas: simultaneamente parte pode estar sob a forma de capital mercadoria, capital dinheiro ou capital produtivo. O capital mercadoria é a dimensão mais aparente e imediata no qual o movimento da destruição de valor se inicia. A aguda necessidade de transformar essa forma de capital em capital dinheiro faz com que “parte das mercadorias no mercado apenas possam completar seu processo de circulação e reprodução apenas por uma imensa redução nos seus preços, ou seja, uma depreciação do capital que representam” (MARX, 1992, p. 328). Isso tem consequências, porque a utilização da função meio de pagamento do dinheiro, tornando-o em parte, um meio meramente ideal para a fixação de preços, traz uma implicação importante para o circuito do capital.

Considerando o capital em suas diferentes existências como valor de troca, uma parte do capital, ou ativo, pode se encontrar sob a forma de direitos a receber – dinheiro como meio de pagamento – e não necessariamente como capital imediatamente

disponível. Quando o processo se estanca e passa a existir a urgência de se converter capital mercadoria em capital dinheiro, existe em paralelo o problema de converter esses direitos a receber também em capital dinheiro de forma imediatamente utilizável. Uma maneira potencialmente facilitadora de conversão desses direitos em capital dinheiro, porém possivelmente danosa para o capitalista individual, é a de se aceitar um valor inferior ao que realmente valem. “A porção do valor capital que existe meramente na forma de reivindicações futuras por uma fatia de mais-valia e lucro, ou seja, notas promissórias sobre a produção nas suas várias formas, sofre depreciação simultaneamente com a queda das rendas a partir das quais são calculadas” (MARX, 1992, p. 328).

Se o capitalista individual em questão for produtor de meios de produção, também o valor do “capital fixo sofre mais ou menos a mesma depreciação” (MARX, 1992, p. 328). A necessidade premente de transformar seu capital mercadoria (que coincide, neste caso, com parte do capital constante a ser utilizado pela sociedade), implica não apenas uma depreciação do novo capital fixo, mas também do capital fixo já em utilização pelos capitalistas operantes. Essa parte da desvalorização do capital fixo se dá pelo processo de depreciação moral. No livro I, a depreciação moral ocorre quando o elemento do capital constante “perde valor, seja porque máquinas do mesmo tipo estão sendo produzidas de forma mais barata, ou por máquinas melhores entrando em competição com esta” (MARX, 2010, p. 407). Uma forma menos abstrata de depreciação moral é aquela que associada a este referida revolução de valor nos meios de produção ou da introdução de inovações tecnológicas. É aquela que leva em consideração o preço dos meios de produção representados pelo capital fixo. Considerada a transformação dos valores em preços de produção como um dado, a queda dos preços dos elementos do capital fixo faz com que aqueles que já tenham adquirido exemplares desse capital fixo sofram com a depreciação moral. Por se estar lidando com a esfera de preços, há um componente pesado de transferência de valor também: transfere-se valor do produtor de elementos do capital fixo e dos utilizadores anteriores do capital fixo para os novos adquirentes daquele mesmo tipo de capital fixo.

Além desses fatos, a própria presença de capacidade ociosa é destrutiva para o capital fixo, pelo menos segundo a tecnologia observada por Marx (2010a). Em repetidas

passagens do livro I e II, quando trata tanto das peculiaridades da maquinaria e da grande indústria, quanto dos custos de conservação, o autor demonstra que o próprio funcionamento do capital fixo é uma fonte gratuita de sua conservação. Tão logo ele entra em ociosidade, alguns elementos do tempo começam a agir sobre o mesmo, deteriorando a sua durabilidade e tempo potencial de uso, ao mesmo tempo em que deteriora seu valor. A única forma de combater essa deterioração se daria através do emprego de meios de conservação adicionais (ou seja, além do uso normal enquanto o capital fixo opera). Esses meios adicionais, se ajudam a preservar o capital fixo de um lado, comprometem financeiramente a unidade produtiva de outro. De outro lado, a depreciação moral pode preservar o valor de uso do capital fixo, ao mesmo tempo em que se rebaixa o seu valor de troca (MARX, 1989, p. 127).

1.3.2 Novas condições de acumulação e transformações institucionais

A capacidade do modo de produção capitalista em produzir crises econômicas, embora extremamente danosas para os “muitos capitais”, são particularmente funcionais para o capital em geral. Como se viu, as crises tratam de promover um choque entre as forças produtivas e uma determinada posição de acumulação de capital que possa ter se estabelecido em torno dessa capacidade de produzir. Pelo fato de o modo de produção capitalista ser particularmente instável, é possível que contradições se acumulem. Empiricamente, essas contradições podem manifestar-se sob a forma de acúmulo de dívidas por parte de unidades de produção capitalista, de sobre-extensão de dívidas ou, mesmo, representar superprodução, em particular, nos ramos de produção de capital fixo. O choque entre as forças produtivas e as capacidades de realização, nada mais é que uma vazão que é promovida pelas crises. Para os muitos capitais, isso significa uma série de falências e absorções das menores unidades econômicas pelas maiores. Para o capital em geral é a produção de novas condições de acumulação. Do ponto de vista desse capital em geral, nesse caso, fortalecem-se os maiores detentores de capital, mas também reequilibra-se parcialmente os departamentos, abrindo novas oportunidades para novos setores. “As crises realizam um serviço valioso para o sistema capitalista precisamente através desses atos de destruição” (HEINRICH, 2012, p. 174).

Moseley (2009), ao comentar sobre as condições de recuperação de uma economia, entende que mais importante do que uma queda na própria taxa de mais-valia, o que é mais relevante para esse movimento é o aumento na composição orgânica do capital. Em longo prazo, o capital não tende a diminuir a taxa de mais-valia. Logo, apenas a segunda opção tem mais relevância nesse horizonte temporal. Por esse motivo, é possível, para o autor, criticar teorias que entendem que as crises se originam de rigidez salarial. No momento em que se entre na rota de uma crise econômica, se a taxa de mais-valia não é a parte mais relevante em uma queda da taxa de lucro, não vai ser a redução salarial – algo que aumentaria por definição a taxa de mais-valia – a força capaz de restaurar a taxa de lucro. Apenas métodos e fatos que realizem a redução do valor do capital é que seriam capazes de fazê-lo. Quando o valor do capital se reduz, reduz-se a sua composição orgânica, e conseqüentemente, considerados os demais fatores constantes, tem-se uma recuperação posta na taxa de lucro. Nesse aspecto, o mesmo Moseley (2009, p. 143) considera existir uma importante complementaridade entre a teoria da destruição do valor de Marx e a taxonomia das posições financeiras proposta por Minsky²⁴. Segundo Moseley (2009, p. 143): “a condição necessária para uma recuperação completa da taxa de lucro é uma depressão que a antecede (falências também eliminam a maior parte da dívida, e portanto, também ajudam a restaurar a estabilidade financeira da economia, como Minsky enfatiza)”.

Nesse aspecto, se destaca como dissonante a voz de Mandel (1995). Para o autor, as novas condições de acumulação não são obtidas através de processos endógenos do modo de produção capitalista em momentos de crise. Não basta que uma série de falências ocorra e que o nível de endividamento se reduza, nem que os elementos do capital constante se encontrem em um nível de preços rebaixado com relação ao período anterior. Para Mandel (1995), diferentemente do que acredita Moseley (2009), é

²⁴ A taxonomia das posições financeiras proposta por Minsky (1992) é uma relação entre os níveis e a maturação do endividamento das unidades econômicas e os seus fluxos de caixa. As posições classificadas por Minsky (1992, p. 6) são as seguintes: *hedge*, especulativa e *Ponzi*. As unidades em *hedge* são aquelas capazes de fazer frente às suas dívidas no prazo com seus próprios fluxos de caixa, tanto no que se refere ao principal desses pagamentos, quanto aos juros e demais serviços financeiros. Especulativas são as unidades que são capazes de fazer frente aos juros e serviços financeiros, mas são incapazes de saldar parte do principal, obrigando-as à rolagem de seus passivos. As unidades *Ponzi* são incapazes de fazer frente tanto ao principal quanto de juros e serviços financeiros, e essas unidades são constantemente obrigadas a buscarem novos empréstimos ou se desfazerem de seus próprios ativos.

fundamental que a taxa de mais-valia se recupere, e isso se dá, para o autor, através de uma “deterioração das condições gerais de trabalho para a classe trabalhadora, e essa necessidade é particularmente pronunciada quando é confrontada com uma queda acentuada e duradoura na taxa de lucro” (MANDEL, 1995, p. 36). Trata-se de um elemento a que Mandel chama de exógeno, em contraposição aos elementos por ele considerados endógenos²⁵, que são os responsáveis pelas crises, ou, pensando em longo prazo, pela colocação do modo de produção capitalista na onda longa depressiva. E, não basta apenas que as condições objetivas da classe trabalhadora se deteriore. É necessário, também, que se mine um conjunto de fatores subjetivos, como a capacidade de resistência da classe trabalhadora, o número de trabalhadores, o nível de desemprego, a sua homogeneidade e sua autonomia em relação à ideologia dominante. Desse modo, novas condições de acumulação não surgem por si só, pela imposição automática das leis de funcionamento do modo de produção capitalista. “A emergência de uma nova onda longa expansionista não pode ser considerada endógena (...) [como] resultado da onda longa depressiva anterior, qualquer que seja a sua duração ou gravidade” (MANDEL, 1995, p. 37). E completa Mandel (1995, p. 37) que não são das leis de movimento do capital, mas o resultado da situação da luta de classes o fator decisivo nesse momento. O autor considera que há uma interação entre as tendências objetivas e subjetivas, combinando os fatores endógenos na formação da crise e exógenos para a sua recuperação para explicar a sua teoria dos ciclos econômicos.

Heinrich (2012), por sua vez, acredita que era a intenção de Marx demonstrar que as tendências de crise imanentes ao capital são “completamente independentes do estado da luta de classes” e que isso poderia significar que “mesmo se a luta de classes chegasse a uma completa paralisação, as crises ainda ocorreriam” (HEINRICH, 2012, p. 194-5). Embora Heinrich (2012) possa ter razão quanto ao aspecto do conflito mais aberto como fator gerador de crises, e isso até o faz tomar a mesma posição de Mandel (1995) para quem as crises eram endógenas, é preciso ter em mente que o raciocínio

²⁵ É fundamental considerar que para a Crítica da Economia Política, ou mesmo para outras escolas de pensamento heterodoxas, é extremamente difícil a definição das fronteiras que separam fatores exógenos e endógenos. Campos de estudo baseados em modelos causais, normalmente, conseguem estabelecer com clareza essas fronteiras, simplesmente porque metodologicamente o que não é variável explícita de um modelo é um fator exógeno.

apresentado é uma abstração. O estado da luta de classes é algo que transcende a questão imediata do conflito, e por isso, estimar a possibilidade da sua completa paralisação, é o mesmo que negar a existência das próprias classes. Não importa se as classes se situam em hostilidade aberta ou em consenso, ambos estágios de manifestação são momentos da luta de classes, que deriva da sua simples existência enquanto tal. É como se Heinrich (2012) sugerisse que um modo de produção capitalista sem classes fosse capaz de gerar crises, quando a existência das classes é um fundamento do modo de produção capitalista. Não é intenção desta discussão debater a posição de Heinrich (2012) quanto a seu mérito, mas, apenas alertar que a concordância com essa colocação só pode se dar considerando as abstrações que a envolvem.

Seja como for, se a luta de classes é ou não um elemento exógeno que altera profundamente as condições de acumulação ou se o modo de produção capitalista se transforma por suas próprias leis chamadas endógenas, ou ambos, o fato é que o capitalismo se transforma em respostas às suas condições objetivas de acumulação. Crises em particular são momentos nos quais é demandada uma maior reorganização, porque a sobrevivência do modo de produção se encontra em cheque, por mais resistente que seja. Na verdade, sua resistência está na sua plasticidade. A abordagem que interpreta a Crítica da Economia Política como o estudo de um sistema complexo entende que as “crises são um distúrbio no sistema, que levam a uma reorganização geral – e, como o sistema capitalista é um sistema complexo auto-organizado, não se espera que ele colapse. Ao contrário, as crises dão nova forma ao capitalismo” (MARQUETTI et. al., 2020, p. 23).

Isso acontece porque os movimentos combinados de destruição de valor e as respostas práticas a esses movimentos podem afetar unidades econômicas individuais de diferentes maneiras, bem como é o caso com diferentes setores. Por exemplo, um capitalista em posição desfavorável de liquidez, que sofra com depreciação moral de seu capital fixo e esteja em dificuldades para converter seu capital mercadoria em capital dinheiro pode se tornar uma presa fácil para um capitalista que esteja com a sua posição financeira em melhores condições. Isso é especialmente o caso quando as taxas de juros se encontram relativamente altas, e isso era algo que Marx observava acontecer nos momentos que antecipavam o pico de uma crise (TOPOROWSKI, 2020, p. 10). Marx

(1992, p. 316) enxergava os momentos de crise como grandes oportunidades para que a centralização de capitais ocorresse: “acumulação dos grandes capitais através da destruição dos pequenos”. Em nível mais geral, isso pode ter como efeito uma crescente despersonalização do capital, porque é uma das causas fundamentais da separação entre propriedade e controle porque com a centralização “o sino da propriedade privada capitalista ressoa; os expropriadores são expropriados” (MARX, 2010, p. 750). Manifesta-se, pelo menos de um lado, uma clara tendência à monopolização dos capitais quanto mais as crises se acumulam e se acumulam ciclos de centralização. Não por acaso, uma extensa literatura do início do século XX se debruçou sobre o tema, especulando sobre uma nova fase do capitalismo, sob a ótica do imperialismo ou do capitalismo monopolista (entre outros, HILFERDING, 1981; LENIN, 1963; BUKHARIN, 1988), tão logo os grandes conglomerados, principalmente norte-americanos, mostravam sua força (CHANDLER; HIKINO, 1990).

O restante do século XX veria proliferar um conjunto de debates sobre as transformações posteriores do capitalismo e sua potencial classificação em fases. Embora não seja objeto deste ensaio discutir a especificidade de cada uma dessas abordagens, é importante a sua ilustração, porque, normalmente, a perspectiva de uma determinada fase tem conexão com algum momento de crise com a posterior reconfiguração do modo de produção capitalista. Deve-se lembrar, também, que as abordagens nesse aspecto são muito plurais: à medida em que se multiplicam os interessados e os acadêmicos que trabalham sobre o tema, multiplicam-se também os pontos de vista e as abordagens. Duménil e Lévy (2001, p. 141) entendem que ao lado desse quantitativo crescente de interessados, há o problema da multiplicidade de critérios possíveis para que se possa classificar o modo de produção capitalista. Na verdade, eles entendem que se trata de critérios que competem e que são incompatíveis entre si. Entre os exemplos que os autores trazem, estão os critérios das “metamorfozes das instituições, firmas em particular (seu tamanho e as formas relacionadas de concorrência, a divisão de trabalho e assim por diante)” (ibid., p. 141), mas também uma variedade de instituições sociais e econômicas, o Estado e as relações internacionais. Essa multiplicidade de pontos de vista seria refletida nos muitos rótulos que seriam dados a

esses períodos: “imperialismo, capitalismo de estado, keynesianismo, fordismo, neo-liberalismo” (ibid., p. 141).

Ademais, mais do que em muitos rótulos, a literatura sobre fases do capitalismo – e em certo caso, variedades de capitalismo – também refletiria sobre os temas sob diferentes perspectivas que se fundaram nesse próprio processo de mudança. Por exemplo, a teoria da regulação é claramente oriunda desse movimento. Segundo Boyer e Saillard (2002, p. 38), a teoria da regulação tem três níveis. O primeiro nível é o mais abstrato, no qual a teoria da regulação analisa modos de produção e suas conexões. Em um segundo nível, ela descreve os padrões sociais e econômicos que guiam a acumulação de capital entre duas crises chamadas pelos autores de estruturais. “Esses padrões regulares são sumarizados, como um todo, pela noção de um regime de acumulação” (BOYER; SAILLARD, 2002, p. 38). E em terceiro nível, há o aspecto das relações sociais dadas para um determinado local em um determinado tempo: a forma institucional. Esses três níveis formam uma agenda de pesquisa que espera compreender a conexão entre as crises e acumulação de capital através de paradigmas que se formam sob a tríade regime de acumulação, formas institucionais e modo de regulação.

Minsky (1988) também propôs a sua visão de metamorfoses e de estágios do capitalismo. Combinando as abordagens de Schumpeter e Keynes, Minsky (1988, p. 28), entende que o capitalismo passou pela fase comercial, na qual apenas o comércio seria financiado por um sistema bancário e em mercados financeiros organizados. Posteriormente, após as revoluções francesa e americana, a produção capitalista seria caracterizada pela “emergência de organizações financeiras que poderiam mobilizar amplos recursos para projetos como linhas ferroviárias, utilidades, moinhos e minas” (MINSKY, 1988, p. 29). Seria, de fato, a era na qual surgem banqueiros investidores independentes e isso coincide com a situação na qual as estruturas bancárias se tornam “centros econômicos de poder”. Esse estado de coisas teria perdurado até a grande depressão de 1929.

Como resultado posterior à Segunda Guerra Mundial, a economia seria caracterizada pela participação significativa do governo como porção do produto nacional bruto, a presença de programas de transferências de renda, uma estrutura financeira

robusta e intervenções de bancos centrais significativas. Essa estrutura teria caracterizado as sociedades anônimas como menos dependentes dos grandes banqueiros, inaugurando a era do capitalismo gerencial (MINSKY, 1988, p. 30). A crise dos anos 70 e 80 daria origem a uma nova forma: o capitalismo do dinheiro administrado (*money managed capitalism*²⁶). Como característica central, essa fase teria “diminuído a independência financeira da administração empresarial” (MINSKY, 1988, p. 34). Como resultado, os fluxos de comércio não seriam mais relevantes para explicar os movimentos da taxa de câmbio, havendo paralelamente grande presença de inovações financeiras, e as características econômicas que caracterizavam a estabilidade em outras eras se modificaram (MINSKY, 1988, p. 35).

Como exemplo final acerca das perspectivas das transformações do modo de produção capitalista em resposta às crises podemos citar a literatura neoschumpeteriana de um modo geral. Freeman (1994, p. 467), por exemplo, nega que a introdução de novas técnicas seja algo puramente derivado de um empurrão tecnológico. Há uma série de fatores institucionais e ambientais que caracterizam a introdução de uma inovação. Pavitt (2004, p. 104) entende que as inovações radicais normalmente acontecem onde a introdução de uma nova técnica é capaz de “reduzir os custos de insumos econômicos fundamentais”. E a introdução dessas inovações de maior relevância são capazes de definir novas trajetórias tecnológicas (DOSI; NELSON, 2010, p. 70; PEREZ, 2004, p. 220). A característica crítica desses momentos de introdução de novas tecnologias, e que em termos mais puramente econômicos normalmente se reflete como crises, nos pontos de chegada e de partida, é o aspecto da “mútua adaptação entre a tecnologia e a sociedade através do aprendizado social do paradigma” (PEREZ, 2010, p. 200). Por exemplo, os casos em que esses momentos são ligados a bolhas de liquidez mais abundante e bolhas de grandes tecnologias (PEREZ, 2009, p. 802). E, ninguém menos que Schumpeter (1994, p. 61), acreditou que essa seria a fonte pela qual o capitalismo morreria por si próprio, sendo aniquilado pelo próprio sucesso se mantidas as circunstâncias por ele presenciadas, as quais, ele, contudo, acreditava serem dinâmicas

²⁶ Na literatura é também comum o termo *money manager capitalism* que possivelmente confere uma centralidade maior aos grupos econômicos capazes de atuar em mercados monetários com grande poder. Contudo, no texto de referência, Minsky (1988) faz uso do termo *managed*.

e mutáveis. Essa mutabilidade e essa dinâmica é o que caracteriza o modo de produção capitalista quando situado sob a manifestação empírica da crise.

A capacidade de transformação do capitalismo é ao mesmo tempo a sua demonstração de força e resistência, de um lado, e de outro, a causa da inserção de novas categorias potencialmente geradoras de novas contradições. Pelo fato de esse modo de produção ser bastante dinâmico, é impossível conhecer inteiramente a natureza das crises, suas causas e suas consequências. Mas, pelo conhecimento geral de suas leis de funcionamento, e não apenas das manifestações empíricas de crise, Marx demonstrou que “a única coisa certa nesse turbilhão econômico é a incerteza” (HEINRICH, 2012, p. 174). E a acumulação de contradições que levam à crise vem se mostrando teórica e empiricamente corretas desde que Marx as demonstrou. Talvez a validade da descoberta de Marx frustrar ideias que entendam que “não é justo pensar que o sofrimento dos desequilíbrios planetários que produzem as grandes crises sejam inevitáveis” (MARICHAL, 2010, p. 16). Mas, o fato é que por mais que o aparato de intervenção cresça, e possa produzir resultados, o motor de produção de contradições continua operando. E opera de maneiras distintas à medida em que o modo de produção capitalista continua em sua história de transformações.

2 DINHEIRO E CRÉDITO NA CRÍTICA DA ECONOMIA POLÍTICA

Dinheiro e crédito são duas categorias essenciais ao funcionamento do modo de produção capitalista e são intimamente interligadas. O dinheiro é a manifestação abstrata da riqueza porque é a forma valor mais geral, e por isso adquire uma série de funções fundamentais ao funcionamento do modo de produção capitalista. Ao se colocar como a manifestação mais abstrata da riqueza, a sua posse é uma titulação a uma determinada quantidade de trabalho socialmente posta. É o poder de comandar uma fração do produto do trabalho humano. Essas características, como vai se ver, fizeram com que a Economia Política, embora tenha dado várias contribuições importantes no estudo do tema, tenha tido sérias dificuldades em precisar a sua natureza, sua conexão com o valor e sua função específica no modo de produção capitalista. Contudo, é claro que a Economia Política foi fundamental ao fornecer o terreno para a Crítica da Economia Política, não só por colocar o tema, mas porque, por exemplo, parte da análise realizada por Marx é diretamente inspirada por Tooke e Fullarton.

Os debates sobre o dinheiro chegam ao presente. Contemporaneamente, a discussão posta inicialmente pela Economia Política produziu vários ramos. Por exemplo, a visão neoclássica da economia, pelo menos em seus modelos fundadores, como por exemplo o modelo de equilíbrio geral de Arrow-Debreu, encampa-se uma visão de que a moeda ou é neutra ou não desempenha nenhum papel que seja diferente de uma unidade de conta imaginária (DAVIDSON, 1991, p. 160; BANERJEE; MASKIN, 1996, p. 955). A situação é outra para o pensamento heterodoxo. Não se pode ignorar as diferenças quanto ao pensamento monetário existente em suas diferentes correntes. Contudo, as características comuns tendem a confirmar a força do argumento de Mollo (2004). Para a autora, um dos melhores marcadores para se separar o pensamento ortodoxo do heterodoxo é a posição diante da neutralidade da moeda. Os marcadores da posição heterodoxa são, para a autora, os graus de rejeição da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda.

Na perspectiva pós-keynesiana, por exemplo, é essencial que a neutralidade da moeda seja rejeitada. Apenas assim, ideias fundamentais dessa corrente podem se estabelecer. Apenas a partir dessa rejeição, é possível dizer que risco e incerteza não

são a mesma coisa e que esta última não pode ser medida probabilisticamente. É com a presença da incerteza que os planos de investimento devem ser cautelosamente considerados, e mesmo assim, a dificuldade permanece porque trata-se de uma incerteza não-probabilística. Conforme explica Andrade (2011, p. 185), na presença da incerteza, nem no curto nem no longo prazo a moeda pode ser neutra. Os agentes, na perspectiva pós-keynesiana, sabem que são dotados de maior liberdade de atuação se forem detentores de ativos com maior grau de liquidez. Desse modo, na presença da incerteza, o estudo da moeda não é dispensável, porque a moeda não vai ter apenas a função de realizar a dupla coincidência de interesses, servindo assim como lubrificante das trocas. Ela tem impacto nas decisões econômicas cruciais e conseqüentemente no tamanho do produto.

Outro exemplo pode ser retirado da perspectiva schumpeteriana. Dizer que a moeda é neutra significaria também menosprezar os efeitos que a redistribuição do poder de compra, pela via do crédito, pode ter na economia, mesmo no longo prazo. Ciente desses efeitos, e preocupado com uma dinâmica econômica, ao invés de uma análise estática, Schumpeter (1961, p. 126) declararia que o “mercado monetário é sempre uma espécie de quartel general do sistema capitalista” e que portanto “a principal função do mercado monetário ou de capital é a negociação de crédito com o propósito de financiar o desenvolvimento”. Nesse aspecto, para Schumpeter (1961), é essencial que exista um mecanismo de transferência de riqueza entre os atuais possuidores dos meios de produção e o agente que servirá à produção de novas combinações, quebrando assim o ciclo fluxo circular da renda estabelecido. Isso se dá através da criação de novo poder de compra a partir dos bancos. Esse poder de compra será provado em sua efetividade se o criador de novas combinações for bem sucedido. Isso, por sua vez, poderá promover disrupção do fluxo circular da renda e das combinações postas em prática, visto que produtores de combinações antigas podem não sobreviver ao novo mercado.

A visão do dinheiro, trazida por Marx, é bastante diversa das demais correntes heterodoxas. Prevalece, em comum às demais, a interpretação de que o dinheiro em sua obra não é neutro. Não só o dinheiro é a forma mais abstrata possível de riqueza material, como também, é categoria essencial como medida de riqueza. Na circulação, Marx (2010) não considera que a moeda seja apenas um lubrificante facilitador de trocas: “A

circulação de mercadorias difere da troca direta de produtos (escambo), não apenas na forma, mas na substância” (MARX, 2010, p. 122). A teoria do dinheiro de Marx também é essencial para que se compreenda os efeitos que o crédito pode produzir na economia. Conforme ensina Suzanne de Brunhoff (1978), a teoria da moeda em Marx não é uma teoria que opõe os lados real e monetário da economia. Pelo contrário, segundo a autora, a moeda é, em Marx, uma relação social de produção que participa de todas as demais relações capitalistas de produção. Contudo, a moeda, com todas as suas particularidades, participa “nessas relações à sua maneira, subsistindo sob a sua forma de moeda”. Assim, “o problema monetário consiste justamente em saber o que significa essa estranha maneira de ser da moeda, inseparável e distinta das outras relações características” (BRUNHOFF, 1978, p. 13).

Destacar essa diferença específica da moeda é o trabalho que Marx procurou realizar, e, certamente, isso traz algumas características às quais deve se atentar para a sua adequada compreensão. Brunhoff (1978), entre outros aspectos positivos em sua obra, sugere uma interessante constatação segundo a qual em Marx existe uma “teoria geral da moeda”, que seria válida para qualquer regime no qual há a produção de mercadorias em regime de divisão de trabalho. E, ao lado desta, existiria também a teoria da moeda específica ao modo de produção capitalista, intimamente conectada ao crédito e ao capital. A autora ensina, ademais, caso não se realize essa separação, pelo menos no plano da exposição, há o risco de se confundir dinheiro com capital ou com uma mercadoria qualquer (BRUNHOFF, 1978, p. 17).

O que este ensaio objetiva fazer é caracterizar a passagem do dinheiro ao crédito compreendendo que esse processo é subsumido ao capital. Por isso, essa passagem tem que levar em consideração que todo o dinheiro, em sua submissão ao capital, é capital em potencial e com isso se abre a possibilidade de formação de capital fictício. Para fazê-lo, primeiro fazemos uma breve caracterização da teoria geral da moeda em Marx, conforme a sugestão de Brunhoff (1978). Posteriormente, com o intuito de remover da teoria geral da moeda as suas características trans-históricas em direção a uma análise da moeda especificamente capitalista, analisa-se o processo de transformação do dinheiro em capital. Após isso, analisa-se o papel do crédito na produção capitalista e discute-se brevemente o processo de formação do capital fictício. Esse processo de

generalização do crédito é intimamente conectado com o desenvolvimento do modo de produção capitalista e por isso também o é a forma de desenvolvimento do dinheiro e outros ativos financeiros que podem ou não ser capital fictício. A tônica dessa transformação é a predominância do chamado dinheiro de crédito sobre as formas de dinheiro predominantes na teoria geral da moeda.

2.1 Uma teoria abstrata do dinheiro

Quando Marx (2010) dá início à sua discussão sobre a mercadoria, ele apresenta, inicialmente, os fatos da aparência de um modo de produção repleto de abstrações no plano da exposição. Na análise econômica, afirma Marx (2010, p. 8), “não há utilidade nem em microscópios nem em reagentes químicos (...) a força da abstração deve substituir ambos”. A abstração fundamental dessa parte inicial de sua exposição é a de que esse modo de produção funciona a partir da produção de mercadorias em um ambiente no qual os produtos são “resultado de diferentes formas de trabalho, cada uma sendo executada de forma independente e por conta de indivíduos privados” (MARX, 2010, p. 52). Ao desvendar progressivamente a aparência desse movimento, Marx constata as categorias valor de uso, valor de troca e valor. Constata que valor somente pode ser uma relação social. Constata também que, como valores, as mercadorias nada mais são do que parte do trabalho total de uma sociedade, indiferenciado, e considerado sob o aspecto de sua grandeza quantitativa. Marx diferencia, portanto, trabalho concreto de trabalho abstrato.

Tendo chegado a esse ponto, na exposição, Marx (2010) faz a viagem inversa. A partir dessa primeira decomposição da mercadoria em suas categorias fundamentais, deve-se fazer a viagem de volta: parte-se dessas categorias mais essenciais à aparência. Isso é a tentativa de descobrir porque motivo o valor apenas pode se manifestar por valores de troca. E para fazê-lo, Marx (2010) considera a manifestação mais básica da forma valor – aquela em que constata que duas mercadorias diferentes em quantidades diferentes entram em relação de equivalência: a forma simples ou acidental de valor. A partir de aí, desdobramentos lógicos o permitem chegar à forma dinheiro. Essa forma dinheiro, obtida por esse procedimento analítico é a base para a sua análise fundamental

das funções do dinheiro e de suas características. Marx (2010) remove o invólucro místico e coloca o dinheiro como uma forma valor.

Suzanne de Brunhoff (1978, p. 16) indica que é nesse tipo de abstração, ainda sem a caracterização de fatos específicos ao modo de produção capitalista, como a presença de capital e de mais-valia, é que se desenvolve o que chama de teoria geral da moeda em Marx. Essa teoria geral teria validade não apenas para as sociedades na qual predomina o modo de produção capitalista, mas também para sociedades onde há produção de mercadorias em um regime de divisão de trabalho. A sua generalidade ao mesmo tempo em que aponta para importantes paralelos é também a indicação de sua insuficiência. Brunhoff (1978), contudo, se opõe ao procedimento de se ir diretamente ao dinheiro em sua forma capitalista, como teria sido o caso, para ela, na análise de Hilferding. Para Brunhoff (1978), não considerar a diferença entre a teoria geral e a específica da moeda é a base para a confusão entre dinheiro e capital²⁷. Dinheiro e capital são potencialmente coincidentes em uma economia capitalista mais avançada, com o sistema de crédito desenvolvido, mas não existe uma relação de necessidade nessa coincidência. Aliás, nos momentos de crise é quando a fissura entre as formas se torna mais acentuada. “No primeiro sintoma da crise, o crédito derrete (...) ele abandona as transações nas quais ainda seria indispensável” (LUXEMBURG, 2020, p. 11).

Por conta dessa não-congruência potencial, ter em mente as funções específicas do dinheiro para o modo de produção capitalista e as suas funções gerais é de grande utilidade. Deve-se lembrar que Marx (2010, p. 8) anunciou o problema da forma valor e do dinheiro com as seguintes palavras: “a forma valor, cuja forma mais desenvolvida é a forma dinheiro é muito elementar e simples. Não obstante, a mente humana tem buscado, por mais de 2.000 anos, compreendê-la a fundo”. O autor, portanto, tentou beber de fontes pré-capitalistas para compreender a forma geral do dinheiro, afinal, é uma categoria que antecede historicamente o atual modo de produção predominante.

²⁷ A autora tem razão ao expor o risco da confusão entre dinheiro e capital. Essas categorias podem coexistir não só no mesmo modo de produção quanto coincidir no tempo e no espaço. Essa coexistência, contudo, embora possível, não é necessária. Prevenir essa confusão é importante. Contudo, há que se considerar o nível de abstração a que uma determinada obra se propõe: pode ser que a discussão tenha mais concretude, já considerando algumas das descobertas de Marx como dadas. Hilferding (1987), por exemplo, embora discuta as causas do surgimento do dinheiro e sua utilidade, tem como centro de sua discussão o modo de produção capitalista em uma fase mais desenvolvida. E como se inspira em Marx, toma como dadas as discussões mais abstratas da forma valor.

Existe, por isso, um debate considerável acerca dessa abstração realizada por Marx no Livro I de *O Capital*: ela é de natureza histórica ou lógica? No bojo da chamada nova leitura de Marx, que defende que o dinheiro necessariamente tem que anteceder a existência do valor, geralmente entende-se esse procedimento de abstração como lógico. Reichelt (1970), Backhaus (1997), Heinrich (2006) e Elbe (2010) estariam entre os seus proponentes. Por outro lado, os autores que entendem que o valor é que antecede o dinheiro, como Kurz (2012) e Lewed (2016), costumam associar essas passagens iniciais de Marx como uma descrição histórica. Brunhoff (1978) entende que os motivos do estabelecimento dessa teoria geral da moeda é oriundo das duas naturezas: motivos históricos e lógicos. Históricos porque o uso do dinheiro e a maioria das suas funções foram estabelecidas anteriormente ao modo de produção capitalista. Os motivos também seriam lógicos porque permitiriam, na análise do modo de produção capitalista, a realização da oposição entre a teoria monetária geral e a teoria monetária específica nas suas interações com o capital em processo de acumulação. Isso também atesta, por outro lado, a insuficiência de se analisar a teoria da moeda apenas a partir da descrição inicial realizada por Marx. Para Germer (1997, p. 109), aliás, é um erro esperar que a seção I do livro primeiro de *O Capital* seja capaz de oferecer a teoria monetária completa de Marx. Para o autor, esta análise deve ser complementada pelo conteúdo exposto nos *Grundrisse* e no terceiro volume de *O Capital*, porque lá se encontram discussões mais concretas que já pressupõem a submissão do dinheiro ao capital.

A investigação do dinheiro por Marx (2010) no primeiro livro de *O Capital* não depende da tentativa de se encontrar uma mercadoria especial cuja característica seja a de manter a estabilidade na reflexão dos preços das outras mercadorias. O enigma do dinheiro é resolvido no próprio contexto de sua teoria da mercadoria. Sua conclusão, após haver desdobrado todas as diferentes formas valor é a de que “a simples forma mercadoria é portanto o germe da forma dinheiro” (MARX, 2010, p. 81). A implicação principal dessa conclusão é que o dinheiro não é portador de nenhuma propriedade imaterial especial. Ele pode ser reconduzido à forma simples do valor. A forma simples do valor nada mais é do que a constatação de que duas mercadorias cujas quantidades e valores de uso, sendo distintos, possuem algo em comum que as torna intercambiáveis. Uma é a manifestação corpórea do valor da outra, sendo, por isso, o valor de troca da

outra. Na troca, portanto, essas duas mercadorias heterogêneas se efetivam como iguais e são capazes de expressar um conteúdo comum a ambas, mas diferente de ambas caso sejam tomadas singularmente. O valor, de acordo com Heinrich (2012, p. 58),

não pode ser apreendido no interior de um valor de uso individual; ele só obtém uma forma tangível na expressão de valor: a mercadoria que aparece como a forma equivalente (mercadoria B) agora tem o status de ser a encarnação do valor da mercadoria na forma relativa do valor (mercadoria A).

Como se dá o salto dessa forma simples, mas que revela um terceiro conteúdo, para a forma dinheiro? O salto se dá através da progressiva generalização das formas valor. Partindo da forma simples valor, basta desdobrá-la que o resultado obtido será, inicialmente, que uma mercadoria A, pode ter seu valor medido em vários outros valores de troca. A isso, Marx (2010) nomeia forma do valor relativa expandida. Se ao invés de se medir o valor de uma mercadoria com todos os outros valores de troca existentes, destaca-se uma mercadoria para essa função, e mede-se nela o valor de todas as demais, tem-se a forma geral do valor. Qualquer mercadoria que se encontra na forma equivalente (aquela que fornece o corpo de medida de valor, que seria equivalente a chamá-la posição de equivalente) na forma geral do valor tem a potencialidade de ser dinheiro. Ela já mede o valor de todas as demais. A depender do contexto concreto, existirá uma mercadoria que o processo de circulação real destacou como equivalente geral. Na história ocidental, é comum que tal processo tenha designado um metal precioso para essa função²⁸. Nesse caso, tem-se o resultado reluzente da forma dinheiro. Ao se descobrir logicamente a forma equivalente geral, finalmente, pode-se definir que toda a expressão de valor na qual o polo equivalente está a forma dinheiro, constitui forma preço (MARX, 2010, p. 72).

Esse raciocínio, cujo resumo neste ensaio pode trazer a aparência de ser mais simples do que é, é o procedimento inicial realizado por Marx (2010) para remover boa parte do misticismo envolvendo o dinheiro. Segundo o pensador alemão, essa tarefa teria sido algo que a Economia Política jamais sequer se colocou como questão. Até certo ponto, entretanto, da perspectiva do conteúdo, em seu aspecto quantitativo, a Economia Política foi capaz de se aproximar de uma compreensão do valor. De outro lado, jamais

²⁸ Vilar (1974, p. 31) destaca que a mera presença de metais preciosos não é suficiente para que sejam alçados à posição de moeda.

se questionou, segundo o entendimento de Marx, indagações fundamentais acerca da forma valor que em última instância conduzem à possibilidade da emersão de uma mercadoria como dinheiro: por qual razão os produtos do trabalho humano, produzidos como mercadoria sob o modo de produção capitalista assumem essa forma?

A Economia Política, de fato, analisou, mesmo que de forma incompleta, o valor e a sua magnitude e descobriu o conteúdo que se esconde abaixo dessas formas. Ela jamais, contudo, se colocou a questão do porquê o trabalho ser representado pelo valor de seu produto e o tempo de trabalho pela magnitude desse valor (MARX, 2010, p. 91).

A resposta desse porquê está na própria organização da sociedade. Segundo Heinrich (2012, p. 76), a objetividade do valor está no fato de que os seres humanos “produzem coisas de maneira privada e as trocam” e que “essa correlação não é aparente nem para a consciência cotidiana nem para os economistas políticos”. O restante da eliminação do misticismo do dinheiro, diante da perspectiva da Economia Política que não o supera, é realizado por Marx (2010) através da análise do fetichismo da mercadoria. O comportamento aparentemente autônomo das mudanças de valor de troca, em especial refletidas no corpo do dinheiro, é algo que necessariamente escapa aos produtores atuantes em um regime de divisão de trabalho. O valor é uma categoria cuja materialidade é puramente social. Desse modo, “é apenas ao serem trocados que os produtos do trabalho adquirem, como valores, um status social uniforme, distinto das suas variadas formas de existência como objetos úteis” (MARX, 2010, p. 84).

Até que o momento da troca chegue não se sabe ao certo qual é o valor de uma mercadoria, e, portanto, como a forma preço é a expressão de um valor no corpo da mercadoria dinheiro, seu movimento parece ser autônomo em função do dinheiro mesmo. Esse é um importante lado quantitativo do fetichismo da mercadoria: as proporções de troca podem até aparentemente serem fixadas pelo costume, mas as “quantidades variam continuamente, independentemente do desejo, previsão e ação dos produtores” (MARX, 2010, p. 85). E, por paradoxal que pareça, a descoberta científica da existência do fetichismo, e da descoberta da constituição dos valores apenas a partir da materialidade social de trabalho indiferenciado, em nada altera o seu movimento objetivo. O fetichismo da mercadoria afeta a capacidade de se captar o movimento real do valor como relação social, mas ele nada mais é do que a expressão objetiva e necessária de um mercado em funcionamento. O fetichismo, nesse aspecto, deriva do simples fato de

que o valor não é determinado em uma unidade produtiva individual, mas em seu conjunto, e é continuamente sujeito a revoluções de valor.

Se de um lado, essa discussão traz o dinheiro para o terreno das mercadorias, despindo-o, pelo menos em parte, de seu invólucro místico, de outro, abre-se um desafio para a compreensão de suas formas aparentemente menos próximas características típicas das mercadorias. O dinheiro tem propriedades especiais que o difere das demais mercadorias comuns. Segundo Brunhoff (1978), discutir as propriedades especiais do dinheiro e suas funções é um procedimento que deve ser feito após a sua natureza ser apresentada. Isso faz com que a essência do dinheiro não seja ofuscada pela perspectiva funcionalista – isto é, a que explica o dinheiro por suas funções. Nesse aspecto, e em particular no que a autora chama de teoria geral da moeda, o dinheiro aparece em sua plenitude ainda sob a forma mercadoria. “A condição para que o ouro desempenhe o papel de moeda em relação às outras mercadorias é que ele tenha previamente desempenhado perante elas o papel de mercadoria” (BRUNHOFF, 1978, p. 18). Nesse aspecto, o desenvolvimento lógico pode coincidir com o desenvolvimento histórico, mas essa não é a regra.

Antes de se apresentar a discussão sobre as funções do dinheiro no contexto dessa teoria geral, e como essas potencializam a formação de uma ponte para as funções tipicamente capitalistas, deve-se considerar o porquê de, pelo menos a nível geral, ser necessário que o dinheiro seja, pelo menos em algum momento histórico, uma mercadoria²⁹. À altura da escrita de *O Capital*, Marx já havia se debruçado sobre outra

²⁹ Existe um debate sobre a chamada desmaterialização do dinheiro em tempos atuais. Esse debate foge ao escopo deste texto, porém duas posições distintas a seu respeito podem ser encontradas em Germer (1997) e Paulani e Müller (2010). Germer (1997) acredita na posição segundo a qual o dinheiro tem que ser mercadoria para poder ser portador de valor e a partir de aí atuar como medida de valor. “Deve-se notar que, uma vez definido o dinheiro como uma mercadoria especial convertida em equivalente geral de valor, é incorreto dizer que a teoria de Marx é uma teoria do ‘dinheiro-mercadoria’, pois o termo ‘dinheiro’ já o define como uma mercadoria, e por outro lado, na teoria de Marx, não há dinheiro imaterial, apenas formas derivadas do dinheiro para exercerem algumas das suas funções, como por exemplo o dinheiro de crédito. É correto, porém, designar a mercadoria que funciona como dinheiro com a expressão ‘mercadoria-dinheiro’, que no capitalismo acabou sendo o ouro. (GERMER, 1997, p. 111).

Paulani e Müller (2010, p. 815), por sua vez, acreditam que “o desenvolvimento histórico foi realizando aquilo que já estava inscrito em sua estruturação lógica: a posição de um dinheiro mundial (dinheiro pleno, portanto, não apenas meio de circulação) que é um puro signo, cujo significado é dado antes pela relação com outros signos dentro do sistema monetário mundial, do que por sua relação com qualquer mercadoria, tangível ou intangível, produzida pelo trabalho. Em outras palavras, hoje, um signo que não é mais representante explícito do valor (como o era o dólar americano até antes de 1971) funciona também como

possibilidade: a tese do dinheiro-trabalho, proposta por Gray e com amplo acolhimento em círculos socialistas europeus dos mais variados (YUKI, 2021). A ocasião desse contato se deu durante a redação dos *Grundrisse*. Nesse texto, Marx (1987) parte das críticas efetuadas por Alfred Darimon ao sistema monetário da época cuja principal característica negativa seria o fato de os metais preciosos terem um privilégio sobre as demais mercadorias. Para Darimon, esse privilégio faria com que drenagens repentinas de reservas metálicas nos bancos trouxessem problemas econômicos de desorganização da produção. Por isso, esse privilégio seria o principal responsável por todas as crises econômicas, incluindo a que se desenrolava em meados da década de 1850. Segundo De Deus (2010, p. 104), contudo, para Marx, o “comportamento dos bancos, em situações extremas, representa apenas um sintoma do mercado de dinheiro, que envolve um conjunto maior de agentes, notadamente os capitalistas”.

Isso indica que, em Marx, embora a estrutura do sistema monetário seja importante, reformas monetárias são incapazes, especialmente no longo prazo, de contornar o problema da eclosão de crises no modo de produção capitalista. Aliás, mais do que um sintoma, a crise é parte constitutiva do modo de produção capitalista (GRESPLAN, 2012). O movimento do sistema monetário, embora tenha uma relação dialética com a esfera da produção, e apesar de portador de uma relativa autonomia (MOLLO, 2011), se reformado, não transforma por si só as condições de produção. Essa é a primeira conclusão de seu debate com Darimon.

Estabelecida essa impossibilidade, Marx passa a discutir diretamente as teses de Gray, criticando a sua proposição de substituição do dinheiro-trabalho como mecanismo eficiente para evitar o suposto privilégio aos metais preciosos apontado por Darimon. Ao se confrontar com esse tema, Marx (1987) tem a oportunidade de demonstrar que entende que a determinação dos preços pelos valores não pode ser uma relação mecânica. “O preço de venda das mercadorias é o resultado de um processo permanente de interação entre as esferas da circulação e produção” (PAULA, 2000, p. 487). A tentativa de fazer com que o dinheiro represente o tempo de trabalho parte do problemático pressuposto que os trabalhos são homogêneos (YUKI, 2021, p. 45).

dinheiro mundial. Abre-se com isso o terreno para a posição plena da mercadoria capital, do capital portador de juros, última figura, e a mais alienada, mistificada e fetichista, segundo Marx, do próprio capital”.

Embora os trabalhos, quando qualificados como abstratos, tenham o caráter de homogeneidade, essa homogeneidade só pode ser confirmada em sua relação de valor que é uma relação social. A teoria do dinheiro-trabalho, ao contrário, se baseia em uma suposta homogeneidade empirista, e assim, se requer que o tempo de trabalho executado em uma unidade produtiva corresponda ao tempo de trabalho socialmente necessário.

O problema é que, no processo de circulação, ao se confrontar uma mercadoria com o dinheiro, não se confronta a mercadoria com o tempo de trabalho necessário para a sua produção particular, mas sim com o tempo de trabalho socialmente necessário associado à dinâmica conjuntural da circulação. O preço, então, tem de refletir não apenas as condições de produção, mas também condições de mercado. De Deus (2010) destaca o problema da proposição de Gray nesse contexto: ao mesmo tempo em que o suposto dinheiro-trabalho tenta expressar o valor de uma mercadoria ele não pode fazê-lo porque é a tentativa de fazer do valor um preço. “Os valores não podem ser a medida dos preços, necessitam de outro padrão de medida que não eles mesmos. Existe, portanto, uma diferença real entre valor e preço, não apenas nominal” (DE DEUS, 2010, p. 106). Segundo Germer (1997, p. 112), Marx demonstraria nesse texto que o valor das mercadorias não pode “ser diretamente representado no tempo de trabalho particular contido em cada mercadoria, mas apenas em trabalho abstrato ou social médio, mas este só pode apresentar-se indiretamente, sob a forma de uma mercadoria”. É preciso que uma mercadoria, ao nível da teoria geral da moeda, assuma o papel no processo de troca e que tenha a função de representar, socialmente, os valores das demais, assumindo a forma de equivalente geral.

Em suma, ao investigar sobre a teoria geral da moeda, Marx está ao mesmo tempo apreciando as funções do dinheiro em um regime abstrato de circulação simples (BRUNHOFF, 1978). Inicialmente, o dinheiro não atua por meio de símbolos. Marx (2010, p. 103) utiliza o dinheiro, nesta abstração, como “mercadoria dinheiro”. Se as mercadorias têm a capacidade de expressar o valor das outras em seus próprios valores de uso, significa que, potencialmente, deriva da forma mercadoria a capacidade de desempenhar a função medida de valor. Embora todas as mercadorias possam realizar essa função, torna-se muito mais conveniente que sejam realizadas por mercadorias que tenham a

propriedade de serem qualitativamente uniformes, fracionáveis, capazes de representar significativas quantidades de valor em pequenos montantes físicos e quantitativamente comparáveis. Os metais preciosos possuem essas características em seus valores de uso. Porém, não é o dinheiro “que torna as mercadorias comensuráveis (...), é bem o contrário” (MARX, 2010, p. 104). O fato de serem mercadorias, e portanto portadoras do valor de troca, inscreve nas mercadorias a sua comensurabilidade, que deriva do fato de serem produto de trabalho humano indiferenciado. Para Rosdolsky (1977, p. 139), “apenas uma mercadoria de verdade, um produto real do trabalho pode funcionar como medida de valor”.

Por conta de suas características físicas e do processo social que os destaca para as funções monetárias, os metais preciosos também facilitam a emergência do padrão de preços. O dinheiro é “medida de valor enquanto é encarnação socialmente reconhecida do trabalho humano; é padrão de preços na medida em que é um peso de metal fixado” (MARX, 2010, p. 107). À medida em que o costume começa a fixar, ainda que de forma não definitiva, os valores de troca no corpo da mercadoria que constitui a moeda, os seus pesos passam inicialmente a servir de padrões de preços. A função de padrão de preços é fundamental para que considerações acerca de preços relativos se torne possível. O dinheiro serve assim, como “dinheiro de conta” (MARX, 2010, p. 110). O requisito para que um padrão de preços surja é que as mercadorias sejam intercambiáveis diretamente pelo dinheiro, e que a mercadoria dinheiro seja utilizada como uma medida ideal (MARX, 2010, p. 133) – no sentido de ser utilizada por uma representação mental como medida – do valor. Mas, para Marx (2010), embora uma propriedade decorra da outra, elas não são idênticas. Isso abre a possibilidade de se precificar mercadorias, através de seu preço ideal, mesmo antes que as mercadorias cheguem ao mercado. Se o mercado confirmará ou não a validade social desse preço, somente se poderá saber quando for realizada ou não a sua venda e a qual preço. Nas palavras de Marx (2010, p. 134), são incorretas as hipóteses segundo as quais “mercadorias se encontram sem preços (...) quando elas entram pela primeira vez na circulação”. Essa medida ideal de valor – preço ideal – é o que permite que uma unidade capitalista execute sua produção antes de a levar ao mercado, quase como uma espécie de formação de expectativa.

A segunda função do dinheiro é a de servir de meio de circulação. É nesse ponto que Marx (2010) consegue estabelecer qual é a forma de circulação que é adequada a à abstração no modo de se produzir mercadorias inscrito na primeira parte de *O Capital*. Trata-se da chamada circulação simples, M–D–M. Esse circuito demonstra que “o movimento das mercadorias é um circuito” (MARX, 2010, p. 124). De acordo com Brunhoff (1978, p. 27), é através da circulação, quando a moeda passa a efetivamente substituir, em movimento, as demais mercadorias que se trocam, é que se pode obter a dimensão completa da função de expressar preços. Esse movimento se dá a partir da constante tentativa, sem garantias de sucesso, de se vender as mercadorias por parte de seus proprietários. Nesse ponto da exposição, a causalidade é: o movimento das mercadorias é que provoca o movimento do dinheiro, e não o contrário (MARX, 2010, p. 126).

É de grande importância, para que esse movimento ocorra, que as quantidades de moeda em circulação sejam adequadas ao volume de mercadorias e seus preços. Para analisar esse problema, Marx (2010) fixa o valor da moeda mercadoria de referência e passa a investigar os movimentos da quantidade de dinheiro em circulação. Como os preços se referem ao valor de troca de todas as demais mercadorias no corpo da mercadoria monetária, Marx (2010, p. 129) chega a conclusão de que a quantidade de dinheiro em circulação é proporcional ao preço dessas mercadorias. De outro lado, na medida em que Marx entende que uma mesma peça monetária é capaz de fazer circular um dado valor total em um período, ele conclui que a quantidade de dinheiro necessária é inversamente proporcional à quantidade de trocas de mão que uma determinada quantidade de dinheiro é capaz de realizar. Assim, ele extrai a seguinte relação: “a quantidade de dinheiro funcionando como meio circulante é igual à soma dos preços das mercadorias dividido pelo número de movimentos realizadas por moedas da mesma denominação” (MARX, 2010, p. 130). Marx (2010), ademais, denominou esse número de movimentos realizados por moedas de mesma denominação de velocidade do dinheiro.

Uma leitura mais apressada poderia indicar que existe uma certa proximidade entre essa proposição e a teoria quantitativa da moeda. A equação da teoria quantitativa da moeda, formalizada apenas no século XX por Fisher (BRUNHOFF, 2005, p. 214), é dada por

$$MV = PY$$

onde M é a quantidade de dinheiro, V é a velocidade de circulação, P é um nível médio de preços nominais e Y é o produto total. Essa relação implica que a quantidade de moeda multiplicada pela velocidade de circulação seria igual aos níveis de preço médio multiplicados pelo produto. Embora haja quatro variáveis, a causalidade se dá em torno de apenas duas. Isso porque “a lei de Say supõe que tanto Y quanto M são fixados exogenamente” (LAPAVITSAS, 2017 p. 60). Para os proponentes da teoria quantitativa da moeda, o nível de preços era determinado exogenamente pela quantidade de dinheiro. Marx (2010), influenciado pela *Banking School* (LAPAVITSAS, 2017) entende que a causalidade é reversa. É os preços das mercadorias que determinam o montante de meio circulante necessário para fazê-las circular. Para Marx (2010), essa inversão de causalidade não tem a ver com a flexibilização da rigidez da velocidade de circulação.

O motivo está no fato de que “mercadorias e capital dinheiro, independentemente de suas múltiplas peculiaridades, são, no final das contas, mercadorias e dinheiro” (LAPAVITSAS, 2017, p. 63). Se é esse o caso, mercadorias e dinheiro derivam os seus valores do tempo de trabalho socialmente necessário para a sua produção. Os preços são uma manifestação dessa relação de valor entre eles existente considerados aspectos da circulação. Portanto, a quantidade de dinheiro, por si só, não poderia afetar a formação dos preços – em uma situação abstrata, na qual os desvios de preços são abstraídos, somente as revoluções de valor seriam capazes de fazê-lo. Mas, talvez, fosse possível alegar que quando se torna mais fácil produzir metais preciosos, então, ao mesmo tempo em que se tornam mais abundantes no mercado, menor é o seu valor porque é menos custoso em termos de tempo de trabalho socialmente necessário para que sejam produzidos. Nesse caso, somente nesse caso emergiria um quantitativismo aparente. Entretanto, um argumento como esses desconsidera o papel do entesouramento. Esse entesouramento, contudo, é completamente diferente da formação de reservas oriundas do movimento de acumulação de capital. Aqui ainda se fala de uma economia de produtores privados independentes em um regime de circulação simples de mercadorias.

Quem promove o entesouramento, nessa abstração, não pode ser considerado como a personificação de um agente capitalista. Seu imperativo é outro: não é acumular, mas agir de acordo com o “evangelho da abstenção” (MARX, 2010, p. 144). Segundo Brunhoff (1978, p. 37), o entesouramento só faz sentido na medida em que o dinheiro funciona como medida de valor e meio de circulação. Caso contrário, de acordo com a autora, os agentes interessados em reter metais preciosos não o fariam puramente pelas suas qualidades monetárias, mas também por suas características de mercadorias, portadoras do valor. Também de acordo com Brunhoff (1978), isso tem a ver com o poder do dinheiro de, ao se posicionar perante todas as demais como seu equivalente geral, ser capaz de ser conversível em qualquer mercadoria de forma imediata. Para a autora, isso implicaria que, mesmo nessa abstração, a moeda não pode ser considerada neutra, porque existe uma relação de hierarquia imposta às demais mercadorias, pelo poder exclusivo da moeda de se converter-se em todas elas³⁰.

Porém, nessa abstração de organização da produção, qual seja dos produtores independentes de mercadorias, o agente entesourador tem uma função reguladora, mesmo que involuntária, porque em uma economia desse tipo deve existir uma quantidade de metal maior do que a necessária para a circulação. “Essa massa deve, portanto, ser capaz de expandir-se ou contrair-se” (MARX, 2010, p. 144). Esse processo contínuo responde ao movimento dos preços. Aumentam-se os preços, parte terá que ser removida dos tesouros e entrar na circulação, e vice-versa. O aumento dos preços das mercadorias é o aumento da relação de valor existente entre as mercadorias e o dinheiro. Reduz-se o valor do dinheiro, por conta do aumento da produtividade na mineração por algum motivo qualquer, aumenta-se a quantidade de dinheiro necessária

³⁰ Embora seja uma análise que em parte chega até a maturidade de Marx em *O Capital*, a temática do poder do dinheiro é absolutamente central em suas formulações juvenis quando se deram seus primeiros contatos com a Economia Política, registrados nos Manuscritos de 1844, redigidos em Paris. Nesse texto, cujo teor principal é o estabelecimento de uma análise dos impactos da existência do dinheiro diante de uma essência humana, o autor estabelece que a propriedade, considerada à parte de sua forma estranhada, é a “existência essencial de objetos para o ser humano, tanto como objetos de fruição quanto como objetos de atividade” (MARX, 1975, p. 322). E a partir disso, Marx constata o caráter universal do dinheiro como sendo a mediação necessária para a apropriação de todos esses objetos essenciais, capaz de ser um prolongamento exterior às qualidades humanas. Se é verdade que algumas das ideias, e até mesmo citações, dessa formulação chegam até *O Capital*, de outro lado, na formulação madura, há um destaque maior para o caráter universal do dinheiro.

para circular uma mesma quantidade de valor, e, assim, mais peças metálicas serão chamadas a circular.

Esse processo de circulação das peças monetárias diante da circulação das mercadorias abre uma possibilidade: pode ocorrer um desgaste físico das peças monetárias na medida em que passam de mão a mão. Elas passam a perder massa, e com isso o seu peso nominal não necessariamente coincide com o seu valor real. E não obstante, pelo menos por algum tempo, elas são capazes de realizar seu valor nominal. O peso indicado da moeda torna-se um símbolo de si mesmo por conta dessa discrepância: “suas funções se tornam totalmente independentes de seu peso, e conseqüentemente de todo o valor” (MARX, 2010, p. 136). “Esse fato implica na possibilidade latente de substituir moedas metálicas por fichas [ou símbolos] de algum outro material, por símbolos servindo com o mesmo propósito que moedas” (MARX, 2010, p. 136). Ao tratar desse tipo de substituição, contudo, Marx (2010) tenta deixar claro que não se trata ainda de circulação com base em crédito, porque, essas condições ainda são totalmente desconhecidas a essa altura da exposição. Abre-se a possibilidade de se substituir a moeda por papel, mas apenas no que se trata de usá-los para continuamente operarem como meios de circulação, sem desempenharem outras funções (MARX, 2010, p. 139). E, apenas nesse caso, existe uma relação meramente quantitativa entre duas grandezas: a quantidade de papel emitido representa a totalidade da moeda mercadoria em circulação. Se se emite, por exemplo, o dobro da quantidade de papel que deveria ter sido emitido, então a representação de cada libra em papel por exemplo, equivalerá ao de meia libra no caso da emissão proporcional de um para um do papel. “Esse símbolo deve ter uma validade social por si mesmo, e esse símbolo de papel adquire [essa capacidade] por seu curso forçado” (MARX, 2010, p. 139).

A análise sobre a função meio de pagamento do dinheiro, no contexto da apresentação do tema no livro primeiro de *O Capital*, é a primeira oportunidade que Marx (2010) tem de 1) apresentar alguns traços de seu pensamento sobre o crédito, mesmo que sob as rígidas abstrações dos produtores independentes de mercadorias; e 2) especular sobre possibilidades de crise decorrentes dessa mesma função. No curso normal da circulação, em condições minimamente desenvolvidas, existe a possibilidade que o circuito M–D–M não se complete imediatamente. Na verdade, existe a possibilidade

de que a simples passagem M–D não oponha no mesmo espaço e tempo dinheiro e mercadoria, fazendo com que “a alienação das mercadorias se torne separada, por um intervalo de tempo, da realização de seus preços” (MARX, 2010, p. 145). Esse processo de diferir no tempo faz com que, de um lado, o dinheiro continue com sua função de medida de valor, mesmo que não presente de maneira corpórea no ato da troca. Desse modo, ele funciona, antes, como medida ideal. De outro, ele o dinheiro só participa corporalmente na transação em outro ponto futuro no tempo (MARX, 2010, p. 150).

No momento em que o dinheiro entra na transação para saldar as transações é o momento em que cumpre a função meio de pagamento. “O dinheiro de crédito se origina diretamente da função de dinheiro como meio de pagamento” (MARX, 2010, p. 150). E a presença do dinheiro atuando como meio de pagamento, por sua vez, tem um impacto na determinação acerca da quantidade de dinheiro que é necessária aos movimentos da circulação. Agora, dada a velocidade de circulação do dinheiro, não apenas a soma dos preços tem um papel na determinação da quantidade de dinheiro em circulação, mas também o saldo de pagamentos a vencer, considerada a velocidade na qual uma mesma peça monetária é capaz de saldar e percorrer em sentido reverso a cadeia de pagamentos (MARX, 2010, p. 149).

A crise como possibilidade surge nesse processo porque o “meio de pagamento entra na circulação, mas apenas depois que a mercadoria a deixou” (MARX, 2010, p. 147). O dinheiro não precisa mediar diretamente a transação, apenas a sua presença ideal ou esperada é suficiente para que ela ocorra. A contradição surge pelo fato de que, ao se separar as transações no tempo, também se separam as funções do dinheiro. Ele já serviu como medida de valor no momento de se realizar a passagem de mãos das mercadorias: serviu como dinheiro ideal. Mas, à medida em que os pagamentos não são saldados, e há a possibilidade de se prolongar a cadeia de pagamentos, tem-se a crise potencial à espreita. Agora a demanda geral da sociedade é direcionada a se obter o dinheiro como meio de pagamento, seja para saldar outras dívidas na própria cadeia de créditos e débitos, seja para realizar à vista o valor de alguma mercadoria vendida.

Brunhoff (1978, p. 44) destaca que com as funções já apresentadas, quais sejam, medida de valor (unidade de conta), padrão de preços, dinheiro como símbolo, entesouramento e meio de pagamento, Marx teria as bases de uma discussão sobre o

dinheiro no aspecto interno de alguma economia nacional. Nela, já se encontram, segundo a mesma autora, uma série de potencialidades analíticas para as funções especificamente capitalistas do dinheiro e do crédito. Mas, ainda trata-se de uma teoria geral da moeda, cujas características abstratas, ainda podem ser transplantadas, com as devidas mediações, para outros modos de produção. Como o objeto de estudos de Marx é o modo de produção capitalista, as bases deixadas da teoria geral da moeda precisam ser adequadas e desenvolvidas no contexto desse modo de produção.

Apenas para concluir a exposição das funções do dinheiro, ainda no contexto da abstração inicial de Marx, falta a análise sobre o dinheiro mundial. A função dinheiro mundial, contrariamente às funções domésticas, que podem ser substituídas por símbolos, segundo Marx (2010, p. 153), é aquela em que o dinheiro tem um modo de existência que “corresponde ao seu conceito ideal”. Isso porque é apenas nos mercados mundiais “que o dinheiro adquire a extensão total do caráter de mercadoria cuja forma corpórea é também a encarnação social imediata do trabalho humano abstrato” (MARX, 2010, p. 153). Todas as universalidades do dinheiro se realizam no mercado mundial: universalidade de medida de valor e de meios de pagamento. A sua incapacidade de ser substituída por símbolos na esfera internacional, segundo Marx (2010), é uma das causas pelas quais os países atuantes no comércio internacional dependem, naquele contexto, da formação de reservas metálicas. Para essa função, “a mercadoria dinheiro genuína, ouro e prata verdadeiros, é necessária” (MARX, 2010, p. 155). Nesse sentido, Marx (2010) contraria os ideais mercantilistas acerca da necessidade constante de superávit no balanço de pagamentos, porque, afirma ele, em uma economia capitalista desenvolvida, a presença de reservas é reduzida ao seu mínimo funcional necessário. No momento em que as reservas “estão absurdamente acima do seu nível médio, significa, com exceções, uma indicação de estagnação na circulação das mercadorias, de uma interrupção no fluxo de suas metamorfoses” (MARX, 2010, p. 156).

Estabelecidas as funções do dinheiro no escopo do que Brunhoff (1978) chama teoria geral da moeda, é preciso considerar um possível ponto de contato entre a Crítica da Economia Política e a Economia Política. Isso passa por se perguntar se a análise de modelos trans-históricos, como é o caso da teoria geral da moeda, é algo próprio do escopo da Crítica da Economia Política e, caso afirmativo, até qual extensão? Em suas

notas críticas ao método da Economia Política, na introdução aos *Grundrisse*, Marx (1987), indica que o método de proceder daquela ciência foi inicialmente, o de tentar decompor as formas reais e concretas em abstrações, isto é, decompor essas formas em conceitos cada vez mais simples. “Do concreto imaginado, se moveria a abstrações cada vez mais tênues até que se chegasse às mais simples determinações” (MARX, 1987, p. 37). Se esse caminho foi necessário, porque aos esforços iniciais da Economia Política não haveria outro caminho de acesso à realidade a não ser decompor esse concreto que se apresenta na prática e que é inicialmente acolhido no pensamento na sua forma mais imediata. Porém, superada essa fase inicial, é possível fazer o caminho de volta: reunir os momentos deduzidos e mais ou menos abstratos em “sistemas econômicos” (MARX, 1987, p. 37).

Agora, o concreto apareceria como um concreto não mais como categorias opacas diante da perspectiva da Economia Política, mas como o concreto pensado, rico em determinações obtidas através da realização desse caminho de volta. Marx (1987, p. 38) entende que esse caminho de volta é “o caminho cientificamente correto”. Embora, esse seja o caminho correto, é preciso compreender ademais, que sem o primeiro caminho, das deduções em abstrações, o segundo não é possível. O ponto de contato entre o “método da Economia Política” e o método que contém “o caminho científico correto” coloca um problema para se pensar a validade de uma teoria geral da moeda. De certa forma, a chamada teoria geral da moeda contém elementos não a-históricos sobre o dinheiro, mas, certamente, elementos trans-históricos, que perpassam, mais ou menos, múltiplas sociedades cumprindo funções, na perspectiva mais abstrata, idênticas. Certamente, em perspectiva mais concreta, quando a relação com a totalidade do modo de produção particular deve estar em mente, as funções específicas são diferentes. A que serve, portanto, uma teoria geral da moeda, que é, por definição, uma maneira abstrata de se conceber a moeda?

À parte do aspecto lógico, que requer o uso das abstrações como meio possível para se conduzir as pesquisas econômicas, Marx (1987, p. 39) realiza o seguinte questionamento: “mas essas categorias simples não possuem também uma existência histórica ou natural independente que precede às suas formas mais concretas?”. Marx (1987) entende que não existe uma resposta geral para esse problema. Há, ao longo de

sua obra, exemplos de funções da propriedade, por exemplo, que manifestam aspectos comuns e diferenciados ao longo das sociedades. O dinheiro também é uma dessas categorias. “Dinheiro pode existir e existiu na história antes do capital, dos bancos, do trabalho assalariado etc. existirem” (MARX, 1987, p. 39). E no caso específico do dinheiro, a forma mais simples precede a forma mais concreta, e é um caso em que o desenvolvimento lógico corresponde ao desenvolvimento histórico. Contudo, a coincidência entre esses desenvolvimentos não é necessária: há categorias para as quais se aplica, e há outras para as quais não se aplica. Como esse é o caso do dinheiro, a análise de formas abstratas, mesmo em uma sociedade onde a categoria já se desenvolveu ontologicamente para além das limitações impostas pela própria abstração, a abstração ainda pode servir de meio de acesso ao conhecimento dessa mesma categoria.

Se da perspectiva do método da Economia Política (e também de sua Crítica) esse método pode ser necessário. Por outro, ele também pode servir para ocultar o objeto real de análise. Mészáros (2009) destaca que os pressupostos necessários de um modo de produção – ou, em suas palavras, sistema socioeconômico – não se encontram num obscuro passado remoto. Pelo contrário, “eles constituem uma das dimensões mais vitais do *presente* em constante evolução” (MÉSZÁROS, 2009, p. 104). A história importa, e as conexões dos objetos com a totalidade também. É por essa razão que abstrações no estudo a partir da perspectiva da Crítica da Economia Política só possuem razão de ser se forem realizadas com o intuito de desvendar o movimento do modo de produção capitalista. Em suma, além dos aspectos gerais, é necessário o estudo dos fatores específicos a uma totalidade dada, ou seja, a compreensão da diferença específica da forma dinheiro em sua submissão ao capital, que só ocorre no modo de produção capitalista.

2.2 Uma análise concreta do dinheiro: dinheiro e capital

Em *O Capital*, Marx (2010) apresenta o tema da transformação do dinheiro em capital sob três perspectivas. Em primeiro lugar, tem-se a perspectiva que supera a abstração da circulação simples. Capital só é capital porque busca a eterna auto-

expansão. Essa é a discussão que tem como função na exposição marxiana a de anteceder o problema da mais-valia.

O segundo momento tem a ver com a discussão sobre a assim chamada acumulação primitiva. Dinheiro é o equivalente geral de todas as mercadorias. Quem é titular de sua propriedade, potencialmente tem acesso a todas as variedades de meios de produção. Contudo, o dinheiro que se converte em meios de produção só pode se transformar efetivamente em capital se as condições sociais objetivas estiverem postas: a separação força de trabalho e os meios de produção. Esse problema, que paradoxalmente os escritores europeus, na perspectiva de Marx (2010), não conseguiam enxergar em seu próprio continente, era por eles vislumbrado nas colônias. A moderna teoria da colonização descrita por Marx nada mais é do que a confissão, por parte desses autores, de que o modo de produção capitalista não surge como um processo natural, mas, histórico, e que esse processo histórico é marcado por violência e privações.

E, por fim, o que se pode chamar de terceira transformação do dinheiro em capital se dá no momento em que, com a produção capitalista minimamente consolidada e um relativo desenvolvimento do sistema de crédito. Nesse caso, todo o dinheiro é potencialmente capital porque ele pode ser utilizado por terceiros quando estiver em ociosidade, por exemplo, quando da acumulação de um montante de capital por parte de um capitalista, mas em quantidade ainda insuficiente para expandir sua produção. Nesse caso, é repassado via mecanismos de crédito a outros capitalistas. Assim, abole-se na prática a figura do entesourador, substituído pela do capitalista financeiro (MARX, 1998, p. 340). A forma capitalista do dinheiro é intimamente ligada ao crédito e representa a transformação potencial de todo dinheiro em capital.

2.2.1 Superando a abstração da circulação simples

A primeira transformação do dinheiro em capital, para Marx, envolve alguns aspectos centrais. Em primeiro lugar, a circulação de mercadorias é o seu ponto de partida (MARX, 2010, p. 157). Em segundo lugar, ao considerar que tanto dinheiro como capital são categorias pré-existentes ao modo de produção capitalista, Marx (2010) enxerga no comércio o germe da submissão completa do dinheiro ao capital. Trata-se da

simples consideração dos objetivos do comércio: comprar para vender. Desse modo, o dinheiro se torna ponto de partida e ponto de chegada. Do ponto de vista do agente individual tem-se o circuito D–M–D. Assim, o dinheiro, que circula dessa maneira, “é transformado em e se torna capital, e já é potencialmente capital” (MARX, 2010, p. 157). O circuito M–D–M continua existindo, mesmo em uma abstração de produtores de mercadorias independentes. Acontece que a expressão desses ciclos curtos, M–D–M e D–M–D, não representa nada mais que perspectivas de produtores individuais. Na torrente da circulação, essas formas se sobrepõem continuamente, e a infinita cadeia da circulação se impõe.

Como é um exercício frequente na letra de Marx, colocar as questões na perspectiva de seus agentes ou classes sociais é extremamente importante para compreender as características e contradições do modo de produção capitalista. Quando Marx (2010), analisando a posição de um comerciante, por exemplo, entende que o ciclo D–M–D é o que tem como perspectiva, imediatamente traz-se a questão de uma acumulação efetiva de capital, e não apenas potencial: esse ciclo só faz sentido, na perspectiva de quem o conduz, se ao final do resultado, houver uma quantia maior de dinheiro do que a inicial.

Essa operação não se resolve sem a consideração de um efeito: ao se vender uma mercadoria com a intenção de retirar mais dinheiro da circulação do que nela colocado, torna-se aparente um problema. Como é possível retirar esse dinheiro excedente? Deve-se vender mercadorias com um acréscimo de valor ou vender pelo valor que valem? Em *Teorias da Mais-Valia*, Marx (1977) debateu com autores da Economia Política que, se não davam uma resposta ao problema, pelo menos tinham consciência de que não se tratava de apenas colocar um acréscimo sobre o seu valor. James Steuart, comenta Marx (1977, p. 333), não compartilha da ilusão que se apresenta ao capitalista individual de que quando “ele vende a mercadoria acima de seu valor, se trataria de uma criação de nova riqueza”. Steuart, continua Marx (1977), era capaz de distinguir entre dois tipos de lucro: o positivo e o relativo. O positivo se originaria quando a obtenção do lucro não implicasse perda de outro lado, já o relativo, implicaria que “o ganho de um lado encerra aqui, sempre, perda do outro” (MARX, 1977, p. 334).

De um lado, é legítimo considerar que ganhos obtidos puramente na circulação implicam perda do outro lado, e que esse movimento convive o tempo todo com a acumulação de capital. De outro, tem-se um problema: se esse fosse o único modo de se acumular capital, parte da classe capitalista somente conseguiria acumular às expensas de outra parte, e não seria possível explicar como a classe capitalista, do ponto de vista do capital em geral, consegue promover a acumulação. Tem-se, assim, a implicação imediata de que se não é com um acréscimo de valor às mercadorias na circulação que faz com que a captura extra de dinheiro exista, então as mercadorias devem ser vendidas pelo seu valor. Como, então, conciliar uma mercadoria sendo vendida pelo valor que realmente tem com a acumulação de capital? A resposta de Marx é a teoria da mais-valia, que é o complemento necessário à transformação formal de dinheiro em capital.

Desse modo, o ciclo D-M-D', em que D' é D com acréscimo, nada mais é do que o ciclo do capital corporificado em seu início e fim pela forma dinheiro. Como este é o objetivo central do modo de produção capitalista, qual seja, o de acumular, desde suas origens ele submete a circulação de mercadorias, e conseqüentemente de dinheiro, aos imperativos do capital. E esses imperativos não são impostos de fora, ou por motivos extra-econômicos: são os imperativos econômicos de mercado que impõem esse objetivo a seus participantes. São processos históricos materiais que colocaram a circulação de mercadorias e dinheiro, e conseqüentemente capital, nessa direção ou que dão aos próprios imperativos econômicos a capacidade de se impor³¹ (WOOD, 2002, p. 178). Assim, produção e circulação passam a se articular segundo os imperativos auto-expansivos do capital, e conseqüentemente a circulação de dinheiro e mercadorias está subjugada a um mecanismo crescente de produção de mais valia. Brunhoff (1978, p. 51) chama esse processo de financiamento da produção capitalista.

O circuito do capital dinheiro, em uma versão que antecede discussões sobre a rotação do capital, é dado por D-M...P...M'-D'. A esse ciclo, Marx (2010a) chamou de circuito do capital dinheiro. Para constituir P, que é um momento de interrupção da circulação, embora seja de continuidade do ponto de vista da rotação, é preciso que a

³¹ O paralelo, na teoria, dessa redução histórica do papel das determinações extra-econômicas, se encontra na "possibilidade de analisar os fenômenos de um ponto de vista teórico e estritamente econômico" (CERQUEIRA, 2004, p. 447, grifo do original).

unidade capitalista adquira meios de produção e força de trabalho. É assim que se torna possível articular a produção de mais-valia com o ciclo do capital dinheiro. No ciclo do capital dinheiro são englobados, também segundo Marx (2010a), os ciclos do capital mercadoria e do capital produtivo. Como se vê, não apenas o dinheiro é tornado capital, mas também mercadoria e processo produtivo: capital é uma relação social. As três formas coexistem no processo global, o que traz à produção capitalista um necessário aspecto de continuidade enquanto o curso da acumulação de capital não for interrompido pela crise.

Do ponto de vista do capital individual, há interrupções normais (MARX, 2010a, p. 110), determinadas pela natureza do valor de uso que se produz, mas a continuidade, e a constante disponibilidade de mercadorias que constituem o processo produtivo é necessária. Esse processo, bem como suas dificuldades, é melhor descrito pelo processo de reprodução ampliada. Entre as dificuldades postas, para o caso da reprodução ampliada, está a de que uma quantidade crescente de dinheiro deve estar disponível para a realização crescente de valor, a despeito de potenciais desequilíbrios entre os departamentos (BRUNHOFF, 1978, p. 68). Essa condição, por sua vez, é inatingível do ponto de vista do capital em geral, uma vez que as hipóteses de realização de mais-valia em esquemas de reprodução são extremamente restritas. Isso aponta para o fato de que a remoção da abstração da circulação simples, e a superação da reprodução simples, põe imediatamente o problema de uma dinâmica econômica que é incompatível com a possibilidade de equilíbrios.

2.2.2 A transformação histórica de dinheiro em capital

A superação da abstração da circulação simples, transformando dinheiro em capital, embora real, é ainda uma abstração. Sem o terreno vivo das condições históricas e objetivas de estabelecimento e predomínio do modo de produção capitalista a transformação de dinheiro em capital não pode se efetivar e fica limitada ao caráter de ser uma transformação lógica. Marx se preocupou com o tema desde quando, no final da década de 1850, estudou as formações econômicas asiáticas pré-capitalistas (MANDEL, 1980, p. 121). Essas condições históricas necessárias para a transformação do dinheiro

em capital não são uma acumulação prévia de capital, em particular, capital dinheiro, que seria posta em movimento. Essa ideia está na base de um suposto processo de acumulação inicial de dinheiro ou de capital, à época especulado como sendo acumulação primitiva. E é por esse motivo que Marx (2010) não denomina, inicialmente, o capítulo que descreve o processo originário que realmente colocou em movimento o capital, de acumulação primitiva, mas sim, da “assim chamada acumulação primitiva”.

Segundo Marx (2010, p. 704), esse assunto seria, para a Economia Política, o tema equivalente ao pecado original da teologia. Seria, para as formulações apologéticas, como se uma parte da sociedade, através da frugalidade, tivesse acumulado riquezas em contraposição a um outro pólo que não o havia feito. Ao desvendar o segredo da chamada acumulação primitiva é que Marx (2010) expõe os motivos pelos quais o capital conseguiu, realmente, colocar-se sobre seus próprios pés e assim subordinar toda a lógica econômica do modo de produção.

Para Marx (2010), essa possibilidade de colocar o capital em movimento é o processo que transforma os produtores, até então possuidores de seus meios de produção, em trabalhadores assalariados. Para que isso ocorra, é necessário que, em primeiro lugar, que fossem emancipados do regime de servidão herdado do feudalismo – no caso da Europa Ocidental – e das guildas. De acordo com Marx (2010) esse teria sido o único lado vislumbrado pelos historiadores que praticavam a apologia do modo de produção capitalista. Mas, o processo mais significativo, que transforma os produtores em trabalhadores assalariados, para Marx (2010), se situa no fato de que ao serem liberados das condições servis de produção, também lhes foram expropriados os meios de produção e, portanto, as condições objetivas de materialização de seus trabalhos. Isso faz com que, na ausência de qualquer garantia de manutenção de sua própria vida, ao trabalhador somente subsistiria a alternativa de vender a única mercadoria que possui, qual seja, sua força de trabalho (MARX, 2010, p. 750).

Não é do escopo do ensaio entrar em todos os detalhes dessa transformação. O que se quer aqui, é destacar que a superação da abstração da circulação simples, que é um modo lógico da transformação do dinheiro em capital, no contexto da exposição de Marx depende de um processo histórico de transformação dos produtores em trabalhadores assalariados. E curiosamente, Marx (2010) sublinha que alguns

historiadores que no continente Europeu negavam a existência do pecado original que inaugurou o modo de produção capitalista, percebiam as consequências que o seu não-acontecimento nas colônias causava. O principal interlocutor de Marx (2010) nesse aspecto é Edward Wakefield. Marx (2010, p. 753) afirma que foi esse autor quem “descobriu que nas colônias, a propriedade de dinheiro, meios de subsistência, máquinas e outros meios de produção, ainda não tornam uma pessoa capitalista se lá estiver faltando a parte correlata – o trabalhador assalariado”. Isso seria, segundo Marx (2010, p. 753) a descoberta, por parte de Wakefield olhando para as colônias, que o capital não é uma coisa “mas uma relação social entre pessoas”.

A presença de um trabalhador assalariado destituído de qualquer propriedade dos meios de produção é essencial para esse processo. Enquanto o trabalhador puder acumular para si mesmo, na medida em que é dono dos meios de produção, a acumulação capitalista e o estabelecimento do modo de produção capitalista é impossível (MARX, 2010, p. 754). Uma vez que o capital é uma relação social, não basta também ao capital que meramente encontre os trabalhadores em uma determinada condição de despossessão de meios de produção: é necessário que, à medida em que o capital acumule, que se forme um “excedente populacional relativo de trabalhadores assalariados” (MARX, 2010, p. 756). Tais fatos chocam Wakefield, que traz relatos de capitalistas que fracassaram seus investimentos nas colônias justamente pela incapacidade de se encontrar força de trabalho ao valor que estariam acostumados na Europa. O capital, nesses casos, não se reproduz, e o dinheiro que passou pela tentativa de se converter em capital, se converte, quando faltam as relações sociais de produção, em perdas. Em um panfleto publicado em 1847, Marx (1933) era consciente do fato de que a transformação do dinheiro em capital não é meramente lógica: "embora todo o capital seja uma soma de mercadorias, isto é, de valores de troca, não se segue daí que toda soma de mercadorias, de valores de troca, seja capital" (MARX, 1933, p. 29). Capital só é dinheiro e dinheiro só é capital se as relações sociais condicionarem a sua identidade.

Portanto, desde que complementada com os fatos históricos, a transformação lógica do dinheiro em capital que é uma abstração, não é por si, errônea. É apenas incompleta, como toda abstração. Mas, necessária para que o conhecimento sobre o

modo de produção capitalista se desenvolva, já que este não se desenvolve sem o uso de abstrações.

2.2.3 Absorção do sistema monetário pelo sistema de crédito

Como se viu, nem dinheiro, nem crédito, e nem mesmo o capital, são, por si mesmos, elementos exclusivos do modo de produção capitalista. O que os torna centrais, contudo, nesse modo de produção, é a forma pela qual se interligam, e sobre quais relações sociais operam: o capital subordina todas as demais, e ao fazê-lo, traz novas configurações ao funcionamento de cada uma dessas categorias. Uma das decorrências desse processo é a generalização do sistema de crédito que aumenta a potencialidade da transformação de dinheiro em capital. Isso se dá sob imperativos e possibilidades presentes, estes sim, exclusivamente no modo de produção capitalista: a contínua, e sempre em aceleração, necessidade de valorização do capital. Para que a valorização do capital seja contínua, mesmo em casos em que apenas aparentemente se encontra ocioso, depende-se do desenvolvimento do crédito em sua forma especificamente capitalista. De acordo com Germer (1997, p. 121), esse processo significa uma absorção do sistema monetário pelo sistema de crédito. Essa articulação, porém, traz uma dificuldade: “os mecanismos financeiros em causa não podem ser uma simples expressão de mecanismos monetários já conhecidos” (BRUNHOFF, 1978, p. 75).

A teoria geral da moeda de Brunhoff (1978), portanto, é importante por mostrar os aspectos universalizantes do dinheiro em todas as suas funções. Ela também tem utilidade ao permitir demarcar duas diferenças. A primeira delas é que o dinheiro não é necessariamente capital, podendo circular puramente como dinheiro, mas podendo circular também como capital. Sua circulação enquanto puramente dinheiro pode se dar, mesmo que por período transitório, quando se destina apenas à realização de valor ou a servir de meio de pagamento direcionadas ao consumo improdutivo. Já como capital, ele irá circular como um valor que se destina a se valorizar e é um movimento de transformação (GERMER, 1997, p. 117-8). Nesse aspecto, necessariamente, o capital em forma dinheiro terá uma existência transitória, já que em algum ponto da circulação deverá ser convertido em força de trabalho e meios de produção. A outra diferença é que

dinheiro não pode ser confundido com dinheiro de crédito. Embora possam coincidir, conforme é possível extrair a partir de conclusões originárias da teoria geral da moeda, eles são distintos. A categoria dinheiro é mais ampla que dinheiro de crédito, sendo esta última uma de suas formas particulares, por mais que potencialmente, todo dinheiro possa se converter em capital como uma função do próprio crédito.

Outra utilidade importante da teoria geral do dinheiro está em apontar algumas potencialidades que podem servir de base ao crédito especificamente capitalista. Como a transformação total de dinheiro em capital é apenas potencial, porque sempre esbarra em limites próprios do funcionamento do modo de produção capitalista, dinheiro como capital coexiste com dinheiro como simples dinheiro. Assim, as formas do dinheiro que se situam em uma posição para além da teoria geral da moeda não são deriváveis exclusivamente a partir da análise do dinheiro. É preciso encontrar a explicação dessas formas no funcionamento do modo de produção capitalista. A transformação lógica do dinheiro em capital, que antecipa a discussão da teoria da mais-valia, é um passo. Contudo, apenas o processo global da produção capitalista é capaz de justificar plenamente uma aparente contradição entre o capital global e os muitos capitais: a sua interação, mediante o crédito, permite que um processo discreto de acumulação, isto é com interrupções, se torne contínuo, tanto para um dos muitos capitais, do ponto de vista individual, quanto para o capital global.

Para Marx, é fundamental que as formas pelas quais o dinheiro circula sejam distinguidas entre si. Existe uma conexão entre as formas do dinheiro – dinheiro como dinheiro e dinheiro como dinheiro de crédito – e as suas funções exercidas propriamente em um regime onde predomina o modo de produção capitalista (LAPAVITSAS, 2017a, p. 23). Isso, contudo, não significa perder de vista as sobreposições existentes entre as diferentes formas de dinheiro bem como as capacidades de substituição entre essas formas em seu movimento. A absorção do sistema monetário pelo sistema de crédito é a marca do que Lapavitsas (2017a, p. 35) aponta como sendo a origem de formas especificamente capitalistas de dinheiro. Essa absorção, contudo, não é completa. É uma absorção que ao mesmo tempo em que supera alguns elementos da teoria geral da moeda, os conserva, mas em um conjunto novo de funções. Assim, a teoria geral da moeda que servia a formas abstratas de produção de mercadorias por agentes

particulares, é substituída por um sistema monetário e de crédito especificamente capitalista.

De acordo com Marx (1992, p. 469-71), os fundamentos do sistema de crédito são ampliados, generalizados e desenvolvidos a partir do desenvolvimento do comércio e também do modo de produção capitalista. Nesses casos, de acordo com o autor, o dinheiro atua apenas como meio de pagamento, porque as mercadorias não são intercambiadas diretamente por dinheiro, mas por promessas de pagamento, que em geral, aparecem em *O Capital*, e em obras manuscritas que circundam a sua elaboração, sob o nome de letra de câmbio [*Wechsel*]. De acordo com Marx (1992, p. 470), essas letras funcionam efetivamente como dinheiro, especialmente na medida em que se cancelam mutuamente na rede de débitos e créditos. Enquanto o seu valor percorre essa cadeia, não há a necessidade de nenhuma transformação final em dinheiro. Esse é o fundamento do dinheiro de crédito:

Já que esses adiantamentos mútuos entre produtores e compradores formam o real fundamento do sistema de crédito, então o seu instrumento de circulação, a letra de câmbio, forma a base do verdadeiro dinheiro de crédito, a nota bancária etc., cuja base não é a circulação de dinheiro (seja ela metálica ou moeda papel estatal), sendo, antes, a circulação de letras de câmbio (MARX, 1992, p. 470-1).

A diferenciação entre o que Marx chama de notas bancárias (forma de dinheiro baseada no crédito) no livro III de *O Capital* e a moeda papel, discutida no primeiro livro da obra e que não depende de aspectos creditícios especificamente capitalistas, é uma das bases para uma superação com conservação da teoria geral da moeda. A análise de Marx do “dinheiro fiduciário emitido pelo estado independe do sistema de crédito e como direta simbolização dos metais preciosos” (LAPAVITSAS, 2017a, p. 32). Como se viu anteriormente, isso deriva da própria potencialidade de o dinheiro metálico ser substituído por símbolos. A predominância dessa forma de dinheiro em circulação, se dá em um ambiente no qual o sistema de crédito não desempenha um papel decisivo (LAPAVITSAS, 2017a, p. 35). Por não ser crédito, a moeda papel fiduciária não se comporta durante uma crise, por exemplo, da maneira igual à que ocorreria com uma forma dinheiro mais próxima do crédito, o que dá uma dimensão empírica de sua diferença. Nas fases mais agudas da crise, o crédito se retrai e acontecem picos nas taxas de juros, o que denota sua escassez. A moeda papel fiduciária, ao contrário:

especialmente em um ambiente no qual a sua conversibilidade é disponível, a tendência é que os participantes do mercado as forcem continuamente de volta para a circulação, na tentativa de se apropriarem e reterem o metal precioso que lhes serve de base.

Nesse aspecto, segundo Lapavitsas (2017a), existe uma outra forma de dinheiro especificamente capitalista além das notas bancárias: os depósitos. Notas bancárias e depósitos formam a base do dinheiro de crédito. Uma outra distinção é sugerida por Lapavitsas (2017a): crédito comercial e crédito monetário. O crédito comercial é o adiantamento de mercadorias diante de uma promessa de pagamento: essa forma aparece, no texto de Marx, desde a discussão mais básica sobre a função dinheiro como meio de pagamento. De acordo com Brunhoff (1978, p. 85), quando o dinheiro funciona em uma série de débitos e créditos abre-se a possibilidade de sua desmaterialização³², porque as peças monetárias efetivas atuam apenas onde não é possível que o cancelamento mútuo ocorra. O crédito monetário, por sua vez, é realizado com vistas a ganhos financeiros que são sinônimos à apropriação de parte da mais-valia³³ produzida que já se encontra em circulação. Essa modalidade se encontra nos domínios do capital portador de juros (LAPAVITSAS, 2017a, p. 35). Capital este que circula segundo a fórmula $D-D'$, e seu ciclo é exatamente a expressão de sua peculiaridade: essa forma aparentemente não mediada de valorização, na qual o dinheiro parece que se multiplica por si mesmo (HEINRICH, 2012, p. 159).

Como se articulam as notas bancárias com o capital portador de juros? Para Suzanne de Brunhoff (1978, p. 90), isso fica demonstrado no balanço patrimonial dos bancos. Do lado de seus ativos estão representados os valores que do ponto de vista de

³² A utilização de termos relacionados a categorias não-materiais traz sempre um risco embutido, por isso, entende-se que é preciso utilizá-los com parcimônia e em até certo sentido, deve-se entender o seu uso sob uma forma figurada. O cancelamento de débitos e créditos, por mais que não dependam, em todas as suas etapas, da presença material do dinheiro, em sentido estrito, não significa a desmaterialização do dinheiro. Relações de débito e crédito existem materialmente independentemente se inscritas em um livro contábil, no disco rígido de um servidor de alguma instituição financeira ou se na mente de seus participantes.

³³ Nesse aspecto a importância de se atentar para o fato de que a mais-valia produzida por uma entidade produtiva não é garantia de sua absorção pela unidade produtiva onde foi produzida, as condições de circulação impactam muito nesse aspecto. Daí a importância do diálogo de Marx com Stuart. Moseley (2016) demonstra que quando se trata de discutir a formação do lucro médio, e de se estabelecer, a partir de aí, o lucro da empresa e o juro do banco, a mais-valia anteriormente originada na produção é recebida como um dado. Certamente, contudo, as relações de crédito condicionam indiretamente possíveis alargamentos da produção desse próprio montante original de mais-valia em um novo ciclo de reprodução.

seus clientes são créditos comerciais, como passivos, o banco tem os valores de suas notas emitidas. O resultado da emissão de notas bancárias não é a transformação de um ativo em outro, como seria o caso de se converter depósitos de clientes em empréstimos para outros numa relação de um para um. É uma emissão contábil de um ativo e de um passivo ao mesmo tempo. Como ensina Chesnais (2016, p. 72-3) esse processo está no centro da formação da criação de crédito:

Os empréstimos para apoiar a reprodução ampliada repousam em apenas uma pequena parte na intermediação bancária, ou seja, colocar poupança à disposição de empresas para investimento. A maior parte desse tipo de empréstimo envolve a abertura de linhas de crédito para firmas e a criação de uma forma particular de capital fictício. Se tudo correr bem, esse processo representa o capital na sua forma mais inócua. A produção de valor e mais-valia uma vez realizada com sucesso permitirá que o capital fictício criado pelo empréstimo seja eliminado³⁴.

Certamente, esse processo não pode ser prolongado indefinidamente, porque a nota bancária ainda precisa guardar alguma relação efetiva com o dinheiro depositado. Segundo Marx (1992, p. 594), em tempos de crise, quando há uma pressão sobre o mercado monetário, pode haver drenagem das reservas dos bancos, o que, por sua vez, pressiona para cima a taxa de juros. É fundamental que o dinheiro de crédito guarde alguma capacidade de conversibilidade para que possa realmente atuar como dinheiro³⁵. Nem todo o capital bancário, portanto, pode ser multiplicado livremente. A manutenção dessa conversibilidade é realizada através da limitação das emissões através da formação de reservas, tanto em moeda metálica – no tempo de Marx –, como em próprias notas bancárias por parte dos bancos (BRUNHOFF, 1978, p. 105). Ao encontrar esse limite, as flutuações dessas reservas são determinadas pela atividade econômica real, por exemplo, desequilíbrios no balanço de pagamentos (MARX, 1992, p. 633), que pode

³⁴ Como vai se ver abaixo, quando Marx escreveu sobre capital fictício seu foco estava mais no uso do capital despendido na aquisição de um título. Nesse aspecto, a extensão do capital fictício para o domínio da criação de crédito por parte dos bancos, parece ser uma contribuição original da análise de Chesnais (2016). Em comum com os escritos de Marx, está o fato de que, uma vez que tal montante é utilizado na produção de mais-valia e realiza o seu valor, ele deixa de ter o caráter fictício imediatamente. Daí a eliminação do capital fictício da qual Chesnais trata.

³⁵ Essa posição faz com que a posição de Marx se separe de visões cartalistas da moeda ainda que também sejam heterodoxas. O cartalismo aqui é entendido como a abordagem na qual o “Estado (ou qualquer outra autoridade capaz de impor uma obrigação) impõe um passivo na forma de uma unidade de conta generalizada, social ou legal – um dinheiro – usada para medir essa obrigação. Isso não requer a pré-existência de mercados, e, na verdade, quase certamente os antecede” (WRAY, 2014, p. 2).

requerer mais ou menos meios de pagamento a depender da conjuntura. Aqui emerge uma contradição importante.

Considerando que uma sociedade em que predomina o modo de produção capitalista tenha seu sistema monetário absorvido pelo sistema de crédito, tem-se como resultado que todo o dinheiro é potencialmente capital (MARX, 1998, p. 796). Mesmo quando ocioso, como por exemplo pode ocorrer pelo tempo de rotação da produção descrito no livro II, a acumulação se torna contínua porque capital ocioso, mesmo sob a forma dinheiro, não é sinônimo de entesouramento. Esse dinheiro pode ser colocado imediatamente à disposição do processo de valorização do capital pelo sistema de crédito. Germer (1997, p. 129), com base nessas ideias, questiona teorias que, segundo suas palavras, superestimam o entesouramento no modo de produção capitalista. Se todo dinheiro é potencialmente capital, a conservação de seu valor não se dá pela sua retenção, mas pela busca constante de sua valorização. Desse modo, ao mesmo tempo em que o sistema bancário deve garantir a conversibilidade de depósitos em dinheiro, no modo de produção capitalista, não é intenção dos agentes realizar essa conversão. Sua intenção é que qualquer fração ociosa de seu patrimônio continue a se valorizar.

Aliás, as notas bancárias, por sua natureza intimamente conectada com o crédito – sendo portanto uma das formas do dinheiro de crédito – têm seu movimento afetado pela formação das taxas de juros (LAPAVITSAS, 2017a, p. 41). Desse modo, se conectam taxas de juros, dinheiro de crédito e a teoria geral da moeda. Juros porque não só de um lado tem-se a relação entre oferta e demanda por dinheiro, mas porque, de outro lado, se todo o dinheiro é potencialmente capital, então o próprio capital deve se converter em mercadoria (MARX, 1998, p. 337). Desse modo, o que se compra quando se paga juros são os potenciais rendimentos desse capital. A conexão entre essas instâncias é possibilitada e acelerada pelo fato de essas operações técnicas que envolvem atividades de pagamentos e compensações constituir um ramo da divisão do trabalho. “Esse trabalho é um custo de circulação, não é um trabalho que produz valor” (MARX, 1992, p. 388). Esse ramo da divisão do trabalho faz com que, de um lado, seja abreviado seu tempo, porque agora ele será executado por agentes para a totalidade da classe capitalista. Esse setor tem sua remuneração limitada pela taxa de lucro médio da economia, e não contribui diretamente para a formação desta. Por outro lado, os bancos

passam a concentrar recursos e capacidades de emissão (BRUNHOFF, 1978, p. 98) que permitem aprofundar ainda mais o papel do crédito na produção capitalista, caracterizando a geração de *feedbacks* positivos.

2.2.4 O papel do crédito na produção capitalista

O dinheiro de crédito e a consequente transformação potencial de todo o dinheiro em capital dão a dimensão do papel que o crédito tem na produção capitalista. Do exposto, já é possível perceber a extensão do impacto que a gestação de dinheiro de crédito por parte dos bancos pode causar sobre a produção, liberando, mesmo que parcialmente, a economia das restrições que a presença do dinheiro como dinheiro traz. Nas notas manuscritas ao livro III, o primeiro papel importante do crédito na produção capitalista que Marx (1992) destaca é a equalização da taxa de lucro. Esse processo ocorre porque na medida em que o crédito possibilita a potencial entrada de novos competidores em algumas indústrias, há possibilidade para que o superlucro³⁶ eventualmente existente nesses setores seja extinto, e com isso, possa tender para a média (WEEKS, 1982, p. 70). Como o processo é contraditório, o contrário também é possível, na medida em que o crédito pode facilitar a entrada de métodos disruptivos na produção conferindo a uma determinada unidade produtiva uma larga vantagem em termos de produtividade, o que lhe possibilitaria a obtenção temporária de superlucro.

O crédito também possibilita a redução dos custos de circulação. Em primeiro lugar, o próprio dinheiro é um custo de circulação (MARX, 1992, p. 501). Economiza-se os custos de seu uso quando o dinheiro não necessita estar presente em grande parte das transações, quando se acelera a circulação porque uma menor massa monetária, através desse sistema, é capaz de circular um valor maior de mercadorias, e também, porque tanto o papel moeda quanto o dinheiro de crédito não são peças metálicas, cujo manuseio é dispendioso. Além do mais, os custos de circulação são reduzidos porque o crédito acelera a metamorfose do capital em suas diferentes formas: capital monetário, capital dinheiro e capital produtivo. Também há a redução desses custos pela redução do tamanho do fundo de reserva, porque reduz o montante de dinheiro corrente

³⁶ Essa discussão é tributária da noção de superlucro desenvolvida por Mandel (1975).

necessário substituindo o capital que constantemente deve estar sob a forma dinheiro por dinheiro de crédito.

Um terceiro papel do crédito na produção capitalista, de acordo com Marx (1992), é o de permitir que se formem sociedades por ações. Em primeiro lugar, porque os capitais privados não seriam suficientes para os grandes empreendimentos que normalmente são associados a esse tipo de empresa. Ademais, a forma de propriedade que emerge com as sociedades por ações se opõe a necessárias grandes concentrações de capital, se configurando como “a superação do capital como propriedade privada no interior dos limites do próprio modo de produção capitalista” (MARX, 1992, p. 502). Como consequência, a própria classe capitalista transforma os chamados capitalistas funcionais em gerentes do capital, e os possuidores do capital em capitalistas financeiros que esperam receber dividendos.

Ao mesmo tempo, o crédito se mostra como a principal alavanca causadora de superprodução e excessos de especulação porque o próprio processo de reprodução contém uma certa elasticidade e eventualmente pode ser forçado para além de seus limites (MARX, 1992, p. 503). Esse forçar para além dos limites não é necessariamente um processo puramente especulativo porque eventualmente ele pode causar elevação permanente na produtividade de um determinado setor, e em certa medida, é uma das causas que aceleram a produção de um mercado mundial que é a “tarefa histórica do modo de produção capitalista” (MARX, 1992, p. 503).

2.3 Capital fictício

Um movimento derivado dessa progressiva transformação potencial de todo o dinheiro em capital é o processo de formação de capital fictício. Embora o termo capital fictício possa trazer consigo uma conotação moral que se opõe àquilo que poderia ser chamado de capital real, colocando-o em patamar inferior, não é essa a intenção de Marx. A sua Crítica da Economia Política é preocupada em desvelar a lei de movimento que está subjacente ao funcionamento do modo de produção capitalista. A potencial transformação de todo dinheiro em capital, e o processo de se minimizar o tempo de ociosidade do capital tem como corolário a formação de capital fictício. É particularmente

importante, nesse aspecto, a aparência necessária produzida pelo capital, segundo a qual ele parece ser a própria força movente que gera seus frutos: mais-capital. Desse modo, ao se estabelecer uma taxa média de lucro, no bojo das disputas existentes no processo de circulação pela mais-valia, após seu montante total ser definido no processo produtivo, forma-se também uma taxa de juro que é intimamente correlacionada. Assim, qualquer disposição de capital potencial por parte de seus detentores para uso de terceiros partirá da premissa de que deve originar frutos e ser remunerado por tal. A forma pela qual esse capital potencial é utilizado por quem o toma é que determina a sua qualidade de ser ou não fictício.

Mollo (2011) destaca que, para Marx, essa distinção é fundamental e permite, por exemplo, que o autor alemão seja capaz de separar o capital portador de juros do capital fictício. “Deve-se diferenciar entre o capital fictício (papéis portadores de juros) e capital de crédito, formado através das notas bancárias, cheques bancários etc. (ou seja, casos em que um núcleo do próprio crédito se converte novamente em uma marcadoria)” (MARX, 1992, p. 607). Segundo as citações de Marx compiladas por Mollo (2011, p. 483), a característica fundamental do capital portador de juros que não é fictício é que seu valor quando colocado à disposição a um terceiro, seja utilizado efetivamente como capital, capaz de produzir mais-valia e com isso ser repartida com e retornada ao capitalista financeiro inicial sob a forma de juro.

No aspecto aparente, a forma irracional, dinheiro que gera mais dinheiro, que é uma aparência necessária, causam efeitos que se relacionam a todo o ciclo de reprodução. Marx (1992) ao comentar sobre essa aparência, lembra que o cálculo da taxa de lucro não se ocorre apenas “pela relação entre o lucro com o valor do capital adiantado, mas também com o tempo de rotação no qual o lucro é realizado” (MARX, 1992, p. 430). Esse aspecto típico da produção, qual seja de considerar a formação da taxa de lucro em um prazo dado, por conta de todo o dinheiro ser potencialmente capital, influi no processo de cálculo da taxa de juros e reforça ainda mais a aparência de que o capital portador de juros produz o seu próprio retorno. Se o tempo de rotação influi na taxa de mais-valia, cria-se a aparência necessária, isto é, aparência que tem validade prática, que capital tem valor no tempo.

O capital fictício, por sua vez, conforme Mollo (2011), se situa na esfera da capitalização. Esse processo de capitalização “ocorre mesmo que o capital não tenha sido empregado na compra de força de trabalho – única forma pela qual poderia gerar um mais valor de onde tirar tais rendimentos” (MOLLO, 2011, p. 438). A capitalização, segundo Marx (1992, p. 522), é a geração regular de uma renda, considerada uma taxa de lucro média, por parte de um valor capital. O exemplo dado pelo autor é simples: considerado um fluxo de renda anual de 100 libras esterlinas, diante de uma taxa de juros de 5% ao ano, esse fluxo nominal de renda corresponderia a um juro calculado a partir de um capital de 2000 libras. Esse valor de 2000 libras “vale agora como valor capital do título (título de propriedade) sobre as 100 libras anuais” (MARX, 1992, p. 522). Quem compra um título nesse valor de 2000 libras esperando uma renda anual de 100 libras faz o equivalente a investir as 2000 libras esterlinas esperando um rendimento de 5% ao ano. Porém, para o caso desses títulos, mesmo quando não representam capital despendido, como seria o caso da dívida pública, “o valor capital desses papéis é puramente ilusório” (MARX, 1992, p. 522).

O fato de o valor capital dos títulos ser puramente ilusório não quer dizer, para Marx (1992), que se trate de uma operação destinada deliberadamente a falsificar seu valor e com isso ser objeto de ganhos por parte de alguma parte negociante. Isso também pode ser o caso, mas não é disso que se trata para o capital global. O movimento de precificação desses títulos é decorrente do fato de todo o dinheiro ser potencialmente capital no momento em que uma economia tem o seu sistema monetário absorvido pelo seu sistema de crédito. Se todo dinheiro é potencialmente capital, ele só será disponibilizado ou será usado para adquirir títulos de capitalização se por sua cessão temporária for disponibilizada uma rentabilidade mínima. Esse rendimento mínimo é dado pela taxa de juros, que por sua vez guarda relação com a taxa de lucro e com a capacidade de autofinanciamento das unidades capitalistas. É disso que provém a característica do valor capital desses títulos ser puramente ilusório: ele é definido por um fluxo de renda e não como seria, para o caso de uma mercadoria, pelo tempo de trabalho socialmente necessário. Como se viu no exemplo dado por Marx, um título que rende 100 libras anuais a uma taxa de juros de 5% tem um valor de 2000 libras esterlinas. O que ocorre com o valor do título no caso de uma alta da taxa de juros? Supondo uma alta de

5% para 10%, calcula-se agora que 100 libras anuais representam o rendimento de um capital não de 2000 libras, mas de 1000 libras. O valor capital do título cai pela metade pela simples elevação da taxa de juros³⁷. “Com a elevação da taxa de juros cai o seu preço” (MARX, 1992, p. 546), e, no caso contrário, isto é, com a queda da taxa de juros, eleva-se o preço do título.

O resultado é que toda a “conexão entre o processo real de valorização do capital é perdida até o último traço e a aparência do capital como um autômato que se valoriza a si mesmo se atrela [a esse processo]” (MARX, 1992, p. 522). Na versão do livro III editada por Engels, Marx (1998) indica que um dos principais ativos que se baseia na formação do capital fictício são os títulos públicos. Marx (1998, p. 455) indica que os papéis da dívida pública são “capital somente para seus compradores, para quem eles representam o preço de compra, o capital que investiram neles. Em si mesmos, eles não são capital, mas meramente direitos sobre dívidas”. No futuro, esses papéis não representam uma determinada quantia de capital posta em processo de valorização, mas algo que foi gasto sob a forma de renda, sem participar do ciclo de produção de mais-valia do capital. São direitos sobre dívidas que rendem um fluxo de caixa regular e que é precificado de acordo com a taxa de juros de um país. Hipotecas, por sua vez, “são simples títulos sobre renda da terra futura” (MARX, 1998, p. 455). Ações são “simples títulos de propriedade, que garantem ao seu possuidor uma fatia da futura mais-valia” (ibid.). Em suma, o capital representa, nesses casos, “apenas capital dinheiro, e, caso não estejam disponíveis na própria forma do dinheiro, representa apenas um título sobre o capital” (MARX, 1998, p. 455).

De acordo com Harvey (2007, p. 269), o objetivo de Marx ao realizar essa análise seria a de desautorizar a ideia de que os direitos sobre uma renda futura, mesmo que passíveis de circulação no mercado secundário, fossem por si mesmos capital. Segundo Harvey (2007), isso também serve para reforçar o fato de que por mais que exista uma relativa autonomia na esfera financeira, ela tem limites: se todo o capital for investido em capitalização através de títulos sobre rendas futuras e não sobre a produção não haverá mais-valia para ser disputada na própria circulação. Contudo, não se trata de uma relação

³⁷ Uma discussão acerca da direção da causalidade entre as taxas de juros e o preço dos títulos, bem como aspectos institucionais que envolvem a sua formação, se encontra em Robinson (1951).

de oposição ao capital real: até mesmo a formação de capital fixo caminha ao lado da formação de capital fictício.

Por exemplo, talvez fosse possível contra-argumentar que o dinheiro aplicado em ações pode se reverter em utilização de capital real por parte da empresa emissora, e por isso não se estaria falando de capital fictício. Isso, entretanto, só seria verdade para o momento da emissão das ações. Nessa fase tem-se uma etapa de captação efetiva de novos recursos potencialmente conversíveis em meios de produção e força de trabalho³⁸ (MOLLO, 2011; PAULA et. al. 2001). Passado esse momento, a remuneração dos acionistas constitui uma obrigação perpétua por parte da empresa enquanto houver proprietários externos das ações emitidas. Elas circulam no mercado secundário e quem for seu possuidor na apuração dos dividendos é que os receberá. Também nesse caso, existe o caráter ilusório – que por si só não se identifica por manipulatório ou por qualquer outra categoria moral – de seu valor capital: ele será determinado pelas taxas de juros, pela expectativa de dividendos por unidade monetária aplicada, e por uma série de outros fatores conjunturais. Isso implica que a definição do caráter fictício de um capital pode não ter contornos tão precisos, de modo que só o caso concreto pode precisar a sua natureza, sem a garantia que isso seja suficiente.

³⁸ Para Hilferding (1981, p. 113), esse processo “permite que o capital dinheiro se torne capital fictício e ao mesmo tempo retenha para os seus possuidores a forma de capital dinheiro”.

3 UMA ANÁLISE DOS DERIVATIVOS A PARTIR DA CRÍTICA DA ECONOMIA POLÍTICA

Existe uma controvérsia em torno do tema dos derivativos. É comum que estes ativos sejam concebidos unicamente como mecanismos fraudulentos originados nos escritórios de bancos de investimento que servem ao interesse exclusivo de especuladores. Esses contratos, por sua suposta natureza puramente especulativa, teriam como função apenas a produção de instabilidade econômica, transformando o mundo das finanças em uma espécie de cassino. Ao girar as roletas nas mesas de apostas, contudo, seus participantes não estariam arriscando apenas as fichas que colocam na mesa, mas o futuro de uma economia nacional ou global. Isso é bastante reforçado no imaginário geral não só pelas manchetes que grandes falências podem trazer, pelas consequências imediatamente associadas à sua negociação, mas também porque até mesmo um investidor de peso como Warren Buffett (2003, p. 13) chegou a afirmar que veria nos derivativos “bombas-relógio, tanto para as partes que lidam com eles quanto para o sistema econômico” e que eles seriam “armas financeiras de destruição massiva carregando perigos que, enquanto agora são latentes, são potencialmente letais” (BUFFETT, 2003, p. 15).

Também é comum a ideia de que sejam objetos de engenharia financeira de natureza extremamente complexa e que tenham por objetivo se tornarem opacos às autoridades fiscais de modo a servirem a grandes esquemas de evasão fiscal e fraudes. No documentário *Capitalism: A Love Story*, dirigido por Michael Moore (2009), essa é a principal ideia que se tenta passar nas cenas que tratam dos derivativos: complexidade e opacidade. Ao entrevistar um ex-diretor do Lehman Brothers, Moore (2009) faz questão de se mostrar confuso enquanto o seu interlocutor o explica o que são derivativos. Isso é reforçado na peça quando o diretor coloca na tela uma página de um artigo com equações substancialmente longas contendo símbolos de somatórios e integrais. Também ocorre esse reforço quando Moore (2009) coloca em tela uma entrevista dada pelo economista Kenneth Rogoff, na qual ele apresenta dificuldades ao explicar um determinado conjunto de operações financeiras. E por fim, de volta à entrevista com o ex-diretor do Lehman Brothers, passa-se uma insinuação da conexão da opacidade com as possibilidades de

fraude fiscal quando o ex-diretor do banco diz para Moore (2009) que se alguma autoridade fiscal for capaz de entender o que os derivativos fazem, essa autoridade imediatamente receberia uma proposta de trabalho para entrar no setor financeiro.

Essas imagens não entram no imaginário comum por acaso. Elas contém parte da verdade e expressam um sentimento popular de quem teve sua vida financeira devastada por culpa de terceiros. Contudo, isso não expressa integralmente a natureza dos derivativos. Em primeiro lugar, porque embora seja possível a produção de derivativos extremamente complexos, essa não é a regra. Os principais mercados derivativos, que são os contratos a termo, os futuros, as opções e os *swaps*, se não são de entendimento tão simples quanto uma aplicação em cadernetas de poupança, seus fundamentos básicos não são peças de complexa engenharia financeira. Em segundo lugar, porque o mercado de derivativos é extremamente grande. Para se ter uma ideia, segundo o Banco Mundial (2022), o PIB mundial em 2001, em dólares correntes, estaria na casa de US\$96 trilhões. O valor nocional dos contratos (valores dos contratos incluindo o uso de alavancagem) em aberto de derivativos somente nos mercados de balcão (isto é, aqueles não-negociados em bolsas) estariam no patamar de US\$632 trilhões no primeiro semestre de 2022 (BIS, 2022). O valor nocional dos contratos em aberto, ao final do primeiro semestre de 2022, dos futuros negociados em bolsa se situavam na casa dos US\$39 trilhões, e de opções, também em bolsas, US\$55 trilhões. Não é razoável esperar que um volume negociado que perfaz cerca de sete vezes o tamanho da produção mundial anual seja devotado exclusivamente a atividades especulativas. Ao lado do risco que trazem, eles realizam funções econômicas que devem ser consideradas segundo as necessidades do capital que não pode deixar de produzir mais-valia.

Antes de avançar, é preciso que se dê pelo menos uma definição inicial sobre derivativos. Definições, normalmente, não são capazes de apreender a real função exercida pelo objeto que se define, mas, pelo menos, dão um ponto de partida para uma exploração inicial, que, com a continuidade da exploração no tema, pode ser descartada. A definição mais comum para derivativos provém de seu próprio nome: seriam títulos ou ativos cujo “valor depende dos (ou deriva dos) valores de outras variáveis subjacentes” (HULL, 2022, p. 1) e envolve duas partes que concordam com uma transação futura. Porém, essa é uma definição ainda opaca, porque pode trazer o seguinte

questionamento: se o valor de um derivativo deriva do valor de uma outra variável, que pode ser também um ativo, então porque não se negociar diretamente o próprio ativo? Primeiramente, não se negocia diretamente o ativo porque pode ser que essa variável não seja um propriamente ativo: existem derivativos exóticos que derivam seu valor das mais diversas variáveis. Por exemplo, é possível negociar derivativos sobre volumes de chuvas ou neve em um determinado período. A recém-falida corretora de criptomoedas FTX manteve em seu portfólio de derivativos negociáveis um papel cujo “ativo subjacente” seria o resultado das eleições presidenciais brasileiras disputadas em 2022, e o preço de negociação desse contrato futuro, supostamente, refletiria as chances do candidato à reeleição em vencer o pleito.

Em segundo lugar, o motivo de se negociar o derivativo e não o ativo subjacente é que quem investe pode ter interesse apenas em expor seu patrimônio à variação do preço de uma determinada mercadoria, sem a necessidade de manuseá-la, produzi-la ou estocá-la. São exemplos desses contratos as cotações futuras de café, milho, carne bovina, petróleo, ouro e outras commodities.

O problema dessa definição é que além de possivelmente não ser clara o suficiente, ela negligencia o aspecto autônomo que os mercados derivativos têm em alguns casos: eles não aguardam passivamente a variação do preço de um ativo e daí derivam o seu valor. Os dois preços guardam uma certa relação, mas há desvios importantes enquanto as negociações nos mercados de derivativos acontecem, e a causalidade pode até ser questionada: os derivativos podem ser um elemento que determina o preço de mercado à vista de uma determinada mercadoria. Bryan & Rafferty (2006, p. 12) indicam que é comum que esse seja o caso: o preço se formando nos mercados futuros e a partir de aí ele seria transmitido aos mercados à vista, ou *spot*, formando o preço pelo qual efetivamente se paga na sua aquisição.

Se essa não é uma boa definição inicial sobre derivativos, qual seria? Talvez a definição inicial mais didática possível e que ao mesmo tempo seja capaz de explicitar a natureza desses ativos, bem como o funcionamento básico de seus mercados, seria definir mercados futuros e opções como mercados onde se faz apostas sobre o valor quantificável de uma determinada variável futura. Essa aposta ocorre entre duas partes e pode ser sobre variáveis quantificáveis como preços de mercadorias subjacentes,

volumes ou ocorrência de eventos climáticos etc. Como em toda aposta, a origem dos recursos da parte ganhadora vem da parte perdedora, e sempre têm dois lados. Não é preciso negociar diretamente o ativo subjacente, nem manuseá-lo, ou estocá-lo. A formação do preço futuro de uma mercadoria nada mais é do que a definição do ponto de partida dessa aposta: a partir de um preço X um conjunto de negociantes apostou que o preço cairia, outro conjunto apostou que a partir de X o preço subiria. O preço X que serve de referência a partir do qual as partes negociantes fecham uma aposta é o preço futuro. Os ganhos e as perdas provocados por esses contratos são uma soma zero para as partes negociantes (exceto para o caso de *swaps*). Contudo, essa é apenas uma exploração inicial. A exposição específica para cada tipo de contrato permitirá que definições como aposta ou como ativo que deriva o seu valor de outro fiquem mais claras.

Nesse aspecto, os derivativos são rigorosamente conectados apenas à esfera da circulação. É uma disputa em torno da mais-valia já produzida na esfera da produção. O fato de haver custos no estabelecimento desses contratos, em nada altera o seu caráter de não ser produtor de valor. De Marx (2008; 2010a), pode-se estender a ideia dos custos do estabelecimento de contratos derivativos como sendo falsos custos (*faux frais*) da circulação capitalista. O termo falsos custos da circulação capitalista, contudo, não significa que sejam custos desnecessários ou manipulados. Marx (2008; 2010a) não relacionou falsos custos à sua necessidade, mas os entendeu como custos que derivam exclusivamente da forma pela qual a produção capitalista condiciona a sua circulação. Assim, por exemplo, é indispensável que haja atividades administrativas e financeiras em torno da circulação de mercadorias. Os custos dessas atividades são reais e são necessários. Mas, a gerência e a análise financeira sobre essas mercadorias não são atividades diretamente relacionadas com a produção das mesmas: são originárias de um modo de produção na qual a produção é social, mas a apropriação é privada. Desse modo, o trabalho realizado nessas atividades não se afigura como produtor de valor, mas, como uma parte deduzida da mais-valia ainda a ser apropriada. Não por acaso, tais atividades tendem a ser automatizadas ao máximo possível, ao mesmo tempo em que seus custos são continuamente forçados ao mínimo.

Assim também é o caso com derivativos. Existem custos ao se tornar parte nesses contratos. Tais custos são uma dedução do valor total da mais-valia produzida em favor

das corretoras, bancos e bolsas que operam tais negócios. Contudo, tal como as funções da circulação, os derivativos podem ter um papel auxiliar a cumprir. Eles possibilitam atividades produtivas: podem servir de freios à volatilidade, do ponto de vista de uma unidade produtiva, podem servir como garantias de preço, de taxas de câmbio, e de taxas de juros. Podem também ser um mecanismo de redução de taxas de juros para as partes interessadas. Mas, isso não significa que produzam valor: é uma atividade de disputa em torno da mais-valia já produzida.

Contudo, essas funcionalidades só se tornam visíveis se se discutir as características específicas dos tipos de contratos principais. A análise das formas concretas, para além dos seus fins didáticos, que fazem com que a aparente complexidade de tais instrumentos se reduza, também auxilia na compreensão do significado dos derivativos e sua função geral no modo de produção capitalista presente. É a esse objetivo que a primeira seção deste ensaio se dedica: a expor descritivamente os mercados nos quais esses papéis são negociados e as formas dos principais tipos de contratos estabelecidos. Nesse momento inicial, dedicado a uma análise descritiva, têm destaque não só a formatação dos contratos, mas as estratégias para as quais são utilizados: *hedge* e especulação.

Na seção posterior, discute-se o significado e as funções dos derivativos a partir de perspectivas inspiradas pela Crítica da Economia Política. O tema dos derivativos, cujo pioneirismo de Hilferding (1981) é marcante, permaneceu adormecido entre autores inspirados por Marx desde 1910, quando da redação de *O Capital Financeiro* por esse autor. Apenas com Bryan e Rafferty (2006) o tema ganharia destaque em uma obra de fôlego, dando um novo respiro à discussão. A crise de 2008 promoveria um novo impulso à análise do tema. O que esse ensaio pretende, em sua segunda parte, é expor criticamente algumas das categorias principais de análise.

3.1 Microestrutura dos principais mercados: balcão e bolsa

A principal diferença entre o mercado de balcão (*over-the-counter*) e o de bolsa, seja no que se refere à negociação de derivativos ou qualquer outro ativo, é o fato de que o mercado de balcão não tem mecanismos de negociação públicos e centralizados. Os preços dos ativos não são abertos, e não se faz uso de técnicas de leilão nem de livro de ordens, como é o caso com a bolsa, para que as negociações ocorram (DUFFIE, 2012). No mercado de balcão, os compradores e vendedores negociam o preço e os termos de modo privado, com ausência de informação acerca de outras negociações privadas. Isso leva a uma significativa heterogeneidade dos contratos que são negociados, não só em termos de preço, por conta da variada disponibilidade de informação, como também, de prazos, e outras condições contratuais não padronizadas.

Há dois motivos mais importantes pelos quais os agentes podem escolher transacionar no mercado de balcão ao invés do de bolsa. Em primeiro lugar, essa escolha pode ser determinada pela natureza do ativo. Como os contratos, especialmente os instrumentos financeiros, são particularmente flexíveis quanto à sua forma e conteúdo, pode ser que a parte interessada em comprar ou vender algum papel não o encontre no mercado aberto ou, o encontrando, não haja liquidez suficiente. Nesse caso, trata-se de requisitar a uma contraparte, que pode ser, por exemplo, um banco de investimento, através de um corretor ou não, que este ofereça um “novo instrumento financeiro para o qual não haja um mercado ativo” (DUFFIE, 2012, p. 6). Tett (2009) mostra como na década de 1980, mesmo para ativos que posteriormente seriam padronizados e negociados em bolsa, somente através dos mercados de balcão era possível a realização de certos negócios. O exemplo trazido pela autora é do um contrato de *swap* entre a IBM e o Banco Mundial, mediado pelo banco Salomon Brothers em 1981, no valor de US\$210 milhões.

Nesse aspecto, provém uma dificuldade adicional. Se o ativo for muito específico pode ser que não haja uma contraparte disposta a fechar o negócio, e, então, a parte inicialmente interessada deve aceitar ou propor alterações até que a outra parte considere a proposta razoável. Para se ter uma ideia, o caso da negociação entre a IBM e o Banco Mundial precisou de tratativas que se arrastaram por dois anos até que fosse completada (TETT, 2009). Uma vez que um certo tipo de contrato se torne suficientemente padronizado e cresça a demanda por seu uso – o que implica maior

liquidez –, ele pode migrar para um mercado público e ser negociado em bolsa (DUFFIE, 2012). Nesse aspecto, portanto, os mercados de balcão parecem dar uma contribuição importante para o processo de inovação financeira. A principal barreira inicial de adoção de uma inovação financeira é a existência de participantes para o mercado. Uma vez que os mesmos existem, há uma dificuldade em proteger os instrumentos financeiros por patentes e normalmente a engenharia reversa é um processo simples (LERNER; TUFANO, 2011). Assim, a sua difusão é facilitada.

O segundo motivo pelo qual pode-se preferir negociar nos mercados de balcão ao invés dos de bolsa é que, existindo o ativo em um mercado público, pode ser que a liquidez vigente naquele mercado seja estreita demais diante da compra ou da venda intencionada. Como os mercados em bolsa, em sua grande maioria, funcionam baseados em um livro de ordens, conforme vai se ver a seguir, é possível ver o volume e os preços de ordens de compra e de venda que estão aguardando que uma outra parte tome o outro lado do negócio. Se na vizinhança do preço do último negócio (preço do mercado, futuro ou *spot*) o volume de ordens abertas for relativamente pequeno ao preço da negociação pretendida, ao se inserir a ordem de compra ou venda, o preço do mercado moveria muito rapidamente (*slippage*), o que poderia inviabilizar um negócio de maior vulto. No mercado de balcão, como parte-se de um acordo entre menos partes interessadas, e não se expõe uma intenção de compra ou de venda a um mercado público, os preços podem movimentar-se menos.

O aspecto não-público dos mercados de balcão faz com que haja inconveniências tanto para as partes que negociam quanto para a sociedade. A falta de transparência que traz vantagem para negociadores também é fonte de risco. Parte dos contratos realizados em balcão são de natureza apenas bilateral, sem uma terceira parte garantidora. As partes negociantes, por não estarem relacionadas a um mercado centralizado que pode controlar, por exemplo, que os participantes tenham garantias depositadas e travadas em suas contas, estão submetidas a um risco de mercado de parte a parte. Em um mercado centralizado em bolsa não há o risco de inadimplência, do ponto de vista das partes negociantes individualmente tomadas. No mercado de balcão, como os contratos não têm formato pré-definido, pode haver a necessidade de que as partes disponibilizem

garantias e as entreguem ou não a uma terceira parte que pode monitorar o negócio (HULL, 2022, p. 33).

Por conta dessa falta de transparência, a regulação desses mercados não é um processo simples. Embora a legislação tenha tentado, em anos recentes, dar conta dos movimentos do mercado de balcão, o aparato regulatório em torno dos mesmos não é uniforme. Por exemplo, para o caso dos Estados Unidos, Brüggemann et al. (2017), analisaram uma amostra de ações de 10.000 empresas americanas negociadas em balcão. Os autores demonstraram que há leis federais que eximem algumas empresas de reportar seus negócios em balcão ao mesmo tempo em que há leis estaduais que o requerem. Isso sem contar a diversidade de regimes regulatórios em diferentes países. Por isso, os autores, qualificam os mercados de balcão como mercados que se situam numa penumbra de leis regulatórias e informacionais (BRÜGGEMANN et al., 2017, p. 37).

Nas bolsas modernas, as informações sobre preços, quantidades e ordens de compra e venda colocadas pelas partes negociantes são públicas e exibidas em tempo real, ainda que sejam anônimas. Com uma grande quantidade de negociantes, as bolsas que evoluíram para o formato de negociação eletrônica, atuam segundo o modelo dos livros de ordem-limite. Um livro de ordem-limite se baseia em três tipos de ordens principais: ordem-limite, ordem a mercado, e o cancelamento de uma ordem. As ordens-limite são o coração do funcionamento desse tipo de bolsa. Essas ordens são públicas, e não necessariamente são executadas imediatamente ao serem enviadas. Elas ficam aguardando em uma espécie de fila de espera: elas, normalmente, são públicas quanto a seus preços e quantidades. Nesse tipo de ordem, o vendedor ou comprador estabelece um preço-limite pelo qual aceita negociar uma quantidade qualquer de seus ativos. Se for uma ordem-limite de compra, o comprador coloca um preço máximo pelo qual aceita comprar uma determinada quantidade de ativos. Se for ordem-limite de venda, o vendedor coloca um preço mínimo pelo qual aceitaria vender uma determinada quantidade de ativos. Ao enviar uma ordem-limite ao sistema, esta só será executada se houver uma ordem-limite oposta já presente disponível no livro de ordens. E somente será executada nas quantidades disponíveis: se uma das ordens for maior que a outra, o restante não executado irá repousar no livro (HARRIS, 2003). As ordens de cancelamento

são um tipo de requisição ao sistema para que a ordem que está disponível no livro seja cancelada. Como essas ordens são normalmente públicas, é possível estimar a liquidez do mercado através de sua observação. Um desses indicadores é o *bid-ask spread*, ou, a diferença entre a ordem-limite de compra mais alta e a ordem-limite de venda mais baixa. *Bid-ask spreads* mais elevados tendem a sinalizar problemas de liquidez no mercado.

Contudo, as ordens que efetivamente movem o mercado são as ordens a mercado. Uma ordem de compra a mercado irá “varrer” as ordens-limite de venda, pela ordem ascendente de preço, até que a quantidade desejada seja comprada. Por exemplo, suponha que o preço atual de mercado seja de \$10, e que há apenas duas ordens-limite de venda disponíveis no livro: uma de 200 unidades a \$10,00, e outra com 100 unidades a \$10,01. Se se dispara uma ordem de compra a mercado de 250 unidades de um ativo, e se se tem os fundos necessários para essa compra, 200 unidades serão compradas por \$10,00, e 50 por \$10,01, e o novo preço de mercado será \$10,01. O raciocínio inverso também se aplica. As ordens-limite são as provedoras de liquidez, ou *market makers*, enquanto as ordens a mercado aceitam e movem o preço.

Para os derivativos, normalmente, mercados a termo, swaps e opções são negociadas em balcão. Nas bolsas, normalmente se encontra com mais frequência mercados futuros e opções.

3.2 Contratos a termo, futuros, opções e swaps

Bryan & Rafferty (2006) produziram uma obra inovadora que tentou conectar a Crítica da Economia Política a aspectos mais específicos e mais gerais do mercado de derivativos. Os autores, quando se propõem à discussão dos derivativos, também centram a atenção nos futuros, nas opções e nos *swaps*, mas, deliberadamente, preferem deixar a exposição de alguns detalhes e da forma de funcionamento desses contratos de fora do escopo de sua obra. Este ensaio escolheu o caminho de tentar apresentar o funcionamento mais específico dos mercados por três motivos principais: 1) é a partir da discussão mais concreta dos contratos e seus mercados que se torna possível reduzir a névoa de obscuridade que existe em torno dos derivativos; 2) a partir dos detalhes é

sempre possível extrair conclusões que impactam na apreciação geral do tema, como por exemplo, estratégias usadas na decisão de investir; e 3) porque este ensaio entende que a dimensão didática também tem a sua importância. O nível de detalhe será o suficiente para que a natureza de cada tipo de contrato seja exposta, e que as estratégias relacionadas com eles possam ser compreendidas. Para fins de simplificação, não serão considerados custos de negociação como taxas de corretagem e impostos.

3.2.1 Contratos a termo

Os contratos a termo são uma das formas mais simples de contratos derivativos. Embora não sejam propriamente parte do que se chama de mercados futuros, a análise dos contratos a termo permite que se estude as bases de funcionamento dos mercados futuros. Assim, pode-se tomar os contratos a termo como sendo uma espécie de versão simplificada dos futuros. Seu estudo também é útil porque permite estabelecer, em um ambiente mais simples, algumas terminologias importantes para o entendimento desses mercados.

Um contrato a termo, segundo Hull (2022, p. 6), é “um acordo de se comprar ou vender um ativo a um certo tempo futuro por um certo preço”. De acordo com o mesmo autor, esse contrato pode ser distinguido do mercado *spot*, que nada mais é do que o acordo de se comprar e vender um ativo imediatamente. É comum no vocabulário corrente que se oponha os preços a termo e preços futuros a preços à vista. Deve-se tomar cuidado para não associar-se os preços à vista a pagamento à vista, são coisas distintas. Compras baseadas no crédito comercial, por exemplo, são classificadas no mercado *spot*, à vista, e não nos mercados a termo. Nesse caso o preço de compra é o preço corrente do mercado, e apenas o pagamento efetivo é diferido no tempo. As taxas de juros, se aplicáveis, também são definidas no momento da compra, mesmo que sejam acordadas taxas variáveis. No mercado a termo, o preço é definido no momento da compra, não sendo necessariamente o de mercado, ou o de mercado ajustado a uma taxa de juros, é um preço que envolve expectativas não incorporadas nos juros. E a entrega da mercadoria é feita quando o prazo acordado expirar.

Segundo Hull (2022, p. 6), normalmente, os contratos a termo são processados nos mercados de balcão, isto é, em mercados fechados ao grande público, normalmente entre duas instituições ou entre uma instituição e um cliente. Sua simplicidade, contudo, permite que dois indivíduos ou empresas firmem um contrato a termo diretamente entre si. Um exemplo simples ocorre quando se tem uma unidade agrícola que produz um insumo do qual depende uma fábrica para produzir sua mercadoria final. Para exemplificar, suponha que a unidade agrícola produz café e a fábrica torre e embale o café. Supondo que tanto a unidade agrícola quanto a fábrica estejam em um ambiente de incerteza quanto aos preços desse insumo em um período que seja relevante para a atividade de ambas, elas podem firmar um acordo. Assumindo que o preço da saca de café de 60kg esteja em R\$600, e ambas as unidades temam a volatilidade do preço (a fazenda temendo a queda, e a fábrica temendo a alta), elas podem firmar um contrato a termo no qual a unidade agrícola se compromete a vender vinte sacas a R\$600 reais cada para daqui a 1 ano para a fábrica, e que a fábrica se compromete a comprá-las.

Quanto a esse contrato, diz-se que a fábrica abriu uma posição longa (ou posição comprada), e diz-se que a fazenda abriu uma posição curta (ou posição vendida). Assim, ambas as partes estão travadas em termos de preços de café. A fazenda não precisa temer a queda de preço, e por isso, sendo o preço acordado satisfatório em termos de seus custos previsíveis, ela irá realizar a produção. A fábrica não precisa temer a alta do preço do café, para essa quantidade comprada, e assim ela pode planejar o futuro com uma variável incerta a menos. Isso é a formação, para ambas as partes, de posições de *hedge* mediante um contrato a termo. Elas conseguem expulsar o risco da variação dos preços até as quantidades e prazo que o contrato a termo alcançar.

Isso, contudo, não elimina por completo o risco da transação. Embora ambas as partes tenham a garantia de que o preço a ser pago não irá variar, elas não têm garantia sobre o movimento de seus outros custos. Pode ser, por exemplo, que o preço dos fertilizantes subam, e torne inviável a produção lucrativa de café ao preço acordado. Pode ser, também, que o preço do material combustível da torrefação suba e torne inviável a atividade para a fábrica: ainda assim, ela seria obrigada a comprar o café. Além do mais, existe outro risco de mercado: para a fazenda, pode ser que o café suba, e ela deixe de ganhar com a alta do preço, o que beneficiaria mais à fábrica. O contrário também é

verdadeiro: caso o preço do café caia, a fábrica teria perdido a oportunidade de comprar café mais barato, e o acordo teria beneficiado mais à fazenda. O que se deixa de perder de um lado é o que o outro lado deixou de ganhar se as operações fossem realizadas à vista na data em que o contrato expira. Por isso, contratos a termo são jogos de soma-zero (GOTTESMAN, 2016, p. 16). Seja como for, o futuro é imprevisível, e ambas as partes, no momento da incerteza, consideraram vantajoso fechar o contrato àquele preço.

De acordo com Hull (2022, p. 7), é muito comum que tesourarias de grandes empresas utilizem contratos a termo no mercado de câmbio. Farhi (1998, p. 71) destaca a importância dos mercados a termo de câmbio, e como as suas características permitiriam a sua substituição futura por contratos de *swap*. Duas partes fixam o preço de uma moeda em termos da outra com previsão de entrega a um prazo que seja relevante para as mesmas. Com isso, remove-se o risco cambial para ambas as partes, mesmo que se elimine, conjuntamente, a chance de ganhos cambiais.

O preço pelo qual se firma um contrato a termo não é necessariamente o preço de mercado atual. Pode ser que a tendência atual ou outros fatores conjunturais coloquem um ágio ou decréscimo no preço acordado. Isso pode abrir oportunidades para arbitragem, isto é, atuação simultânea em dois mercados que garante a realização de um lucro. Hull (2022, p. 106) explica que as oportunidades de arbitragem são abertas quando há diferença entre o preço *spot* e o preço a termo e se considera a taxa de juros vigente. Se o tamanho da diferença percentual entre o preço a termo e o preço *spot* for maior que a taxa de juros vigente aplicada ao mesmo período, abre-se uma oportunidade de arbitragem. O exemplo dado por Hull (2022, p. 106), e aqui levemente modificado, é o seguinte: suponha que a ação de uma empresa que não renda dividendos seja negociada no mercado *spot* por \$40, que a taxa de juros para três meses seja de 5% e que o preço a termo, também para três meses, seja \$43. O valor de \$43 é um valor 7,5% maior do que o preço do mercado *spot*. A oportunidade de arbitragem existe. Suponha que o agente tome um empréstimo de \$40 a uma taxa de 5% para pagar em três meses. Imediatamente, compra-se a ação por \$40, e firma-se um contrato a termo para vender a \$43 em três meses. Passados os três meses, o agente entregará a ação por \$43, e pagará \$40 pelo empréstimo, acrescidos de 5% de juros, \$2 que totalizam \$42. Há um

lucro de \$1, garantido, sem riscos. A taxa de lucro obtida é de exatamente 2,5% sobre os \$40 iniciais.

Poder-se-ia perguntar: por quê essa operação é vantajosa se, teoricamente, o agente poderia ter comprado algum título que rende a taxa de juros de 5% trimestral? O motivo é: o agente não precisou comprometer recursos próprios nessa operação. Tomou emprestado e fez a arbitragem sem imobilizar nada de seu patrimônio. Como toda a oportunidade de arbitragem, contudo, esta também é limitada, já que caso vários agentes detectem a mesma oportunidade, ao tomarem empréstimos pressionam as taxas de juros para cima, os preços *spot* para cima por comprarem a mercadoria ou ação à vista, e os preços a termo para baixo, porque é aí que vendem.

Também é possível arbitrar no sentido inverso e ganhar com a queda. Hull (2022, p. 106) também traz um exemplo que descreve essa possibilidade, que aqui é apresentado de forma adaptada. Suponha que o preço do ativo no mercado *spot* seja de \$40, e a taxa de juros de 5% para um período de três meses, e que o preço a termo esteja sendo negociado a \$39 com entrega para também daqui a três meses. Pode-se alugar o ativo, em um banco de títulos, e imediatamente vendê-lo no mercado *spot*, embolsando assim \$40. Investe-se os \$40 para o período de três meses a 5%, e abre-se uma posição a termo para comprar o ativo novamente em três meses por \$39, o preço a termo dado pelo mercado. Em três meses, recebe-se \$42 do investimento feito. Usa-se \$39 para cumprir a obrigação no mercado a termo (que é a compra do ativo alugado) e devolve-se o ativo ao locador inicial. Um saldo de \$3. Se a taxa de aluguel for inferior à taxa de 7,5% é possível arbitrar nesse mercado, porque 7,5% de \$40 é \$3. Se for superior, então a taxa de aluguel será superior aos \$3 obtidos, e assim, não será possível arbitrar. Também nesse caso, a própria ação dos agentes que arbitram irá fechar a oportunidade. Há inúmeros outros cenários possíveis de arbitragem, e o número de variáveis a considerar pode variar de acordo com o tipo de ativo. Se o ativo produzir rendimentos por sua posse, por exemplo ação que pague dividendos, esses valores devem ser descontados e aplicada a taxa de juros sobre eles para checar se há a oportunidade.

A última estratégia relacionada ao mercado a termo é a especulação. Nesse caso, por exemplo, é possível que alguma parte interessada abra uma posição longa (posição comprada) em um contrato a termo, cujo preço do ativo esteja fixado a um valor inferior

ao que se espera no futuro. Para ter sentido, a esperança de variação positiva do preço tem que ser superior às taxas de juros esperadas ao longo do período em que o contrato for vigente. Desse modo, caso a previsão se realize corretamente, quando chegar o momento em que o contrato expira, quem abriu a posição longa terá direito a recolher a mercadoria pelo preço acordado previamente, e poderá vendê-la imediatamente no mercado à vista, que agora está a um preço superior ao contratado a termo, realizando lucro. Se a previsão falhar, a pessoa que fez o investimento recolherá o ativo pagando o preço acordado a termo, e se for vender no mercado à vista terá prejuízo, porque o preço será inferior ao acordado previamente. Revertendo-se o raciocínio, pode-se traçar uma estratégia especulativa para uma posição vendida se se esperar que o preço futuro apresente uma queda superior às taxas de juros.

A diferença entre especulação e *hedge* nos contratos a termo não tem uma fronteira bem definida. Tem mais a ver com o uso que se pretende fazer com relação ao ativo subjacente. Se for algo que inevitavelmente terá que ser comprado ou vendido em função da atividade realizada, por exemplo um insumo, então tem-se mais características de uma ação protetiva. Se a intenção for apenas ganhar com a variação de preço, é claramente especulativa. Em um caso, se o mercado não caminhar favoravelmente aos interesses, implica-se necessariamente em prejuízos. No caso do *hedge*, pode-se deixar de vender mais caro, ou perder-se a oportunidade de comprar mais barato, mas, se a base de cálculo partir do valor do contrato a termo, considerado tudo o mais constante, não haverá surpresas na apuração do resultado.

3.2.2 Contratos futuros

Os contratos futuros possuem a mesma essência dos contratos a termo. O contrato futuro também é um “acordo entre duas partes para comprar ou vender um ativo a um certo tempo no futuro por um certo preço” (HULL, 2022, p. 8). O que os diferencia dos contratos a termo é que os futuros são contratos padronizados e são normalmente negociados em bolsa (HULL, 2022). Por serem negociados em bolsa e não em mercados de balcão, há uma outra conveniência: não é necessário que uma das partes interessadas em montar um contrato a termo procure uma contraparte interessada na

posição oposta. Se um tipo de contrato futuro é negociado em bolsa, significa que há um interesse suficiente a ponto de que se organize um mercado em torno desse próprio contrato com todas as suas especificações padronizadas. E normalmente, tais contratos são negociados em um regime de livro de ordens-limite conforme descrito acima. Desse modo, há uma chance consideravelmente maior de que os participantes interessados possam encontrar liquidez tanto para entrada, quanto para saída desses mercados.

Para que a padronização do contrato seja garantida, não apenas prazos devem ser definidos previamente – para que todos os interessados ou aceitem os prazos disponíveis ou não haverá negócio –, mas também as especificações qualitativas do ativo. Por exemplo, existem dois contratos futuros conhecidos sobre o petróleo: o Brent e o WTI. O petróleo WTI se refere ao petróleo produzido no meio-oeste dos Estados Unidos, e o Brent é o produto internacional, mais amplamente utilizado. *Commodities* agrícolas devem ser padronizadas segundo a qualidade e a quantidade. Ativos financeiros, por seu turno, como ações sobre empresas ou moedas, têm a vantagem de já serem padronizados por definição.

Outro aspecto, que em certo sentido é uma generalização das propriedades do contrato a termo, é que a partir do mecanismo de livro de ordens-limite utilizado pelas bolsas, cujas ordens são postadas anonimamente, não é necessário que uma das partes conheça a outra. O próprio mecanismo de compensação interno da bolsa é que é responsável pelo firmamento dos contratos. E o risco de inadimplência da contraparte também é praticamente eliminado porque para se negociar futuros em bolsa é necessário que, antes de enviar alguma ordem, que haja a entrega à corretora de uma garantia específica cujo nome é margem: podendo ser dinheiro ou algum ativo facilmente liquidável, a depender das regras específicas. A margem é uma característica absolutamente central dos mercados futuros também porque é a partir dela que se calcula a alavancagem da qual trataremos logo à frente.

Antes, porém, há uma diferença importante com relação ao mercado a termo. No mercado a termo normalmente se negocia o ativo subjacente ao contrato. No mercado futuro, isso não é necessariamente verdade. Na verdade, é mais comum que os contratos futuros sejam liquidados em moeda e não com a entrega do ativo subjacente. Na introdução a este ensaio, viu-se que o derivativo depende da variação de alguma variável.

Para o caso dos contratos futuros a variável pode ser o preço de um ativo subjacente. Como normalmente não se negocia fisicamente os ativos nos mercados futuros, mas interessa-se somente na variação de seu preço, os negociantes desses mercados realizam, na verdade, apostas sobre os preços. Nesse sentido, comprar uma *commodity* qualquer no mercado futuro não é comprar o ativo subjacente, e é possível vender no mercado futuro sem ser proprietário do ativo de antemão: comprar e vender são meras convenções nominais, porque o que se faz realmente nesses mercados é apostar na alta ou na baixa dos ativos a um tempo futuro. O único caso em que a compra futura não significa uma aposta pura ocorre quando se leva o contrato até a sua maturação e se o contrato prever a entrega física. Se isso ocorrer, a parte longa ou comprada tem direito a receber o ativo e a parte vendida, ou curta, tem a obrigação de entregá-lo na data: se não possuir o ativo, deverá comprá-lo no mercado *spot* para realizar a entrega.

Se uma parte negociante está interessada em apostar na alta futura de um ativo qualquer, com o contrato expirando dali a 3, 6, ou 12 meses, por exemplo, ela deve abrir uma posição comprada ou longa. Por se tratar de negociação em bolsa, ela pode fazer uma requisição de ordem-limite para que a corretora publique a ordem de negociação no livro de ordens da bolsa ou pode requisitar uma ordem a mercado, que imediatamente irá varrer o livro de ofertas até preencher a quantidade requisitada, e ao final, o preço de mercado será definido. Se alguém quiser apostar na baixa, abre-se uma posição vendida ou curta, segundo os mesmos procedimentos. O sistema de negociação irá alinhar os pares de ordens e quando eles ocorrerem se diz que as duas partes estão com posições abertas. Se não se compra o ativo nem se vende efetivamente, a margem tem apenas uma função: assegurar que as apostas perdedoras pela variação do preço em um sentido sejam capazes de pagar as apostas vencedoras do outro.

Suponhamos que dois agentes aceitaram apostar em direções opostas, o que possibilita o seu negócio, em torno do preço de um ativo qualquer, para daqui a 3 meses. Normalmente, os contratos futuros têm tamanhos fixados em lotes: por exemplo, 1 lote para negociação de futuros de petróleo Brent representa 1.000 barris. O tamanho mínimo de cada contrato é 0,01 lotes, ou seja, 10 barris. Para simplificar, digamos que um contrato represente uma unidade do ativo. Para cada unidade monetária de elevação do

preço do próprio contrato futuro³⁹, uma unidade monetária é acrescentada na margem da parte comprada, e uma unidade monetária removida da margem da parte vendida. E vice-versa, caso o preço do ativo tome o sentido contrário. O ajuste das margens pode variar de acordo com as regras da bolsa específica onde se opera: ele pode ser em tempo real, ou pode ser em algum tempo discreto, como por exemplo, ao final de cada dia. É importante fixar que comprar ou vender no mercado futuro não significa desembolso ou recebimento de dinheiro na margem, apenas uma espécie de permissão para que a margem depositada sofra variações com as variações do preço do contrato.

Para reduzir o risco de inadimplência, se a margem se reduzir excessivamente com relação ao valor inicial do contrato ocorre a chamada *margin call* ou chamada de margem. Nesse caso, a parte deve fazer novo depósito para que a sua posição permaneça aberta. Se não o fizer, e a margem continuar a se reduzir até um ponto crítico, a corretora liquida a posição. A liquidação se dá com a corretora colocando uma ordem contrária e de mesmo tamanho da posição liquidada em nome do liquidado: se a posição a ser liquidada for comprada, a corretora realiza uma ordem a mercado vendida de mesmo tamanho, e vice-versa. Assim, o negociante liquidado não está mais exposto aos movimentos do contrato porque suas posições comprada e vendida se cancelam: é como apostar, ao mesmo tempo, em duas equipes vencedoras de um jogo que não permite empate.

E uma terceira parte negociante, no momento da liquidação, para o qual se realizou a ordem vendida, irá ser dona de uma posição comprada aberta. As margens que vão variar com o movimento do preço são do negociante que não foi liquidado inicialmente, com o terceiro negociante. É por esse motivo que as liquidações, em momentos de *crash*, causam tanta volatilidade no mercado: liquidações são altamente pró-cíclicas. Se as posições compradas estão sendo liquidadas, porque um ativo futuro está tendo seu preço reduzido, as ordens a mercado serão de venda, o que joga o preço futuro ainda mais para baixo. E, também há liquidações em contrário, quando as margens das posições vendidas é que se reduzem a pontos críticos por contas de elevação dos

³⁹ O preço do mercado futuro pode se descolar do ativo subjacente, mas, eles necessariamente convergem na data de vencimento do contrato.

preços. As ordens de liquidação para fechar posições vendidas são o envio de ordens de compra ao mercado, o que joga o preço ainda mais para cima.⁴⁰

O preço dos contratos futuros, em sua parte autônoma, pode ser definido da seguinte forma: é o preço da última negociação, a partir do qual um agente apostou que o mesmo iria subir ainda mais e um agente apostou que a partir de ali cairia. Exemplo: suponha que uma mercadoria *x* seja negociada, no momento, no mercado à vista por \$10 e que o contrato futuro da mercadoria *x* com vencimento para daqui a 1 ano esteja \$13. Supondo que a ordem-limite de compra aberta mais alta no mercado futuro, no momento seja de \$12,98. Se alguma negociante realizar uma ordem executora (a mercado) e tomar a posição vendida contrária à ordem \$12,98, o novo preço futuro para daqui 1 ano será de \$12,98. Mais uma vez, a parte comprada aposta em sua alta, a parte vendida em sua baixa. O preço futuro, pode-se dizer, envolve expectativas quanto ao futuro, mas é um preço cotado no presente. Os movimentos do preço à vista, podem condicionar as expectativas e assim alterar os preços futuros, e os preços futuros, podem fazer variar o preço à vista.

Os preços futuros possuem um aspecto não-autônomo. Se são derivativos, seu preço também depende em alguma medida do preço do ativo subjacente. Enquanto o contrato não vencer, as partes negociantes podem abrir ou fechar posições, que afetam continuamente o preço futuro. Quanto mais próxima for a data de vencimento do contrato, mais os preços à vista e futuro tendem a convergir. Como afirmamos anteriormente, a partir de Bryan & Rafferty (2006), existem estudos empíricos que indicam que pode não ser o preço futuro que irá convergir para o *spot*, mas o contrário. Expirado o contrato, o

⁴⁰ Esse processo de liquidação generalizada de posições vendidas é conhecido como *short squeeze*. No mercado à vista também é possível que isso ocorra porque é possível vender um ativo sem tê-lo a partir de seu aluguel. Nesse caso, apostando na baixa, aluga-se um ativo (uma ação por exemplo), vende-se na esperança de seu preço cair, e depois compra-se de volta a um preço menor, tomando a diferença com o lucro, devolvendo-a, então, ao locador. Se o preço desses ativos se elevar, pode ser que o detentor da posição curta seja obrigado a fechar a posição para minimizar futuras perdas, e assim, comprar o ativo de volta, o que pressiona seu preço ainda mais para cima. Um exemplo clássico ocorreu no começo de 2021, quando alguns fundos de investimento sofreram *short squeeze*, e perderam até 30% do seu patrimônio, após terem apostado na queda do preço dos papéis da Gamestop, uma rede de locadoras/lojas de jogos eletrônicos. O movimento de alta nos papéis teria sido iniciado porque alguns usuários de uma rede social teriam detectado um movimento de alta no volume dos aluguéis das ações da empresa, e viram a oportunidade de, agindo de maneira orquestrada, comprar um volume suficiente desses papéis, pressionando seus preços para cima, até que as posições vendidas fossem forçadas a comprar o papel de volta, garantindo a sua saída do mercado a preços mais altos. Esse caso é contado em Mezrich (2021).

ganho ou perda de cada negociante será dado pela diferença entre o preço futuro tomado na formação da posição e o preço final dado pelo momento de vencimento do contrato. As posições longas terão ganho líquido se o preço futuro final (que coincide com o preço à vista da ocasião) for maior do que o preço futuro do momento da contratação, e as curtas terão perdas. E vice-versa.

Para finalizar essa descrição, falta apenas considerar o aspecto da alavancagem. Diferentes mercados utilizam diferentes mecanismos que possibilitam alavancagem. Por exemplo, a contabilidade pode considerar a taxa de alavancagem de uma empresa como sendo a soma de suas dívidas de curto e longo prazo dividida pelo ativo total (LANG; OFEK; STULZ, 1995, p. 6). Quanto mais ativos uma empresa detém sob sua guarda, menor é o patrimônio próprio necessário para produzir um fluxo de renda maior. A relação receita/patrimônio cresce significativamente. Por outro lado, a empresa é exposta a um volume maior de risco, porque os prejuízos, em os havendo, podem ser significativos também diante do patrimônio. Para o caso da negociação com contratos futuros o resultado é similar. Entretanto, a categoria mais próxima do que seria o patrimônio, nesses contratos, seria a referida margem. A margem é o patrimônio disponibilizado para a negociação em contratos futuros. Como diferença, nos mercados futuros, não é preciso endividar-se para promover a alavancagem: é uma alavancagem independente do crédito. Basta que a parte negociante escolha o nível de alavancagem de interesse que isso irá alterar o grau de exposição às variações.

Exemplo para esse caso: suponha que alguém possui um depósito de \$500 em margem. Suponha agora, que essa pessoa quer se expor à variação patrimonial equivalente a um contrato de \$5000. Uma alternativa, é completar a margem com \$4500 e enviar a ordem de negociação, sem alavancagem. A partir de aí, sua margem de \$5000 começará a variar em uma relação 1:1 com o valor do contrato. Porém, existe a possibilidade de que com os \$500 uma pessoa se exponha à variação de um contrato precificado em \$5000. Basta que escolha – essa escolha pode ser através de alguma corretora que permita a escolha ou que fixe uma alavancagem no tamanho desejado – alavancar-se em 10x. Nesse caso, os \$500 ainda são o depósito em margem, mas suas variações percentuais corresponderão às variações percentuais dos \$5000 multiplicadas pela alavancagem. Suponha que o negociante abriu uma posição vendida, com

alavancagem 10x, a um preço inicial de \$5000. Suponha que o preço do contrato futuro caiu de \$5000 para \$4500. Uma queda de 10%. Sua margem era de \$500, e com essa queda, ela foi ajustada com \$500 adicionais porque apostou em sua queda. Logo, sua margem agora se situa no patamar de \$1000. Uma queda de 10%, com alavancagem de 10x, significa um ganho de 100%. Se, ao contrário, o preço futuro tivesse subido de \$5000 para \$5500, uma valorização de 10%, o negociante teria subtraído de sua margem \$500, ou seja 100% de sua margem, e seria liquidado. Se fosse uma operação comprada, 10% de alta no preço do contrato, significa 100% de crescimento na margem, e 10% de baixa, significa perda de 100% da margem, ou liquidação. Há mercados que toleram uma alavancagem superior a 100x. Nesse caso, menos de 1% na variação do preço no sentido adverso à aposta do negociante, é suficiente para que sua margem seja liquidada. É por essa razão que há um debate com um número considerável de participantes acerca da relação da alavancagem com o possível aumento da instabilidade financeira, entre os quais podemos citar, como exemplo: Pedrosa (2019), Ryoo (2013) e Farhi (1999).

O valor das posições efetivamente abertas são conhecidas como valor nocional. Assim, para o exemplo citado, é indiferente se a parte negociante utiliza \$5000 para posicionar-se no mercado sem alavancagem, ou \$500 se alavancando em 10x; para ambos os casos, o valor nocional é de \$5000. E isso vale para todos os tipos de contratos sujeitos à alavancagem. Isso é, portanto, um dos motivos pelos quais as estatísticas do BIS (2022), que trabalham também com o valor nocional, reportam cifras tão elevadas nos mercados derivativos, mesmo se comparadas ao PIB mundial. O agregado dos contratos abertos é medido pela noção de *open interest* (HULL, 2022, p. 214). O *open interest* é a soma dos valores nominais das posições longas (compradas). Estas, por sua vez, se igualam numericamente ao valor nocional das posições curtas ou vendidas, e assim, evita-se a dupla contagem. Desse modo, se um investidor decide sair do mercado, eliminando sua exposição à variação do valor do contrato, enviando ordem oposta e de mesmo tamanho à sua entrada, se a outra parte que aceitar tomar a posição não for a mesma com a qual fez o negócio inicial, ou não for a atual detentora do contrato cujo antigo possuidor era a parte inicial, o *open interest* não se altera, somente a alteração das pessoas entre as quais os fluxos de margem ocorrem se alteram. Se for a mesma pessoa ou posição oposta com outro possuidor, então o *open interest* é reduzido.

Embora o mercado futuro possa ser, até certo ponto, definido como um mercado de apostas em torno da variação de uma variável, ainda assim, ele pode cumprir uma função estratégica de *hedge*. Por exemplo, mesmo no caso em que unidades produtivas não possuem posições abertas no mercado futuro, elas possuem implicitamente posições futuras acerca dos ativos com os quais lidam em suas atividades. Um produtor de café, por exemplo, tem uma posição comprada em café, porque se o preço desse ativo sobe, sobe também a sua riqueza. Uma fábrica automotiva, por sua vez, e que depende de aço como insumo pode ser considerada como estando vendida em aço, porque quando sobre o preço deste, diminui o patrimônio da fábrica, que terá que comprá-lo no futuro. Como se viu anteriormente, para evitar oscilações na margem quando se tem uma posição comprada é necessário que se tome uma posição vendida de mesmo tamanho, e vice-versa. Esse é o caso também para possuidores de mercadorias reais que queiram se proteger de oscilações de preço.

O produtor de um determinado tipo de café, por exemplo, que queira ter seu preço atual garantido para uma data futura que coincida ou se aproxime do dia de sua colheita, pode ir ao mercado futuro e abrir uma posição vendida com contratos cujo montante seja igual ao número de sacas a serem colhidas e cuja data de vencimento seja próxima da colheita. Se na data da colheita o preço do café for menor que o preço atual, ele terá perdido valor no seu estoque de café, mas, a sua margem utilizada para negociar o contrato futuro terá crescido no mesmo montante. Se for maior, haverá perda na margem, mas o preço mais elevado da mercadoria irá compensar. Para o caso da fábrica, ela abriria uma posição comprada em aço, com volumes contratuais e data de vencimento próxima da data da produção prevista do veículo. Estando o preço do aço maior, paga-se mais para comprar aço à vista na data de vencimento, porém, a margem terá crescido o suficiente para absorver esse prejuízo. Estando o preço do aço menor, perde-se na margem, mas paga-se menos pela mercadoria aço.

Um problema de se fazer *hedge* em bolsa com contratos futuros é que há um custo adicional. O depósito em margem, mesmo que integralmente sacável e recuperável posteriormente, representa um montante de capital que a unidade produtiva deve reservar para abrir a sua posição. Nesse aspecto, a alavancagem não pode ser considerada como um elemento puro de especulação. Depositando apenas um

percentual do valor do contrato total, e alavancando-o, é possível fazer *hedge* depositando apenas um percentual correspondente ao do volume do ativo de interesse que será multiplicado pela alavancagem. Quanto menos volátil historicamente for o preço da mercadoria específica de interesse, mais permissiva quanto as alavancagens serão as bolsas e menor será o custo para fazer a proteção.

A estratégia especulativa no mercado futuro é mais facilmente compreendida. Basta que se abra uma posição comprada ou vendida sem que a pessoa que abre a posição tenha alguma atividade ou negociação que se relaciona de fato com o ativo subjacente. Reforçando que para vender no mercado futuro não é preciso ter a propriedade prévia da mercadoria, nem mesmo a sua posse por aluguel. Nem é preciso, de outro lado, que quem compra no mercado futuro queira se apropriar da mercadoria (ELTON et al., 2014, p. 25). Nesse caso, tudo que essa parte negociante quer é se expor às variações de preço do contrato futuro, o que é apostar em um movimento do preço, para cima ou para baixo, para realizar lucro.

Especulação e *hedge* no caso de mercados futuros, e porque não, para todos os demais derivativos, são intimamente interligados. Existe uma divisão na literatura acerca das conclusões do papel do especulador nos mercados futuros. Há uma série de autores que defendem que a presença do especulador no mercado é fundamental para que a liquidez do mercado seja maior, e assim possibilitar que os interessados em realizar o *hedge* possam fazê-lo mais facilmente. Ou seja, haveria mais possibilidades de entrada e saída no mercado futuro, sem que para assumir ou fechar uma posição o agente tenha que aceitar variações significativas de preço de entrada ou saída do contrato futuro. O *bid-ask spread* tende a ser mais estreito nesse caso. Segundo Working (1976, p. 72), *hedgers* teriam preferência até em buscar bolsas nas quais houvesse um número maior de especuladores. Em 1923, escrevendo no *Manchester Guardian*, Keynes (1983, p. 260) descreveu o especulador nos contratos futuros mais como um portador de riscos do que como um profeta, fazendo analogia, acerca de sua atividade, com a função de uma companhia de seguros (id., p. 261). “O que o produtor demanda do especulador não é alguém que conheça melhor que ele os panoramas futuros do algodão. Antes, é alguém que irá tirar de seus ombros a uma probabilidade razoável de lucro aquela parte do risco que ele não é capaz de sustentar” (KEYNES, 1983, p. 262).

McKenzie (2010, p. 212), por outro lado, entende que quase todos os mercados derivativos tomam como premissa “as assunções que a liquidez do mercado” é “fornecida pela especulação”, mas que estas só se validam em tempos normais. Rossi (2016, p. 119), analisando os modernos mercados derivativos câmbio, cujos tamanhos são significativamente maiores do que os de *commodities*, entende que a presença do especulador como importante fornecedor de liquidez não é necessária. O motivo de sua não necessidade, para o autor, é que “o especulador pode ser dispensável em contratos onde há interesses opostos de empresas que demandam *hedge* como entre uma empresa exportadora cujo risco é a apreciação cambial e uma empresa importadora que teme uma depreciação da taxa de câmbio” (ROSSI, 2016, p. 119).

3.2.3 Opções

As opções são um tipo de derivativo que possui uma diferença fundamental para os contratos a termo e os futuros. A opção, como o nome sugere, não obriga que quem a adquiriu exerça o direito correspondente à sua posse, mas, obriga quem a vendeu (ou lançou) que não ponha obstáculos à outra parte, caso ela escolha exercer seu direito. Se a opção vendida ou lançada envolver a entrega de um ativo a um determinado preço, e quem a comprou optar por exercer o direito, o lançador terá que entregar o ativo ao preço combinado. Isso é algo substancialmente diferente dos contratos a termo: quem vende a termo tem a obrigação da entrega, e quem compra a termo tem obrigação a exercer a compra nos preços e prazos definidos. Nos contratos futuros, a situação é semelhante, mesmo que o contrato não dependa de entrega física. À medida em que há posições abertas, as posições perdedoras pagam as vencedoras no ajuste diário ou em tempo real, e o resultado final será equivalente ao lucro ou prejuízo de uma compra ou venda obrigatória do ativo subjacente, face às condições de mercado na data em que o contrato expira.

Se os direitos relacionados à posse da opção não são impositivos, isso significa que existe a possibilidade da utilização das opções para limitar o valor em risco de perda ao mesmo tempo em que os ganhos não possuem um limite definido (FARHI, 1998, p. 50). Nos contratos futuros, o perfil das perdas é mais elástico, podendo chegar até a

liquidação, o que significa zerar a margem⁴¹. Nas opções, de antemão se sabe a máxima perda possível. Contudo, o conhecimento da máxima perda possível não é gratuito: deve-se pagar um prêmio, e, na verdade, o prêmio é a máxima perda possível para quem compra as opções. “Não há custo ao negociante (exceto pelos requisitos de margem/garantias) para entrar em um contrato a termo ou futuro, enquanto que a compra de uma opção requer um pagamento antecipado” (HULL, 2022, p. 205). Para quem as lança ou vende o perfil das perdas não é facilmente previsível e depende das garantias depositadas.

Existem dois tipos básicos de opções: opção de compra (*call*) e opção de venda (*put*). As transações possíveis são quatro: compra de uma opção de compra, compra de uma opção de venda, venda de opção de compra e venda de opção de venda. Um contrato de opção, ao ser lançado, deve especificar qual é o ativo, o tipo de opção (se de compra ou de venda), a quantidade do ativo, o preço no qual a transação ocorrerá (*strike*) se o comprador da opção decidir exercê-la e sua a data de vencimento (BOYLE; McDOUGALL, 2019, p. 27). Além disso, há fundamentalmente duas características quanto à data na qual o direito pode ser exercido: se o direito puder exercido apenas na data de vencimento da opção, diz-se ser uma opção de tipo europeu; se puder ser exercido a qualquer momento até a data de vencimento, diz-se ser de tipo americano. Portanto, o comprador de uma opção de compra tem o direito de comprar um ativo a um determinado preço em uma determinada data, o comprador de uma opção de venda tem o direito de vender um ativo a um determinado preço a uma determinada data. Os lançadores das opções, ou vendedores, têm a obrigação de garantir que a outra parte exerça o seu direito se estas decidirem por exercê-lo.

Nesse tipo de contrato, as margens ou garantias que devem ser mantidas pelas partes também é assimétrica. Basicamente, quem compra opções (seja de compra, ou de venda) não precisa manter um depósito na margem, nem deixar o ativo subjacente às opções como garantia, porque a sua perda máxima é dada pelo prêmio pago ao se

⁴¹ Na verdade, existe o risco de se perder um valor superior à margem depositada. Como se viu na seção anterior, no momento da liquidação, a corretora executa, automaticamente, uma ordem oposta à posição aberta, com o mesmo volume dessa posição aberta, em nome do liquidado. Se a liquidez do mercado estiver comprometida, pode ser que a liquidação ocorra a um preço no qual a margem estivesse negativa, porque a negociação ocorreria abaixo do preço para zerar em caso de se liquidar uma posição comprada, ou acima do preço, para se liquidar uma posição vendida.

comprar a opção. Do lado das partes lançadoras de opção, quem vende uma opção de compra, vende um direito para que outra pessoa compre a um determinado preço. Até que a opção vença quem vendeu essa opção deve manter como garantia ou o ativo ou um equivalente monetário em margem. Quem vende uma opção de venda, dá direito a outra pessoa de vender para si um ativo a um determinado preço: logo, deve manter em margem um montante suficiente para comprar o ativo de outra pessoa, se essa desejar exercer seu direito de venda (BOYLE; McDOUGALL, 2019, p. 36-37).

A análise dos ganhos e perdas é importante para tornar mais claro o funcionamento das opções, e nesse aspecto alguns exemplos podem ser úteis. Primeiro, vamos considerar os ganhos e perdas potenciais, adaptando a partir de Hull (2022), dos dois lados da transação em uma opção de compra.

Suponha que a ação da empresa X seja cotada atualmente em \$320. Suponha, agora, que uma negociante lance (venda) uma opção de compra de uma ação da empresa X, que dá o direito a outra pessoa de comprar aquela ação, por \$340 (preço *strike*) em 6 meses. Ela consegue negociar o preço desse direito a \$20. Do ponto de vista de quem compra uma opção de compra, conforme a descrita, os cenários são os seguintes: a perda máxima será de \$20, que é o preço já pago pelo direito. Os ganhos máximos são, teoricamente, bastante elásticos. Como preço atual da ação é \$320, a perda inicial, dada pelo prêmio pago para se ter o direito, só iniciará sua reversão se a ação se encontrar cotada a um valor acima de \$340. Caso contrário, não faria sentido exercer o direito de compra. Suponhamos que a ação seja cotada a \$340 na data de vencimento. Nesse caso, a parte compradora não ganha nada, mas também não perde nada: ela comprará uma ação que vale \$340 por \$320, e ao vendê-la no, posteriormente ao momento em que exerce o seu direito de compra, terá um lucro suficiente apenas para recuperar o prêmio pago inicialmente. Se a cotação passar de \$340, haverá lucro.

Da parte vendedora, a mesma operação tem os seguintes cenários potenciais: seu ganho máximo, é o valor do prêmio recebido: \$20. Se para a outra parte não valer a pena exercer o direito de compra, a opção vai expirar, e a pessoa que lançou a opção continuará sendo proprietária da ação subjacente e terá recebido \$20. O lucro será reduzido, mas continuará positivo se a ação for cotada no intervalo de preço entre \$340 e \$360. Nesse caso, a ação será vendida por \$340, porque é direito da outra parte, e

caso esteja, em 6 meses, a um preço de \$360, o resultado da operação de venda da opção seria nulo: vender uma opção a \$20 e depois vender uma ação que vale \$360 por \$340 seria o mesmo que ter vendido a ação por \$360 na data de vencimento. A partir da cotação de \$360, contudo, a operação de venda de opção passa a ser uma redutora de ganhos. Supondo que a ação dobre de preço, de \$320 para \$640, quem vendeu a opção terá a obrigação de entregá-la por \$340. Tendo deixado de ganhar \$300 se não tivesse lançado a opção. Se a venda da opção tiver sido a descoberto, ou seja, sem deter o ativo para o qual se vendeu a opção de compra, a pessoa iria ser obrigada a comprar a ação por \$640 no mercado, e vendê-la por \$340 para a compradora da opção. Assim, quem comprou teria um lucro de $\$300 - \20 do prêmio pago, totalizando \$280. E quem vendeu a opção teria um prejuízo de $\$300 - \20 do prêmio recebido, totalizando também \$280.

Agora, vamos considerar um exemplo acerca do lançamento de uma opção de venda. Suponha que a ação da empresa *X* seja cotada atualmente em \$320. Suponha, agora, que uma negociante lance uma opção de venda de uma ação da empresa *X*, que dá o direito a outra pessoa de vender aquela ação, gerando uma obrigação para quem a lançou, por \$300 (preço *strike*) em 1 mês. Ela consegue negociar o preço desse direito de \$5. Do ponto de vista de quem compra uma opção de venda, nesses moldes, os cenários são os seguintes: a perda máxima será de \$5, que é o preço pago por adquirir o direito de venda. Como o preço atual da ação é de \$320, o prêmio só não será perdido totalmente se a ação for cotada abaixo de \$300 em um mês. Nesse caso, na data de exercer o direito, quem comprou a opção de venda, pode ir ao mercado à vista, comprar a ação se estiver abaixo de \$300 e vender a \$300 para quem lançou a opção de venda, realizando um lucro que pode ser ou não maior que o prêmio. Seu lucro teórico máximo tende a \$295, que seria o caso se a ação caísse nesse período a um valor muito próximo de zero: nesse caso, compra-se a quase zero no mercado a vista, e vende-se por \$300 para quem lançou a opção, e subtraindo-se o prêmio pago, tem-se o resultado de \$295.

Da parte lançadora da opção, os ganhos máximos são limitados pelo valor do prêmio: nesse caso, \$5. Se em um mês, o preço da ação não cair abaixo do *strike* de \$300, quem comprou a opção de venda não exercerá o direito. Se o preço cair para a faixa de \$300 a \$295, então o ganho será diminuído, mas ainda será positivo. A perda máxima será dada pelo preço *strike* menos o prêmio: se o valor da ação se aproxima de

zero, a outra parte pode comprar no mercado a praticamente zero, e a parte lançadora é obrigada a comprar por \$300. Subtraindo-se o prêmio recebido de \$5, tem-se o resultado negativo de \$295. Esse caso é interessante no seguinte aspecto: as opções possuem um mecanismo de alavancagem implícita, que pode resultar em ganhos e perdas percentuais consideráveis. Supondo o caso de ganho máximo no exemplo acima, para a parte compradora o resultado seria um lucro de \$295 em um investimento de \$5: uma variação percentual de 5.800%⁴².

Quanto às condições de negociação, as opções podem ser classificadas em três situações. Elas são consideradas dentro do dinheiro, *in the money* (ITM), se naquele momento valesse a pena exercê-la. Para o caso de uma opção de compra, se o preço à vista do ativo subjacente for maior que o preço de exercício (*strike*), vale a pena exercer a opção. Para as opções de venda, elas estão dentro do dinheiro se o preço de exercício, *strike*, estiver acima do preço à vista do ativo subjacente. Elas estão no dinheiro, *at the money* (ATM), quando o preço *strike* for igual ao preço *spot* do ativo subjacente, nesse caso, é indiferente exercê-la ou negociar o ativo subjacente no mercado à vista. E elas estão, fora do dinheiro *out of the money* (OTM), no momento não vale a pena exercê-las: para uma opção de compra, se o preço *spot* for menor que o preço *strike*: nesse caso, se for do interesse comprar o ativo subjacente, é mais vantajoso comprá-lo no mercado à vista. Para uma opção de venda, se o preço *spot* for maior que o preço *strike*: ou seja, consegue-se vender o ativo a um preço maior no mercado à vista do que através do exercício da opção.

O efeito alavancagem descrito no exemplo acima ocorre de forma mais acentuada quanto mais barato for o preço da opção a ser adquirida. Os fatores que determinam o preço de uma opção são os seguintes: o preço atual do ativo subjacente, o preço *strike*, o tempo até o vencimento da opção, a volatilidade conhecida do ativo subjacente e a taxa de juros (BOYLE; McDOUGALL, 2019). Todos esses fatores, em suas combinações, refletem os ganhos potenciais e a chance de a opção ser exercida: uma metodologia de cálculo dos preços a partir desses fatores é a utilização da fórmula de Black-Scholes. Quanto mais próximo do vencimento, por exemplo, e se a opção estiver excessivamente

⁴² Uma série de exemplos numéricos de operações com opções podem ser encontrados em Parameswaran (2022, p. 282 e ss.), Farhi (1998, p. 53 e ss.)

fora do dinheiro, isto é, dependendo de uma grande oscilação para se tornar dentro do dinheiro, e assim, podendo ser exercida antes de expirar, mais barata ela será: afinal, a chance de o prêmio pago ser perdido é considerável. Quanto mais barata for a opção, maior a alavancagem implícita caso ela chegue à improvável situação de ser exercida.

Como o número de operações com opções é mais diversificado, bem como as suas combinações, o número de estratégias tanto de *hedge* quanto de especulação é consideravelmente maior do que nos contratos futuros. Basicamente, quem compra uma opção de compra, espera uma alta do ativo subjacente. Quem vende uma opção de compra aposta na sua queda. Quem compra uma opção de venda espera que o preço do ativo subjacente caia. Quem vende uma opção de venda espera uma alta no preço do ativo subjacente. À semelhança dos demais contratos, existe a combinação entre as duas estratégias, ainda que os mecanismos específicos sejam distintos. Normalmente, o tema opções é o assunto mais extenso em manuais de finanças que lidam com derivativos. As metodologias, combinações de estratégias e modelagem de riscos e modelagem de precificação fogem ao escopo da discussão desse texto. Em Hull (2022) essa apresentação está disponível.

3.2.4 Swaps

A definição mais direta de um *swap*, é “um acordo de balcão entre duas empresas que trocam fluxos de caixa (...) [definindo] as datas quando os fluxos de caixa devem ser pagos e como eles devem ser calculados” (HULL, 2022, p. 150). Um contrato *Swap* é o único tipo de derivativo no qual o resultado pode não ser um jogo de soma-zero para os negociantes diretos. Em ocasiões nas quais o jogo de soma-zero se aplica, a perda de um lado é o ganho do outro. *Swaps* permitem que isso não ocorra para partes negociantes, se houver vantagens comparativas, mas, por ser um acordo que exclusivamente lida com valores em circulação, alguma terceira parte deverá perder ou deixar de ganhar. *Swaps* são derivativos negociados em balcão, ou seja, não são negociados publicamente em bolsa, e normalmente, são utilizados com vistas a gerenciar risco relacionado com variações de taxas de juros e de câmbio. Os dados do BIS (2022) indicam que a vasta maioria dos contratos derivativos de balcão são negociados em torno

de taxas de juros e câmbio: dos cerca de US\$583 trilhões em valor nominal aberto de mercados de balcão, US\$97 trilhões são contratos de câmbio, dos quais US\$85 trilhões são baseados em contratos de *swap*. US\$466 trilhões são contratos de taxas de juros, dos quais US\$355 trilhões são baseados em *swaps*.

O caso mais simples de *swap* de taxas de juros é aquele no qual duas partes desejam trocar os regimes de juros a serem pagos em função dos mercados de crédito a que têm acesso: uma parte tem acesso a uma taxa de juros fixa e a outra tem acesso a taxa de juros variável, mas a ambas desejariam o regime de juros a que não têm acesso. Assim, ambas as partes, no caso mais simples, tomariam um empréstimo nos mercados a que têm acesso e fariam um acordo de *swap*. Cada uma mantém seu principal, mas os juros são calculados em função desse principal. Assim, a parte que deseja um empréstimo em taxas fixas, mas não teve acesso, paga o juro fixo para a outra. A parte que desejaria ter acessado um empréstimo a taxas variáveis, paga a taxa variável para a outra parte. Assim, cada uma das partes pagará o regime que desejar, e será capaz de saldar os juros no formato contratado com a instituição financeira da qual tomaram o recurso, porque receberam o equivalente da contraparte. (BOYLE, McDOUGALL, 2019, p. 164). Tomado dessa forma, só será possível a verificação sobre qual das partes o acordo favorece mais, a partir do movimento das taxas de juros variáveis.

Um exemplo que permite que o contrato *swap* não seja de soma-zero para as partes negociantes se dá quando existe a presença de vantagens comparativas. O exemplo trazido por Boyle & McDougall (2019, p. 168) é capaz de ilustrar bem o caso. Supondo que uma pessoa X pode tomar empréstimo às taxas de 3.5% fixo ou à taxa flutuante⁴³ LIBOR - 0.2%. A pessoa Y pode tomar empréstimo às taxas de 4.5% fixo ou à taxa flutuante LIBOR + 0.4%. Para medir a vantagem comparativa de X, basta ver que ela tem uma vantagem de 1% em termos fixos, e 0.6% na taxa variável. X tem uma vantagem comparativa no mercado de crédito a taxas fixas. O acordo *swap* será possível se X, possuindo vantagem comparativa em um tipo de mercado de crédito, demonstra

⁴³ LIBOR: London InterBank Offered Rate. Trata-se de uma taxa de juros variável de empréstimos interbancários de curto prazo.

preferência por outro regime de juros, e se houver uma contraparte disposta a tomar a posição oposta. Nesse caso, a vantagem é em taxas fixas, mas *X* deseja a taxa variável.

Para concluir o acordo, *X* tomaria o empréstimo à taxa fixa de 3.5% e *Y* à taxa variável LIBOR + 0.4%. *X* deseja pagar juros variáveis e *Y* juros fixos. O tamanho da vantagem comparativa do negócio é de 1%, que *X* tinha em relação ao juro fixo menos 0,6%, da desvantagem que *Y* contraiu ao tomar o empréstimo variável. Assim, a vantagem líquida é de 0,4%. Supondo que ambas as partes aceitem dividir a vantagem comparativa igualmente entre si o cenário seria o seguinte:

- *X* que desejava tomar um empréstimo a taxas variáveis, e que individualmente conseguiria a taxa LIBOR subtraída de 0,2%, conseguirá pagar a LIBOR - 0,4%, conseguindo economizar 0,2% com relação ao cenário inicial.
- *Y* que desejava tomar um empréstimo a taxas fixas, e que individualmente consegue uma taxa fixa de 4,5%, conseguirá pagar 4,3%, economizando também 0.2% com relação ao cenário inicial.

O arranjo financeiro que possibilita esse caso é o seguinte: primeiro ambas as partes contraem os empréstimos junto ao setor financeiro, *X* de acordo com a taxa fixa e *Y* de acordo com a variável. Para as instituições financeiras que forneceram o crédito, *X* teria que pagar os 3,5% fixos, e *Y* a LIBOR + 0,4%. O que faz a diferença é a troca de fluxos de caixa. Se *X* paga a LIBOR para *Y*, e se *Y* pagar 3,9% fixos para *X*, o resultado líquido será o cenário previsto que permite que cada um economize 0,2%. Vejamos:

- *X* efetua os pagamentos 3,5% fixos para a instituição financeira da qual contraiu crédito, paga a LIBOR para *Y* e recebe 3,9% fixos de *Y*: o desembolso líquido será de LIBOR + 3,5% - 3,9%. O que resulta em LIBOR - 0,4%. Ou seja, *X* contratou inicialmente um empréstimo fixo, mas foi possível, com o *swap*, a obtenção de uma taxa variável mais vantajosa do que a que conseguiria individualmente.
- *Y* efetua pagamentos de LIBOR + 0,4% para a instituição financeira da qual contraiu empréstimo. Paga para *X* 3,9% e recebe de *X* a LIBOR. O desembolso líquido de *Y* será de: 3,9% + LIBOR + 0,4% - LIBOR. O resultado é uma taxa de 4,3% fixos. Ou seja, *Y* contratou inicialmente um empréstimo variável, mas foi possível, com o *swap*, a obtenção de uma taxa fixa mais vantajosa do que a que conseguiria individualmente.

Na circulação capitalista, porém, não há mágica. Sem considerar a obtenção de valor em produção, o resultado sempre será uma soma-zero. De onde provém esse resultado em que as duas partes contratantes conseguem um bônus? Na verdade, é uma simples economia através de um negócio combinado. O que as partes X e Y deixaram de contratar do sistema financeiro nas condições inicialmente postas, é o que as instituições financeiras deixaram de receber. Uma tautologia. Não se nega que, esse recurso economizado através do *swap* possa se tornar capital investido e, posteriormente, através de sua aplicação produtiva possa resultar no aumento da produção de valor e mais-valia na sociedade. Porém, esses são efeitos indiretos que repercutem na produção, assim como é o caso do lucro comercial, dos custos da circulação, da gerência e dos juros: são custos de circulação, mas que por sua especialização, se tornam custos menores do que seriam se as próprias unidades produtivas fossem forçadas a realizar essas atividades.

Apenas a título de complementação, outros tipos desses contratos são os CDS (*Credit Default Swaps*) e os *swaps* cambiais. Quanto ao primeiro caso, é um contrato bilateral no qual uma das partes se compromete a pagar um fluxo de caixa enquanto a outra parte o recebe, mas, oferece uma garantia caso algum evento de crédito ocorra. A proteção desejada não precisa ser coberta: isto é, não é necessário ter algum interesse direto, como por exemplo, o investimento realizado em uma empresa e uma compra de CDS para se proteger da sua falência. É possível especular simplesmente comprando CDS como uma aposta contra uma empresa ou um governo (GOTTESMAN, 2016, p. 265). Já os *swap* cambiais são uma extensão do raciocínio do *swap* de taxas de juros, com uma diferença: naquele caso, apenas havia a troca dos fluxos de pagamentos, mas não do principal. O *swap* cambial inclui a troca de principais (GOTTESMAN, 2016, p. 270).

3.3 Os derivativos e a Crítica da Economia Política

Formas de contratos derivativos existem desde a antiguidade. Weber (2009) compila uma bibliografia que chega a demonstrar a existência de contratos a termo desde aqueles registrados em tabuletas na Mesopotâmia no ano 4000 a.c, passando pela

Grécia Antiga e a renascença, até o século XIX, quando, mercados de futuros e opções começaram a se organizar na Inglaterra, na França, na Alemanha e nos Estados Unidos. Os primeiros desenvolvimentos dos derivativos pertencem, portanto, a uma época anterior ao modo de produção capitalista. Estudar o seu processo histórico pode, sem dúvidas, trazer bastante contribuições para o estudo de suas formas contemporâneas. Porém, isso deve ser sempre realizado com o devido cuidado. Embora a forma contratual possa ser parecida, e mesmo as consequências diretas para os seus participantes – o que em última instância é o que caracteriza o derivativo –, o seu impacto e a sua função em meio à acumulação de capital são, necessariamente, diferentes por completo. Marx (1987) lidou com esse problema metodológico ao observar os desenvolvimentos da Economia Política em temas como a propriedade e o dinheiro. Uma das características da crítica teórica de Marx (1987) à Economia Política é que esta ciência não adotava delimitações históricas para seus achados.

Isso seria um problema porque quase todas as leis da economia, que são “leis de complexos em movimento, são de natureza histórica, pois sua entrada e sua conservação em vigor dependem de circunstâncias histórico-sociais determinadas” (LUKÁCS, 2012, p. 359). Assim, ao mesmo tempo em que é lícito, em Marx, retirar paralelos do funcionamento de categorias a partir de outras sociedades, é igualmente problemático tentar extrair conclusões do funcionamento das categorias em uma sociedade, generalizando-as para outras sociedades.

Portanto, com foco no desenvolvimento desses contratos no modo de produção capitalista, é significativa a fundação da *Chicago Board of Trade* (CBOT), bolsa de derivativos criada em 1848 que opera até os dias de hoje, após se fundir com a *Chicago Mercantile Exchange* (KUMMER; PAULETTO, 2012, p. 11). Tanto a localização da bolsa quanto o período histórico no qual surgem tem uma relação clara com o tipo de economia e as necessidades postas para aquele tempo. Situada no meio-oeste estadunidense, Chicago era um centro propício para o estabelecimento de armazéns de mercadorias agrícolas e era um dos centros da transformação das tecnologias de transporte nos Estados Unidos.

Os grãos se tornaram a mercadoria líder no comércio local e internacional. O comércio internacional financiava importações de bens e capital e criava condições econômicas e sociais na Europa que eram de

importância para o mundo todo. Nada contribuiu mais para a revolução agrícola americana no século XIX do que a mudança nos métodos de transporte e negociação de grãos (LEE, 1937, p. 17).

Segundo Kummer & Pauletto (2012), os principais contratos negociados na CBOT eram contratos a termo. A função era permitir que os produtores rurais conseguissem travar os preços antes de realizarem a sua colheita. No início, segundo os autores, havia alguns problemas institucionais importantes como problemas de risco com a contraparte, de inadimplência e o caráter sazonal das colheitas que deixava os armazéns das mercadorias a serem entregues sujeitos a flutuações quanto a sua capacidade e seu uso. Em certos períodos, os armazéns eram deixados ociosos, em certos períodos suas capacidades eram insuficientes. Para combater esse problemas, Lee (1937) indica que criou-se uma escala de avaliação para tentar uniformizar os produtos negociados, monitorando a durabilidade potencial do produto e promoveu-se a tentativa de se manter um constante fluxo de mercadorias e o surgimento de instituições de crédito que garantiriam o fluxo das negociações.

Essa descrição pode ser interpretada como um processo contínuo de formação de *feedbacks* positivos. O crescimento da demanda europeia no meio do século XIX tem íntima relação com o crescimento industrial e com a revogação das leis dos grãos no Reino Unido. Os Estados Unidos eram grandes produtores de grãos, principalmente no seu meio oeste, e Chicago tem uma posição geográfica privilegiada. As interações são de tal ordem, que Chandler (1977, p. 213) demonstra que as transformações na indústria de transportes foram essenciais para o estabelecimento dos contratos futuros negociados na cidade. A relação entre demanda e oferta é fundamental para as decisões produtivas. Porém, a agricultura de maior escala implica custos e riscos consideráveis. Assim, o estabelecimento de um mercado de derivativos com uma estrutura de negociação apropriada é fundamental para que a própria atividade agrícola possa prosseguir. Ou seja, os derivativos produzem um *feedback* sobre a agricultura, ainda que não produzam valor. Por sua vez, as dificuldades provenientes da relação entre a agricultura e as finanças, pede, por sua vez, novas mudanças institucionais, como uniformização dos produtos, mecanismos que reduzem riscos de crédito e mecanismos de estoque para entrega física no tempo: um novo *feedback* das características da produção agrícola sobre as finanças. Isso torna todo o processo potencialmente mais regular.

Essa regularidade crescente tem paralelo nas bolsas convencionais onde se negocia a propriedade de sociedades anônimas abertas. Por operarem de maneira centralizada e organizada, as bolsas convencionais se tornaram modelo da origem das bolsas de mercadorias posteriores: bases do mercado futuro moderno. Nesse momento histórico, Hilferding (1981), pioneiro em tantos assuntos, deu uma valiosa contribuição. Em seu *O Capital Financeiro* de 1910, Hilferding (1981) que cuidadosamente fez as primeiras análises mais extensas sobre o funcionamento do mercado de capitais, forneceu, quase certamente, a primeira análise sobre derivativos a partir do ponto de vista da Crítica da Economia Política. Segundo Sotiropoulos (2012), Engels havia tido a oportunidade de comentar lateralmente a legislação bursátil que se desenrolava sob Bismarck no final da década de 1870 na Alemanha que visava disciplinar os mercados futuros. Mas, Hilferding (1981), que contou com benefício da passagem do tempo e do desenvolvimento dos mercados, essa análise é tratada de forma autônoma e com algum destaque.

Hilferding (1981) não utiliza o termo derivativos em sua obra, porque essa é uma denominação constituída posteriormente. O autor trata dos mercados futuros sob o nome de bolsa de mercadorias. Hilferding (1981, p. 151), é verdade, subestimou o papel dos mercados futuros para títulos e ações, afirmando que esse mercado “apesar de facilitar os negócios de títulos, não é essencial a eles, e não tem influência sobre seus preços”. Para as mercadorias, entretanto, a opinião do autor era a de que os mercados futuros seriam um salto maior do que uma diferença meramente técnica.

Em primeiro lugar, como se viu, as características dos contratos futuros se relacionam a uma tentativa de se superar a necessidade de dupla coincidência de interesses, eliminar o risco de contraparte (inadimplência) e facilitar as transações por meio de um mecanismo de compensação central que não requerem o conhecimento da identidade da outra parte negociante. Para mercados com entrega física de ativo ao final do contrato, que são o objeto de análise de Hilferding (1981), é fundamental, como viu-se para o caso da CBOT, que a mercadoria em questão seja uniformizada. Assim, quem compra sabe o que compra, e quem vende sabe quais as adequações qualitativas mínimas da mercadoria a ser entregue: seu valor de uso.

Esses mecanismos de padronização, para além de aspectos técnicos, são também, para Hilferding (1981, p. 153) um processo que permite que “mercadorias medidas por qualquer unidade tenham o mesmo valor de uso que todas as demais”. Segundo o autor, isso é uma criação do mercado futuro: essas mercadorias são, em sua concepção, “plenamente intercambiáveis”. Ademais, economicamente, a organização dos mercados futuros tem conexão com uma discrepância importante existente nas mercadorias mais importantes negociadas nesses mercados: existe um hiato entre um período relativo curto de produção e um tempo longo de circulação, ao mesmo tempo em que seu consumo é contínuo. Mercados com essas características – sazonais – tendem a produzir uma variância de preços significativa no tempo. Mas, como os mercados futuros estão sempre abertos, é possível que haja vendas fora da época da colheita, assim como compras a qualquer tempo. Desse modo, “o produtor ou o importador pode sempre vender suas mercadorias, e assim o tempo de circulação de seu capital é reduzido” (HILFERDING, 1981, p. 156).

Uma outra consequência econômica dessa organização dos mercados é que ao se uniformizar os valores de uso das mercadorias, Hilferding (1981, p. 153) entende que elas se tornam uma “corporificação pura do valor de troca, meros portadoras de preço”. Na interpretação de Hilferding (1981), pode-se depreender, as mercadorias parecem ganhar uma espécie de fungibilidade, que é uma característica típica do dinheiro: “as mercadorias são equivalentes a dinheiro: o comprador é poupado dos percalços de investigar o seu valor de uso, e elas são objetos apenas de leves variações no preço” (HILFERDING, 1981, p. 153). Segundo o autor, a sua capacidade de serem vendidas facilmente é baseada no fato de que essas mercadorias têm diante de si o mercado mundial e que tudo que tem que ser considerado é se serão vendidas “com lucro ou com uma perda”. O autor, aqui, está claramente lidando com problemas que modernamente seriam chamados de liquidez. Nos mercados futuros modernos é mais comum que se realize a compensação financeira por ajuste em margem do que a entrega física. Então a liquidez é, por assim dizer, não só a capacidade de se fazer negócios com pouca variação de preço, mas também uma característica interna à formatação do próprio mercado futuro. Na ausência da possibilidade de se realizar a compensação por margem,

então a entrega física passa a ser importante, e aí avaliar o tamanho da perda no mercado mundial é a variável que determina a liquidez.⁴⁴

De acordo com o raciocínio de Hilferding (1981), essa quase fungibilidade da mercadoria, atrai especuladores, e esses agentes têm uma função econômica a cumprir. Para Hilferding (1981, p. 156), claro, a especulação não é produção. Contudo, como esses agentes dependem da contínua negociação e giro de seu capital, eles se engajam em diversos contratos com maturidades diferentes. “Desse modo, a especulação cria um preço para cada momento do ano” (HILFERDING, 1981, p. 156). E isso, para Hilferding (1981), não é condenável moralmente. Assim o é porque o papel desses agentes seria o de dar “aos fabricantes e comerciantes a possibilidade de evitar consequências imprevistas de movimentos de preços”, além de, “protegê-los contra flutuações de preços, e de passar os riscos das mudanças dos preços para os especuladores” (HILFERDING, 1981, p. 156). Consequentemente, Hilferding (1981), trata o mercado de derivativos, e em particular, a presença dos especuladores em seu meio, como um mecanismo pelo qual os comerciantes e industriais “possam se confinar à sua própria função” (HILFERDING, 1981, p. 156). A implicação disso, é dupla: de um lado, tal como Marx (2010a) realiza no livro II de *O Capital* ao detectar divisões de trabalho específicas para determinadas frações do capital, como o comercial e o bancário, Hilferding (1981) estende implicitamente esse raciocínio aos participantes dos mercados futuros. A especialidade e a divisão do trabalho, para Marx (2010a) sempre aparecia conectada com uma função que os capitalistas engajados diretamente na produção se livravam, a um custo de sua mais-valia no momento da realização, e é atrás dessas recompensas que vão os especuladores.

⁴⁴ No dia 20/04/2020, quando a pandemia da covid-19 ganhava corpo e as incertezas nos mercados cresciam, um evento extremamente atípico nos mercados futuros ocorreu, e que pode ser explicado pela falta de liquidez na compensação financeira. Isso porque para fechar uma posição comprada, é preciso abrir uma posição vendida de mesmo tamanho – e isso depende de liquidez, ou seja, negociantes dispostos a tomar o outro lado da negociação. Na ausência de liquidez no próprio mercado futuro, passam a ser considerados os percalços trazidos pela entrega física do ativo subjacente. O preço do petróleo WTI futuro fechou, na referida data, cotado a \$37.63 dólares negativos o barril. Isso significa que, nesse momento, quem se dispusesse a abrir uma posição comprada por um barril teria direito a uma compensação nesse valor. Isso porque no momento do vencimento do contrato, a parte comprada teria que se dirigir a algum depósito disponível para retirar fisicamente o barril e estocá-lo. Na falta de demanda internacional pelo produto, os armazéns nos Estados Unidos se abarrotavam e os custos de estoque, transporte e manutenção da mercadoria física se tornaram proibitivos (REED, KRAUSS, 2020).

De outro lado, ao não realizar uma condenação moral do especulador, Hilferding (1981), ao contrário do que possa parecer inicialmente, se conecta com algo que caracterizou a pesquisa econômica de Marx (2010). No prefácio à primeira edição de *O Capital*, Marx afirma que em sua análise econômica as caracterizações como proprietários rurais e capitalistas, são “personificações de categorias econômicas, corporificações de uma classe particular de relações e interesses de classes” (MARX, 2010, p. 10). E que, no seu ponto de vista, continua o autor, “menos de qualquer outro não pode fazer o indivíduo responsável pelas relações as quais socialmente o mantém como criatura, por mais que subjetivamente se coloque acima delas” (MARX, 2010, p. 10). Nesse aspecto, o especulador é uma personificação econômica de uma atividade tornada possível pelos desenvolvimentos das características da produção capitalista. No ponto de vista de Hilferding(1985), mais do que tornada possível, a atividade especulativa é uma necessidade econômica.

A primeira função do especulador é a de fornecer liquidez aos mercados. A segunda, é a que permite que o produtor ou negociante repasse a um terceiro o risco de sua atividade. Porém, o conceito de risco é algo que não é explicitamente definido na *Crítica da Economia Política*: e, apesar de a *Crítica da Economia Política* poder, em alguns momentos, prescindir de definições, se elas aparecem e se ajustam bem a explicação, elas podem auxiliar na exposição e no conhecimento sobre o tema. A noção de risco aparece dispersa em *O Capital* em alguns momentos. A única de suas aparições que vai se apresentar aqui é a noção implícita de risco de mercado quando Marx (2010) discute a transformação de dinheiro em capital. Mesmo no contexto de uma circulação simples, $M-D-M$, Marx (2010, p. 116) chama o salto $M-D$ como salto mortal da mercadoria. Se o salto falha, “embora a mercadoria, por si mesma, não seja ferida, seu dono definitivamente é (...) a divisão social do trabalho torna seu trabalho tão unilateral quanto multilateral são suas necessidades”. O que isso significa? Significa que em um regime no qual a divisão do trabalho existe, que a determinação do valor é social, e por isso, mercadorias estão sujeitas a revolução de valor e depreciação moral, não há garantia nenhuma que uma mercadoria será convertida em dinheiro, e nem que, se convertida, será suficiente para corresponder ao valor. No regime de divisão de trabalho, as necessidades são multilaterais diante da unilateralidade do trabalho. Em uma situação

de reprodução ampliada, $D-M-D'$, a não realização do ciclo $M-D'$ tem resultados semelhantes, mas, nesse caso, não são só as necessidades multilaterais do capitalista que tenta realizar o valor que podem impedidas de serem realizadas, mas toda uma cadeia de acumulação de capital.

Como o especulador negociando em uma bolsa de mercadorias toma para si riscos, Hilferding (1981) é capaz de trazer como contribuição uma definição que parece ser capaz de englobar os dois tipos de risco: tanto o risco fundamental, do salto mortal da mercadoria, quanto do especulador que está disposto a tomar para si as incertezas na realização do valor. Sua definição é a seguinte, riscos são “graus variados de certeza no qual um lucro que se origina na produção será efetivamente realizado na circulação” (HILFERDING, 1981, p. 157). Contudo, como o lucro capitalista é originado na produção mas realizado na circulação (HILFERDING, 1981, p. 156; MOSELEY, 2016), o que a tomada de riscos pode trazer para o especulador não é uma espécie de lucro “originário”, baseado em mais-valia diretamente produzida, mas “variações na distribuição do lucro” (HILFERDING, 1981, p. 157). Sotiropoulos (2012, p. 6) entende que essa definição de risco de Hilferding seria insuficiente porque desconsidera o risco envolvido na produção, e está correto. Porém, no contexto da discussão, é bastante claro que Hilferding (1981) está explicitamente discutindo problemas de realização da mais-valia, isto é, a mais-valia já produzida. É claro que a separação entre mais-valia já produzida e em processo de circulação é meramente formal: o verdadeiro processo capitalista condiciona o capital coexistir em suas formas dinheiro, mercadoria e produção continuamente. Mas a abstração de Hilferding não só é razoável, como também necessária.

Além do mais, Hilferding (1981) ao definir a origem do lucro do especulador como baseada em atos que se envolvem na disputa pela realização do lucro, mas não em sua formação, deixa claro um aspecto bastante importante para as discussões que enxergam o recrudescimento do mercado financeiro, bem como as inovações a ele associadas, como uma tentativa generalizada do capital em restaurar sua lucratividade. Se atividade de especulação se dá apenas no espaço da circulação, então, é mera captura de renda: um lado perde para que o outro ganhe.

Por fim, Hilferding (1981) destaca o papel que os mercados futuros têm na formação do preço das mercadorias. Não só é possível repassar o risco da flutuação de

preços aos especuladores, como também, o caráter sazonal da produção dessas mercadorias torna suavizado pela atuação constante dos mesmos. Portanto, “a especulação causa flutuações de preços mais frequentes, e portanto, em muitos casos, menores, que se cancelam mutuamente no longo prazo” (HILFERDING, 1981, p. 159). Como consequência, o tempo de circulação pode ser reduzido a zero, além de reduzir o papel do capital comercial, colocando o capital bancário em seu lugar e estender o domínio do capital financeiro sobre o comércio e a indústria (HILFERDING, 1981, p. 169).

Uma implicação importante acerca da análise de Hilferding (1981) é que se deve ter dois pontos de vista em mente acerca do papel do especulador na capacidade de eliminar riscos: dos muitos capitais e do capital em geral. E o problema é que esses dois pontos de vista são duas instâncias reais e coexistentes do capital. Então, quando Hilferding (1981) considera que há a eliminação do risco do produtor quando este negocia com o especulador no mercado futuro, trata-se de uma afirmação do ponto de vista dos muitos capitais. O problema é que quando essa prática é generalizada, é necessário que se considere que no capital em geral todos esses riscos são meramente deslocados para diferentes figuras em seu interior. Assim, o risco que em sua definição era um problema do salto mortal da mercadoria passa a ser um problema do salto mortal da imensa coleção de mercadorias que caracteriza o modo de produção capitalista. O deslocamento e a dissipação dos riscos só tem efeito protetivo para os muitos capitais se no capital em geral o salto mortal da imensa coleção de mercadorias prosseguir. Se este salto não acontecer, a liquidez progressivamente desaparece, e a confiança no mercado mundial como garantidor último, conforme observou Hilferding (1981), se torna ainda mais fragilizada.

Hilferding (1981), porém, escreveu ainda em uma fase na qual a função dos derivativos não era suficientemente generalizada. Os mercados mais importantes de sua época se relacionavam aos futuros de mercadorias e ações. Contudo, como se viu, atualmente os mercados nos quais esses negócios se processam de maneira mais significativa são os de taxas de juros e câmbio. Há razões estruturais para essa disseminação e mudança do escopo da atuação dos derivativos. Hilferding (1981) relacionou os derivativos ao mercado para o qual tinham função, deixando uma lição. E assim também deve ser para o debate posterior. Aliás, o pioneirismo de Hilferding (1981)

é tamanho que o tema permaneceu adormecido na perspectiva da Crítica da Economia Política por praticamente um século, até ser retomado por Bryan e Rafferty (2006) que deram a origem a um ainda incipiente debate posterior.

Portanto, seguir as lições de Hilferding (1981), ao se observar o ambiente econômico no qual as instituições financeiras se desenvolvem é também seguir a perspectiva do velho Marx, que entendia que o modo de produção capitalista que analisava, já detinha instituições financeiras em seu centro (PAULA et al, 2016, p. 215) e que essas próprias instituições se transformavam e retroagiam sobre a própria produção (PAULA et al, 2016, p. 212). Por exemplo, sem a necessidade de o capital circular mais rapidamente, não haveria ferrovias. Isso torna necessário um empreendimento conjunto para estabelece-las com a formação da sociedade anônima. Mas, a causalidade não é unilateral, e o amadurecimento da sociedade anônima passa a ser promotora de novas oportunidades produtivas. Arranjos financeiros modificam a produção: Dunning & Lundan (2008, p. 183) mostram que o desenvolvimento dos mercados futuros nos anos 1930, “(como por exemplo, borracha, chá e café) (...) eventualmente iriam erodir várias vantagens da integração vertical”. Já nos anos 1950, Reddaway, Potter & Taylor (1968) observaram que poucas empresas britânicas ainda eram possuidoras de investimento direto no setor de matérias primas no exterior. Essa perda de funções por parte das empresas, contudo, em nada reduziu o papel da empresa multidivisional (CHANDLER, 1977). Ao contrário, a expertise adquirida seria a base para a fundação da moderna firma multinacional (DUNNING & LUNDAN, 2008).

Segundo Albuquerque (2020, p. 162), "o número de canais pelos quais diferentes países e regiões podem ser conectados aumenta com o tempo e o número de conexões também cresce. As fontes internacionais de desenvolvimento combinado expandem". A moderna firma multinacional que se encontra no centro desse processo se desenvolve, inicialmente, a partir de processos de investimento direto e de portfólio. Internacionaliza-se assim, o comércio e o investimento (BRYAN; RAFFERTY, 2016, p. 51). Esse tipo de empresa está particularmente relacionado com dois outros fatores importantes para a disseminação dos derivativos de acordo com a perspectiva de Bryan & Rafferty (2016).

Em primeiro lugar, essas modalidades de aplicação de recursos requer que se considere, entre outras coisas, o papel das taxas de câmbio dos diferentes países

(HYMER, 1976, p. 8), principalmente, em relação à moeda da matriz, na medida em que seu interesse é repatriar os lucros. O problema da taxa de câmbio é amplamente determinado por fatores que escapam à firma multinacional individualmente, a menos que se trate de um país pequeno com uma única empresa exportadora que polariza toda a sua atividade econômica. Contribui para esse problema, o fato de que entre o final dos anos 1960 e início dos anos 1970, os Estados Unidos se encontravam com dificuldade em garantir a paridade do dólar com o ouro, e, assim, em 1971, Nixon suspendeu a conversibilidade do ouro com dólar. O regime que se seguiu foi o de taxas de câmbio flutuantes (BRYAN; RAFFERTY, 2006, p. 118). A volatilidade dos mercados, então, seria combinada com os choques do petróleo (BRYAN; RAFFERTY; 2006, p. 50).

A crescente importância das finanças e aquisições também seria fundamental para as considerações sobre fatores cambiais (BRYAN; RAFFERTY, 2006, p. 51). Chesnais & Simonetti (2000, p. 10) indicam que a desregulação financeira teve um papel fundamental para esse processo. Como consequência, há um processo de descentralização da produção ao mesmo tempo em que há a centralização do controle sobre os fluxos de caixa. “O centro administrativo dessas redes globais de produção é, hoje, normalmente um aparato gigante para coletar e realocar dinheiro” (GUTTMANN, 2016, p. 101).

Bryan e Rafferty (2006, p. 51), contudo, consideram que essa abordagem não é suficiente porque os derivativos financeiros teriam continuado a crescer mesmo quando a volatilidade do mercado se reduziu historicamente. Portanto, para os autores, a explicação que se baseia no par *hedging*-especulação não é suficiente. Seria mais importante, para eles, a propriedade que os derivativos têm de promover o que chamam de *mesclagem* (*blending*). A mesclagem é o processo que Bryan e Rafferty (2006, p. 12) entendem como o meio pelo qual é possível que se estabeleça relações de preços que facilmente podem se converter entre os múltiplos ativos. Dessa forma, os “derivativos fundem diferentes formas de capital em uma medida singular” (id., p. 12). Assim, segundo os autores, torna-se possível que se converta coisas como ideias e percepções, clima e guerra “em mercadorias que podem tomar preços relativos entre si e negociadas lucrativamente” (id., p. 12). Desse modo, multiplica-se a capacidade de que as diferentes formas de ativos possam ser, supostamente, mais facilmente comensuráveis entre si. A

outra característica fundamental, para os autores, é a vinculação (*binding*). Os derivativos são capazes de vincular o presente e o futuro. Como viu-se anteriormente, Hilferding (1981) já havia estabelecido essa propriedade para a bolsa de mercadorias.

Esses pontos precisam ser debatidos. Quanto à mesclagem: para o autor, em primeiro lugar, trata-se de dar aos derivativos uma ampla função de comensurabilidade. Sem dúvida que, no tempo, os derivativos conferem a possibilidade de precificação. Assim, são capazes de refletir, numericamente, expectativas acerca do futuro por parte daqueles que se envolvem em sua negociação. Hilferding (1981) demonstrou o potencial de suavização dos preços que os derivativos possuem. A comensurabilidade, contudo, não é uma propriedade exclusiva dos derivativos. Marx (2010) demonstra que a comensurabilidade é uma propriedade própria das mercadorias. As mercadorias possuem tempo de trabalho socialmente necessário, possuindo, assim, valor. É a propriedade de serem portadoras de valor que faz delas comensuráveis. Daí as dificuldades quanto aos debates se em Marx (2010) necessita-se ou não de uma espécie de dinheiro-mercadoria para que a comensurabilidade, e todas as funções derivadas, como medida de valor e padrão de preços possam emergir.

O fato de os derivativos conseguirem dar preço a coisas que anteriormente não poderiam ser precificadas como o clima, o resultado eleitoral de um país, ou o risco fiscal de uma nação, traz uma discussão interessante. Uma situação semelhante foi observada indiretamente por Marx (2010). Em *O Capital*, Marx (2010) analisando objetos que poderiam ter preço mas não ter valor afirmou o seguinte: “objetos que em si mesmos não são mercadorias, como a consciência, a honra etc. são capazes de ser oferecidos à venda por seus possuidores, e, assim, adquirirão através de seu preço, a forma de mercadorias” (MARX, 2010, p. 112). Assim, esses objetos adquirem forma de mercadoria, e, portanto, comensurabilidade.

Bryan e Rafferty (2006, p. 139) completam com a tese de que os “derivativos, podem não ser mercadorias no senso normal do termo, eles são um tipo de mercadoria (uma meta-mercadoria se se quiser) que é produzida para servir funções monetárias explícitas”. “Nós olhamos para os derivativos financeiros como uma forma de dinheiro mercadoria” (ibid.). Os autores afirmam que analisar os derivativos individualmente é algo diferente da análise do sistema de derivativos. No sistema de derivativos, suas partes

constituintes ganham as seguintes propriedades: em combinação, eles são capital. Mas, “diferentemente do nosso conceito tradicional de capital, esses contratos em papel não precisam envolver a propriedade ou posse de nenhum ativo subjacente” (BRYAN; RAFFERTY, 2006, p. 13). A consequência última da mesclagem é que ao generalizar algumas propriedades do dinheiro para os derivativos, e por consequência, estabelecer-se uma forma de capital abstrato, os derivativos poderiam “ser reduzidos ao risco mercantilizado, que, na essência, é o que derivativos são: mercadorias que gerenciam o risco” (BRYAN; RAFFERTY, 2006, p. 38).

De fato, uma das principais características do derivativo é a possibilidade de se repassar a outra pessoa no mercado o risco de algum valor não se realizar. Nesse aspecto, a definição de risco de Hilferding (1981) precisa ser ampliada para abarcar também elementos do capital fictício no seguinte sentido: esses elementos não possuem valor, entretanto, podem ser precificados conforme o mercado e as taxas de juros vigentes, já que existe uma relação entre o preço que se paga e o potencial fluxo de renda esperado do capital fictício. O risco é o risco de performance: não somente realizar a mais-valia, como é o caso para as bolsas de mercadorias, mas, de garantir, também, os fluxos oriundos de outros tipos de papéis. Isso só é possível na medida em que se generalizam as potencialidades do derivativo em adotar funções do dinheiro. Claro que performar funções não quer dizer que os derivativos possam ser substitutos do dinheiro porque apenas este é equivalente geral. Nisso também se destacam as propriedades da mesclagem (*blending*): quando se pode precificar coisas heterogêneas constrói-se uma ponte entre o padrão de preços de objetos que são mercadorias propriamente ditas e o padrão de preços entre objetos cujo rendimento depende de sua performance sem a sua posse, que são os chamados ‘ativos’ subjacentes aos derivativos.

Em textos posteriores, Bryan e Rafferty (2006, p. 99) ponderam sobre o alcance dessas propriedades que os derivativos podem assumir do dinheiro. Para os autores, os derivativos têm apenas características do dinheiro, mas não se encaixam em uma definição clássica. Nesse aspecto, defendem a noção de que o que importa é que os derivativos se aproximam do dinheiro porque são portadores de alta liquidez. E definem liquidez como “a habilidade de serem convertidos em outra coisa com a mínima perda de valor ou tempo” (BRYAN E RAFFERTY, 2006, p. 99). A sua facilidade de se converter

em outra coisa se dá pelo fato de que a negociação com derivativos normalmente é um processo simples no qual não há custos significativos de transação: ninguém toma a propriedade de um objeto ao se ter uma posição em derivativo, mas apenas uma exposição à sua performance. Isso, para os autores, torna esses ativos altamente líquidos.

Certamente, em contratos futuros em bolsas altamente organizadas, montar ou desmontar posições é um processo simples, porque há um volume de negociações considerável que dá a esses derivativos a característica de dinheiro. Porém, nem sempre é assim. Viu-se acima, em nota de rodapé, o exemplo que ocasionou a formação de preços futuros negativos para o petróleo WTI em função da falta de liquidez no mercado futuro. Os dados do BIS (2022) também indicam que a maior fatia dos contratos são negociados em balcão e não em bolsa. Esses contratos de balcão possuem a característica de serem, normalmente, bilaterais e podem possuir características mais propriamente de obrigações do que de dinheiro, não sendo facilmente rescindíveis ao interesse de quem quer desmontar uma posição.

Para defender sua tese, os autores estendem a ideia de que , “o dinheiro está recebendo atributos característicos do capital e o capital atributos característicos do dinheiro” (BRYAN E RAFFERTY, 2012, p. 101). Isso é verdadeiro. O que é isso, se não, a teoria do dinheiro de crédito (LAPAVITSAS, 2017a)? E se todo o dinheiro torna-se potencialmente capital, e o capital pode ser também capital-mercadoria, também é verdade que há uma crescente “borrAGEM dos conceitos de dinheiro, mercadoria e capital” (BRYAN E RAFFERTY, 2012, 2012, p. 102). E que essa borrAGEM entre as categorias têm relação direta com a decomposição da “associação direta do dinheiro com o estado (recebida acriticamente do keynesianismo)” (id., 2012, p. 102). Desconsiderando que a teoria do dinheiro em Keynes não é associada diretamente ao Estado – a endogeneidade da quantidade de moeda cumpre um papel fundamental em seu modelo (CARVALHO, 2013) – não é preciso, contudo, que essa forma dinheiro se decomponha para que essas propriedades apareçam. Isso já estava em Marx (2010) enquanto lidava com dinheiro metálico e seus símbolos.

Bryan e Rafferty (2014) entendem que há um outro aspecto que é complementar ao *binding* e *blending*. Para os autores, a lógica dos derivativos tem um impacto que é

extra-econômico. Uma coisa extremamente importante é que o derivativo permite decompor uma mercadoria: não é necessário ser possuidor de seu valor de uso para se expor à sua performance no mercado. Se decompõe uma mercadoria não só em valor de uso e valor de troca, mas também, considera-se os riscos da performance de seu valor de troca no tempo. Assim, se houver dimensões quantificáveis, é possível que essas dimensões “possam ser interpretadas pelas lentes do risco e negociação de risco de um modo que é improvável que [fosse aplicado] à ‘coisa’ original” (BRYAN E RAFFERTY, 2014, p. 892). Isso é a base para o que chamam de “forma derivativo”. Portanto, tem-se o *binding* e *blending*, mas também a capacidade de decomposição. Isso é fundamental na perspectiva dos autores, porque isso é o que seria o verdadeiro significado de financeirização, segundo a sua opinião: a financeirização, assim, “não significa que o setor financeiro está se tornando maior, mas que os modos financeiros de se calcular estão se tornando mais pervasivos socialmente” (BRYAN E RAFFERTY, 2014, p. 891).

Os autores afirmam que as recentes mudanças no mundo do trabalho têm direta relação com isso, porque permite-se utilizar da performance dos trabalhadores sem que se exponha aos ‘riscos’, por exemplo, de um contrato formal. É bastante curioso que os derivativos se disseminaram justo numa época em que esse processo se iniciava: a produção flexível de modelo toyotista, com seus lemas famosos, como *just in time* e terceirização (ANTUNES, 2009, p. 56). No fundo, é a lógica de reduzir os custos, mas também os riscos de manutenção de estoques grandes e de responsabilidade por partes do trabalho que antes eram executadas no interior de uma fábrica. Em última instância, as finanças têm um chão, e existe uma contínua geração de *feedbacks* positivos entre a produção e a circulação. É por isso que é particularmente difícil situar o papel dos derivativos apenas como resultado de interesses puramente especulativos. Isso permite corroborar a conclusão de Carrara (2019, p. 197), que diz: “o estudo do mercado não pode se restringir a aspectos puramente econômicos, mas deve avaliar a articulação com aspectos sociais e institucionais”.

Norfield (2012) em debate com Bryan e Rafferty, oferece uma contribuição interessante quanto ao par *hedge* e especulação típicos da discussão em torno de derivativos. Para Norfield (2012), é praticamente impossível de se discernir entre as duas estratégias, especulação e *hedge*, ao se olhar somente para os dados. Não só porque

definir especulação ou medir o nível de especulação é difícil, mas porque a “incerteza de preço e risco confrontam todos os agentes no sistema de mercado capitalista. Cada um deve agir num jeito que proteja e expanda a lucratividade de uma empresa” (NORFIELD, 2012, p. 113). E nesse sentido, “todos os especuladores serão *hedgers* e todos os *hedgers* serão especuladores em algum grau” (NORFIELD, 2012, p. 113). Isso nada mais é do que dizer que os imperativos do capital conformam todas as classes a agirem conforme seus desígnios. Como o capital se impõe pelo motivo da auto-expansão, proteger seu valor é fazê-lo crescer. E qualquer posse de ativo, em algum sentido, como exposto anteriormente, é equivalente a uma posição comprada no mercado futuro. Depender da compra futura de qualquer ativo, seja como meio de produção ou de subsistência, é, também como exposto anteriormente, estar com uma posição vendida aberta. Como bem afirma Heinrich (2012, p. 168) seria errado opor “mercados financeiros ‘especulativos’ à produção capitalista ‘sólida’”. Todo ato de produção capitalista contém um elemento especulativo, já que nenhum capitalista pode estar completamente certo que irá realizar seu valor ou a qual preço”.

McKenzie (2011) entende que os derivativos são elementos desestabilizadores. Sua análise entende que “nós criamos um sistema financeiro à imagem de um cassino. Nós não deveríamos ficar surpresos quando apostas desproporcionais com fichas [de poker] sofisticadas ameaçarem a viabilidade do sistema em geral” (McKENZIE, 2011, p. 213). O autor não entende que por si só os derivativos sejam os responsáveis pela configuração da economia sob a forma de um cassino porque são uma chave importante para o gerenciamento de risco e que a liquidez provém, de fato, da participação dos especuladores. Mas, diz McKenzie (2011, p. 211), esse sistema só pode funcionar bem sob o que chama de condições ‘normais’. A liquidez no mercado de derivativos é ameaçada em momentos de crise e a “dinâmica de mercado é tal que é precisamente o especulador quem procura a saída primeiro” (ibid.). Para o autor, isso é especialmente verdadeiro, porque a manutenção de margens não é necessariamente realizada com capital próprio, mas através do uso de crédito. Como viu-se anteriormente, em operações de mercado futuro, a utilização de alavancagem é um processo muito simples, mas que potencializa os riscos de liquidação. Opções, por sua vez, possuem alto grau de volatilidade implícita à medida que o mercado se move.

Por vezes, a discussão sobre derivativos gira em torno do par especulação e *hedge* e há motivos para isso. É a expressão mais imediata e que capta efeitos práticos de sua utilização e é daí que se originam os problemas ou soluções que esse mercado pode trazer. A contribuição da Crítica da Economia Política é tentar dar um passo ao analisar algumas implicações sistêmicas. Em primeiro lugar, os derivativos são categorias que vivem no mundo da circulação. Sendo assim, qualquer tentativa de ganho ou recuperação da lucratividade geral através de seu uso é extremamente limitada e só pode se dar a partir de três circunstâncias básicas: 1) apropriação de mais-valia produzida mas não realizada por certos grupos capitalistas; 2) reapropriação da mais-valia convertida em tributação; e 3) promoção de pauperismo absoluto em longo prazo. Todas as três possibilidades são limitadas no longo prazo para o ponto de vista do capital em geral. Mas, não quer dizer que essa estratégia não possa ser utilizada por agentes específicos, e potencialmente significativos, dos muitos capitais. Ainda do ponto de vista dos muitos capitais, pode-se concordar com Norfield (2013, p. 166) quando este afirma que a expansão dos derivativos é resultado de uma luta para a restauração de sua lucratividade. Contudo, o autor usa o termo “decrepitude” para descrever o estágio do modo de produção capitalista antes da disseminação desses instrumentos financeiros. Nesse aspecto, talvez fosse mais adequado que se falasse em “metamorfoses do capitalismo” (FURTADO, 2002), do que propriamente em decrepitude, já que é nesses momentos que este modo de produção exhibe a sua grande plasticidade.

O problema aparece, entretanto, quando se toma o ponto de vista do capital em geral, ao invés dos muitos capitais. Nesse caso, a pergunta tem que ser: como arranjos financeiros, de qualquer natureza, são capazes de driblar um problema crônico de acumulação de capital? Sem dúvida, as finanças têm uma relativa autonomia. Se não tivessem, crédito não produziria nenhum efeito sobre a economia. O problema é que derivativos, por essência, são elementos presos à esfera da circulação. Dizer que uma economia nacional ou global é capaz de recuperar sua lucratividade através de seu uso é incorrer no mesmo problema desvendado por Marx (2010) ao analisar dificuldades na transformação de dinheiro em capital. Naquele texto, Marx (2010), como exercício, mostra que seria impossível que a classe capitalista como um todo, ou pelo menos parte considerável da mesma, pudesse se expandir na base de se vender mercadorias acima

de seu valor. Todo vendedor é também comprador, e desse modo os ganhos se anulam à medida em que a circulação continua. Então, os derivativos, sendo presos à esfera da circulação, do ponto de vista do capital em geral, não podem ser explicados apenas por essa via.

Os derivativos não alteram a natureza última do modo de produção capitalista cuja acumulação de capital, especialmente no longo prazo, depende exclusivamente da produção de mais-valia, por mais que seja possível sofisticar e impor camadas entre a sua produção e a sua realização. As formas mais sofisticadas, contudo, não são inócuas e não devem ser ignoradas. Elas têm um papel a cumprir. E mesmo que os derivativos se situem exclusivamente no processo de circulação, ainda nesse caso, é extremamente importante a sua análise porque não há garantia que a mais-valia irá se realizar. Mais improvável, ainda, é a garantia de que quem vai realizar a mais-valia seja a própria unidade produtiva onde foi originada. A produção da mais-valia não garante a sua realização nem a sua captura. A formação da taxa lucro não se dá harmonicamente, mas em conflitos. Os derivativos são uma expressão desse conflito.

4 A CRISE COMO POSSIBILIDADE E A CRISE DE 2008

A articulação de crises, crédito e derivativos, pode ser desenvolvida no contexto da crise como possibilidade e é uma agenda de pesquisa importante. Porém, aqui busca-se fazer um exercício de articular essas três temáticas a partir de um caso concreto a nível dos fatos: a crise de 2008. A larga utilização de mecanismos de securitização de dívidas hipotecárias (crédito) e vultosas apostas ou *hedge* a partir *swaps* de risco (derivativos) colocaram a crise de 2008 como possibilidade. Como se viu no primeiro ensaio, entretanto, da crise como possibilidade não se extrai a crise concreta. Portanto, atribuir um evento de tal monta apenas aos níveis de regulação ou à exposição excessiva a posições alavancadas e de alto risco não é uma explicação suficiente. Contudo, para que a crise ocorra, sempre deve se formar antes a crise como potencialidade. A crise de 2008, em particular, mostrou como a conjunção de dois elementos possibilitadores de crise podem se confluir na sua formação, como é o caso do crédito e dos derivativos.

Uma explicação mais completa da crise, deve considerar, baseando-se nos limites da esfera produtiva do porquê de uma certa estrutura de posições financeiras se formar ou se tornar necessária. A formação dessas posições pode ser oriunda de diversos mecanismos que resultam em uma compressão da taxa média de lucro. E, uma vez que estão formadas, elas retroalimentam a sua própria causa, e isso leva à crise. Este ensaio, contudo, não tem a intenção de dar conta da exposição das causas efetivas da crise de 2008, mas, de indicar elementos que confluem para a formação de sua possibilidade.

4.1 Antecedentes

A discussão concreta sobre uma crise no capitalismo pode buscar antecedentes a qualquer ponto da história desse modo de produção que se deseja porque por mais que o seu desenvolvimento não seja linear, sendo, antes repleto de contradições, “com o capitalismo é inaugurada uma história cumulativa” (LEFORT; KARTEN, 1978, p. 635). Como os anos 1970 são um momento histórico no qual uma série de inovações financeiras, trabalhistas e monetárias estão centradas, este trabalho tomou por opção iniciar a partir desta década. O aspecto central dos desenvolvimentos do crédito se situa

em torno dos processos de securitização relacionados ao mercado hipotecário. Securitização nada mais é do que o processo de “criação de títulos [*securities*], em sua maioria títulos de renda fixa [*bonds*] a partir de fluxos de caixa” (GAUTHIER, 2020, p. 9). Os desenvolvimentos da securitização, por sua vez, possuem conexão com o contexto econômico geral, não podendo ser analisado de maneira isolada.

O aspecto monetário do problema teve início no governo Nixon, em 1971, quando este retirou os Estados Unidos, de modo unilateral, do acordo de Bretton Woods. As razões pelas quais esse movimento ocorreu escapam à presente tese. Contudo, o que ficou patente é o fato de que as moedas passaram a flutuar entre si sem nenhuma âncora metálica (TOOZE, 2018, loc. 839). Inicialmente, não se observou inflação galopante, ao contrário do que esperavam os críticos da ruptura unilateral. Apenas 8 anos depois, em 1979, a inflação atingiria um patamar que demandaria alguma ação mais drástica do FED⁴⁵, chegando a 14% ao ano. Nesse momento iniciou-se o choque Volcker com significativas elevações das taxas de juros. Entre janeiro de 1979 e junho de 1981 a *Federal Funds Rate* efetiva saiu de 10,7% para atingir um pico de 19,1% (BOARD OF GOVERNORS, 2020). A onda de choque produzida por esse movimento foi imensa: o dólar se elevou perante todas as demais moedas (TOOZE, 2018, loc. 839). O choque contracionista derrubou os níveis de emprego e causou crises importantes no Reino Unido e na Alemanha (ibid.). Mas, a inflação se reduziu, chegando a um patamar de 3% em 1983 (TOOZE, 2018, loc. 839). Esse processo causou importantes mudanças. De acordo com Tooze (2018 loc. 847), isso não derrubou apenas a inflação mas também “a base manufatureira das economias ocidentais e com isso o poder de barganha dos sindicatos. Eles não seriam mais capazes de puxar os salários para cima em alinhamento com o nível de preços”.

Essa perda de décadas em termos de poder de compra por parte dos trabalhadores teria uma relação peculiar com o futuro modelo de financiamento residencial nos Estados Unidos. E essa nova maneira de fazer negócios, uma década depois, se conectaria com novas maneiras de promover a securitização de papéis hipotecários. O sistema de financiamento habitacional, que durava desde as reformas do

⁴⁵ Eichengreen (2008, p. 139) entende que os dois choques do petróleo ocorridos na década não podem ser negligenciados ao se considerar essa aceleração inflacionária.

período do *New Deal*, sofreu uma ruptura importante com o choque Volcker. Na década de 1930, de acordo com Tooze (2018, loc. 839), o financiamento habitacional havia passado a ser baseado em bancos comerciais e *saving banks*, ou seja, um sistema baseado nos chamados *savings and loans*. A característica principal desse modelo era a oferta de crédito de longo prazo com taxas de juros fixas. De acordo com o mesmo autor, já no final dos anos 1960, empréstimos com juros fixos a 30 anos, com entradas à ordem de 5% eram o normal desse mercado. As *savings and loans*, de outro lado, se financiavam através de instituições depositárias que ofereciam, de acordo com Tooze (2018), fundos garantidos pelo governo com taxas de juros reduzidas. No final dos anos 1960, de acordo com o U.S. Census Bureau (2020), algo em torno de 64% das famílias americanas já habitavam suas casas próprias. A tendência crescente se manteria, e eventualmente, o pico de famílias morando em casa própria atingiria a cifra de 65,8%⁴⁶ no terceiro trimestre de 1980. A partir de então, por 4 anos seguidos, esse número cairia para chegar ao valor mais baixo do período, atingindo 63,5% em 1984. Exatamente no imediato posterior ao choque Volcker.

O modelo das taxas fixas era mais vantajoso para os tomadores de empréstimos, mas era bastante problemático para os bancos *savings and loans*. De um lado, as taxas fixas para empréstimos em ambientes inflacionários, especialmente ao final dos anos 1970, por um prazo de 30 anos, tornava-as, na prática, negativas em termos reais. E, de outro lado, os bancos, à altura do final da década de 1970 já arrastavam problemas de financiamento há décadas: os *savings and loans* não tinham capacidade de atrair novos depositantes ou manterem os seus, porque desde os anos 1950 as taxas de juros estavam e se mantiveram em um patamar muito baixo (TOOZE, 2018, loc. 856). No momento em que o choque deflacionário chega, a escala do problema se modifica: não só o portfólio de hipotecas emitidas em taxas fixas já estava com seu valor significativamente corroído pela inflação acumulada nas décadas recentes, como agora, o financiamento desses bancos só podia se dar a partir de taxas significativamente mais altas. A conclusão é a de que, por volta de 1980, a vasta maioria dos quase 4 mil bancos *savings and loans* ainda em operação estavam insolventes (TOOZE, 2018, loc. 856).

⁴⁶ Essa cifra só seria superada no terceiro trimestre de 1998.

O caminho adotado pela administração Reagan quanto ao problema da insolvência dos bancos seria o da desregulação e o rebaixamento dos padrões mínimos de capital, na esperança de que os bancos saíssem, por si próprios, da complicada situação. Tentou-se realizar esse feito através de nova legislação implementada em 1980⁴⁷ e 1982⁴⁸. Essa legislação foi posta em prática para tentar dinamizar o mercado pela via da concorrência e maior liberdade de atuação. A DIDMCA permitiu que os *savings and loans* relaxassem os níveis máximos de taxas ofertadas para seus depositantes (CORNETT; TEHRANIAN, 1990, p. 98). Porém, isso não foi suficiente para resolver o problema do financiamento, especialmente porque as taxas de juros básicas da economia ainda eram muito altas. Com a legislação de 1982, o GSGDI, passou-se a conferir poderes às agências governamentais para atuarem ativamente nos bancos em busca de se resolver alguns problemas, comprando ativos, realizando depósitos e assumindo passivos, isso do ponto de vista do curto prazo. No longo prazo e do lado do financiamento, e é aí que se trata dos problemas da sustentabilidade dos *savings and loans*, a legislação de 1982 permitiu que eles atuassem de maneira competitiva com os fundos dos mercados monetários, através da autorização da abertura, por parte dessas instituições, de contas para captação nos próprios mercados monetários (CORNETT; THERANIAN, 1990, p. 98). Em outras palavras, permitiu-se novas estratégias de emissão de dívidas.

Além disso, permitiu-se que essas instituições abrissem contas de movimento para governos em nível local, estadual e federal, além de exigir contas de depósitos para clientes que mantinham negócios com a instituição (ibid.). Essa liberdade competitiva foi uma maneira típica de se tentar resolver problemas no período Reagan: por mais mercado e desregulação. E o resultado foi desigual: as pequenas *savings and loans* “e bancos comerciais receberam uma parte menor dos benefícios da desregulação” (CORNETT; THERANIAN, 1990, p. 99). O estudo de Cornett e Theranian (1990, p. 109) indica que os acionistas das grandes instituições financeiras (inclusive as maiores *savings and loans*) foram beneficiados pela nova legislação, enquanto os pequenos sofreram perdas. O resultado, contudo, foi que os *savings and loans* tiveram que ser

⁴⁷ *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980*. (DIDMCA).

⁴⁸ *Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982*. (GSGDI),

salvos, comprados ou passarem por fusões. Os bancos comerciais, por sua vez, sobreviveram com dificuldades. (TOOZE, 2018, loc. 865).

Os impactos do choque Volcker chegariam de forma significativa para as instituições financiadoras de hipotecas no momento em que, ao final dos anos 1980, a taxa de inflação e as taxas de juros tivessem novamente baixado. Os devedores de hipotecas nos Estados Unidos têm o direito de renegociar o seu débito em taxas de juros menores. Em favor das pessoas físicas devedoras, especialmente as de maior baixa renda, é que quando conseguem renegociar os juros de suas hipotecas, permite-se que uma faixa maior de sua renda seja dedicada ao consumo, e isso pode introduzir um maior dinamismo na economia. Porém, é um choque para as instituições que mantêm em seu ativo as hipotecas: durante um período no qual as taxas de juros sobem, esses empréstimos a taxas fixas, se desvalorizam. Num momento em que as taxas caem, os tomadores de empréstimos têm direito a renegociar. Portanto, empréstimos a taxas fixas só seriam uma operação viável nos anos em que perdurou a estabilidade do pós-guerra.

A volatilidade tornava mais fragilizados os balanços das instituições emissoras de hipotecas. De acordo com Tooze (2018, loc. 873), a aposta surgida à época seria uma tentativa de remoldar esse mercado e dar condições às empresas emissoras para financiarem seus portfólios de hipotecas emitidas. Para fazê-lo, passou-se à utilização, em uma escala maior, de um sistema baseado em financiamento externo com um papel importante para as GSEs (*government sponsored enterprises*) do ramo de habitação.

As GSEs já eram empresas grandes nos anos 1980 e teriam um papel importante no desenrolar das décadas seguintes. A GSE mais conhecida é a *Fannie Mae*. Trata-se de uma empresa estatal criada no contexto do *New Deal* e sua função era criar um mercado secundário para as instituições financeiras emissoras de hipotecas nos Estados Unidos. A *Fannie Mae* não emitia as hipotecas, mas as comprava de bancos emissores. Esses papéis eram garantidos pela *Federal Housing Authority* (FHA), e para que essa garantia existisse, era necessário que houvesse uma qualidade mais elevada de avaliação de crédito. Desse modo, a *Fannie Mae* seria capaz de criar um nivelamento nacional, tanto para os emprestadores, quanto tomadores qualificados como *prime*. A *Fannie Mae* tinha, segundo o mesmo autor, ampla capacidade de financiamento porque o seu perfil como devedor era comparado ao do Tesouro americano. As dívidas não

somente tinham o *rating* elevado, como também, suas obrigações eram parte do balanço patrimonial do governo federal (TOOZE, 2018, loc. 873).

As outras duas GSEs⁴⁹ mais relevantes no ramo da habitação são surgidas da própria *Fannie Mae*. Esta última foi privatizada no final dos anos 1960, e em seu lugar, o Estado criou outra agência, a *Ginnie Mae*. Ao contrário da *Fannie Mae*, que somente adquiria hipotecas segundo os critérios da FHA, a *Ginnie Mae* poderia comprar qualquer hipoteca que fosse ou não garantida pela FHA, mas que atendesse, pelo menos, certos padrões mínimos, os chamados *conforming loan limits* (CLL), que correspondiam às *conforming mortgages*. Os limites dos *conforming loans* eram estabelecidos pela FHA, e tinham como função estabelecer um teto para os valores das hipotecas para uma família. Para se ter uma ideia, em 1980, o limite era de US\$93.750, e cresceu a uma taxa relativamente constante até o final dos anos 1990. Em 2005, esse limite era de US\$359.650 (COMEAU, 2009, p. 120). Também foi criada, nos anos 1970, a Freddie Mac, que ficaria responsável por adquirir hipotecas, em CCL e com um padrão mínimo de qualidade de crédito, emitidas pelos *savings and loans* (TOOZE, 2018, loc. 881). Os *savings and loans*, no caso de empréstimos hipotecários, tinham grande importância, porque eram as instituições financeiras que focavam em hipotecas residenciais, ao contrário dos bancos comerciais.

As GSEs sobreviveram ao choque dos anos 1980. E nos anos 1990 elas prosperariam, não só por conta dos laços íntimos com o governo, que as permitia que obtivessem “descontos substanciais em custos de financiamento” (TOOZE, 2018, loc. 888), mas também por conta da recuperação do mercado imobiliário nesses anos. O que nos importa aqui é que as GSEs, até esse momento, ditam um padrão mínimo para a emissão de hipotecas nos Estados Unidos, e que com isso, tinham a capacidade de moldar um mercado inteiro. O fundamento prático das emissões hipotecárias nos Estados Unidos por parte das instituições financeiras era o de buscar emissões que pudessem ser qualificadas a serem repassadas para as GSEs. No final dos anos 90, a *Fannie Mae*

⁴⁹ Também existem GSEs que não são do ramo da habitação, como por exemplo, a *Sallie Mae*, do ramo da educação e a *Farmer Mac* do setor de hipotecas rurais. Há também empresas do tipo em instituições de apoio a veteranos de guerra e fornecimento de crédito rural. Nesse trabalho, sempre que houver uma menção genérica a GSEs, a referência deve ser entendida como direcionada às empresas patrocinadas pelo governo norte-americano no setor de habitação.

e a *Freddie Mac*, juntas, garantiam pelo menos 50% do mercado de hipotecas dos Estados Unidos.

O fato de as GSEs terem laços íntimos ou serem propriedade do governo era terreno fértil para politização, tanto no início dos anos 1990, quanto no pós-crise de 2008. No início dos anos 1990, era possível constatar que a política de habitação americana favorecia uma maioria branca de, pelo menos, classe média. Isso deixava uma população vulnerável sem oportunidades de financiamento habitacional. O governo democrata de Bill Clinton promoveu reformas nas metas de financiamento habitacional no país, para que também chegassem a essas populações mais vulneráveis. Então, um considerável número dos novos proprietários residenciais nos Estados Unidos nas décadas de 90 e 2000 eram desses grupos. Com isso, de um lado, as GSEs passavam a ser detentoras de fortes poderes de lobby junto aos democratas, e eram, simultaneamente, objeto de críticas por parte da direita conservadora americana (TOOZE, 2018, loc. 896). E, em futuro próximo, esse grupo vinculado ao Partido Republicano escolheria como alvo a política de ampliação do financiamento habitacional para minorias, considerando-a como a única responsável pela crise de 2008.

Segundo Tooze (2018, loc. 904), essa crítica não encontrava calço na realidade, porque as GSEs não adquiriam hipotecas de realmente baixa qualidade, os *subprime*, que entrariam em severa inadimplência no pré-crise de 2008. As hipotecas de menor qualidade eram utilizadas como substratos de processos de securitização pelo setor financeiro privado da economia que permitia a formação de ativos tóxicos para serem redistribuídos. Portanto, mesmo que as GSEs tenham ampliado os seus portfólios, os empréstimos para famílias menos favorecidas não têm o mesmo componente de risco do *subprime*. Contudo, as GSEs exerceriam um papel que, mesmo indireto, seria fundamental para que a crise ocorresse da maneira em que ocorreu. De um lado, as GSEs formataram o mercado em duas dimensões fundamentais: em primeiro lugar, ao criar o modelo originar para distribuir (*originate to distribute*) para o mercado de hipotecas, e em segundo lugar, na sua política de securitização.

O primeiro desses fatores encontra sua origem no modelo de financiamento habitacional do *New Deal*. Os bancos comerciais, principalmente os *savings and loans* originavam a hipoteca, que era comprada integralmente, imediatamente e à vista pelas

GSEs, desde que elas estivessem em conformidade com os padrões mínimos. Como os Estados Unidos durante muitos anos foi um país com o sistema financeiro relativamente desconcentrado, isso permitia que bancos menores fossem capazes de ampliar o seu volume de emissão de hipotecas diante de suas limitadas reservas de capital. Assim, os bancos mantinham uma liquidez mais elevada porque não precisariam manter no seu ativo hipotecas com prazos longos até que se convertessem em dinheiro. As GSEs é que manteriam, no seu ativo, por um longo período de tempo aquelas hipotecas emitidas pelas outras instituições, até que o fluxo de caixa de cada um desses papéis as convertesse, com o passar do tempo, em caixa. Deveria haver, assim, alguma origem de financiamento que permitisse que as GSEs adquirissem essas hipotecas, e mantivessem esses ativos ilíquidos em seus balanços por um longo tempo. Portanto, em última instância, o que sustentava o mercado hipotecário americano pós-*New Deal* era “a dívida emitida pelas GSEs” (TOOZE, 2018, loc. 912).

O segundo fator foi a ampliação do processo de securitização das hipotecas, ocorrido a partir dos anos 1970, com as instabilidades das taxas de juros. As GSEs continuavam sendo a base do sistema mencionado no parágrafo anterior, mas passaram a alterar a maneira pela qual se financiavam. Em vez de segurar as hipotecas nos seus balanços, passou-se a realizar operações de securitização das hipotecas, vendendo os ativos resultantes para investidores, com a ajuda de bancos de investimento. A maneira pela qual as GSEs securitizavam seus papéis hipotecários era através construção de *pools* com um determinado número de hipotecas e vendia-se cotas desses *pools* para investidores. Os riscos individuais de cada hipoteca eram, assim, agrupados (TOOZE, 2018, loc. 921). Iniciava-se um processo no qual o mercado passava a validar ou não, indiretamente, a qualidade das emissões hipotecárias realizadas na ponta pelos pequenos bancos americanos.

A história que se tornaria amplamente conhecida com o eclodir da crise financeira global tem seu início aí. O modelo de securitização dos anos 1970, iniciado com a estatal *Ginnie Mae*, era simples. O *pool* de hipotecas gerava um fluxo de caixa que era passado aos cotistas que investiram naquele pacote de papéis agrupados. Esse era o chamado modelo *pass-through*. A securitização privada de hipotecas começaria ao final dos anos 1970, mas ainda sem grande peso. O choque de juros da era Volcker não apenas forçou

o sistema bancário a se alterar em estrutura de mercado.. Esse choque, também, ao forçar a revisão da estratégia de administração de passivos, ofereceu terreno fértil para a inovação financeira em securitizações. Segundo Tooze (2018, loc. 929), a partir dos anos 1980, já não haveria somente o modelo *pass-through* que era utilizado na geração dos MBS (*mortgage-backed securities*)⁵⁰ e eram uma modalidade relativamente simples de securitização. Passou a ter também importância o papel realizado pelas CMOs (*collateralized mortgage obligations*) que eram capazes de reunir diferentes MBS em um mesmo *pool*, porém dividindo suas cotas para perfis de risco variados para investidores⁵¹. Esses são tipos de papéis que caracterizaram o surgimento das chamadas finanças estruturadas nos mercados de financiamento imobiliário.

Ao processar e reorganizar os CMOs em diferentes faixas, se tornou possível redistribuir o risco, mas não necessariamente reduzi-lo como um todo, para a economia em seu conjunto, ou reparti-lo de maneira uniforme, reduzindo sua relevância. As faixas *senior* dos CMOs eram muito seguras, porque eram as primeiras a serem amortizadas. Porém o risco se elevava desproporcionalmente à medida em que se observa faixas menos preferenciais. É nesse momento que outras instituições de suma importância para a determinação da forma da grande crise financeira global futura ampliariam a sua participação no mercado: as agências de classificação de risco. Os papéis correspondentes às mais altas faixas dos CMOs, mesmo que baseados em um conjunto de *pools* de hipotecas menos seguras, por terem altíssima prioridade, recebiam a máxima classificação: AAA. Na verdade, 80% dos *senior tranches* recebiam essa classificação

⁵⁰ Ou seja, títulos originados a partir da reunião de hipotecas em um *pool*, cujos fluxos de caixa são provenientes do cumprimento das obrigações hipotecárias por parte dos seus contratantes, em seguida em direção aos cotistas investidores desses papéis.

⁵¹ As CMOs têm como objeto os próprios *pools* de hipotecas com taxas e maturidades que são próximas. O seu emissor retira uma taxa de administração, e os fluxos de caixa oriundos das CMOs vão em direção aos seus investidores. O que diferencia uma CMO de um MBS, em primeiro lugar, é que enquanto o MBS é um *pool* de hipotecas, o CMO é um *pool* de *pools* hipotecários. Em segundo lugar, as CMOs são estruturadas de modo a distribuírem os riscos de maneiras distintas entre seus investidores. E não só isso, também distribuem riscos de naturezas distintas, tanto quanto aos fluxos de caixa das hipotecas em andamento quanto dos riscos avaliados antes da emissão da hipoteca por perfis de clientes. Pode-se dividir, portanto, uma CMO por faixas (*tranches*). Primeiro são pagos juros e amortizações para o *tranche* superior, enquanto todos os demais recebem apenas juros. Tão logo completa-se a amortização correspondente ao primeiro *tranche*, o segundo passa a receber juros e amortizações, enquanto os demais, apenas juros. Isso ocorre até que todo o portfólio do CMO seja amortizado pelos devedores. Há riscos diferenciados e remunerações diferenciadas de acordo com os *tranches*. A título de exemplo, em 1994, havia CMOs que possuíam até 70 *tranches* (McCONNEL; SINGH, 1994, p. 894-5).

máxima (TOOZE, 2018, loc. 937). Para se ter uma ideia, “em 2008, havia apenas seis sociedades anônimas classificadas com AAA e não mais do que uma dúzia de países” (TOOZE, 2018, loc. 937). Ou seja, esses papéis eram comparáveis, em termos de segurança, a títulos do tesouro estadunidense.

A questão dos incentivos das agências de classificação de risco envolvia aspectos importantes. De um lado, elas não poderiam distribuir AAA livremente porque tinham uma suposta reputação a zelar. De outro lado, além de, de fato, as faixas *senior* terem a probabilidade de inadimplência muito baixa, havia conflitos de interesse. Em primeiro lugar, porque desde 1980 quem adquire os serviços das agências de classificação era o próprio futuro emissor de dívida. Em segundo lugar, as agências de classificação de risco passaram, cada vez mais, a receber uma maior demanda por avaliação de *pools* hipotecários. Dada a estrutura de incentivos, é de se esperar que quanto melhor fosse a avaliação, mais se ampliariam os mercados da agência em questão (TOOZE, 2018, loc. 945).

Também se supunha que os MBS fossem ativos previsíveis, e que cálculos simples permitiriam uma avaliação eficiente quanto ao risco dos mesmos. (TOOZE, 2018, loc. 945). É desse modo que de um mercado inicialmente constituído por pequenos bancos e GSEs, passou a envolver mais e mais investidores, processando os ativos originais e os repartindo em perfis de riscos distintos. Consequentemente, hipotecas estavam nos balanços das GSEs, de bancos, de fundos de pensão e de seguradoras (TOOZE, 2018, loc. 961). Passou-se, de fato, a desconcentrar o risco que antes era suportado somente pelas GSEs, e por consequência, pelo tesouro estadunidense. O problema é que deslocar o risco, não significa necessariamente diminuí-lo para o sistema. E desconcentrar o risco não seria exatamente o modelo de negócios que se aprofundaria na década seguinte.

Na passagem de século, essas operações sofreriam mudanças importantes. As GSEs ainda continuariam como sendo responsáveis por comprar e securitizar as hipotecas que estavam em conformidade com seus padrões. Mas, os novos atores, particularmente de *Wall Street*, que entraram paulatinamente nesse mercado, reformariam parte da indústria, integrando todos esses passos, e mantendo proporções

significativas desses ativos processados em seus próprios balanços patrimoniais (TOOZE, 2018, loc. 968).

O interesse de *Wall Street* nesse mercado pode ser reportado a um conjunto de reformas legais e financeiras ocorridas desde o fim de Bretton Woods. Desde a simples abolição de taxas fixas por operação no mercado de ações, em 1975, até a posterior queda das taxas de juros nos anos 1980, tornaram o mercado financeiro ainda mais competitivo (TETT, 2009, loc. 20). Essa concorrência elevada foi também um dos elementos que impulsionaram a formação de um boom em inovações financeiras nos anos 1980 e 1990. Os bancos de investimento e Wall Street, já nos anos 1980, começaram a desenvolver contratos de *swap* que permitiam que investidores negociassem seu risco nos mercados cambiais, que trocassem taxas flutuantes por fixas, que pudessem se proteger de calotes de grandes conglomerados ou que, simplesmente, pudessem apostar em suas quebras. Um desses ativos também iria representar um importante papel no desenrolar da crise financeira global: os CDS (*credit default swaps*), criados pelo banco de investimento J. P. Morgan nos anos 1990 (TETT, 2009). Os CDS são contratos de *swap*, portanto derivativos, nos quais o contratante troca um determinado risco de um evento de crédito definido (podendo ser, por exemplo, inadimplência) de um determinado papel (podendo ser um título da dívida de um país ou algum título de dívida privada de alguma empresa) por um prêmio pago regularmente. O risco do evento, assim, recai inteiramente sobre o emissor do CDS em troca do prêmio recebido. O prêmio pago periódico acordado inicialmente por quem adquire o título varia conforme a avaliação do risco de crédito do ativo subjacente variar (ALSADORO; EHLERS, 2018).

Todo esse conjunto de inovações financeiras, contudo, só teria a capacidade de causar o impacto que viriam a produzir anos depois se fossem operados em escala consideravelmente ampla. Os bancos de investimento, principais responsáveis pela operação desses novos ativos, não eram instituições que recebiam depósitos. O caminho para financiarem suas operações se encontrava nos mercados monetários em atacado, onde eles ou tomavam emprestado dinheiro de outros bancos ou de fundos institucionais, como os fundos mútuos ou fundos de investimento (*money market funds* –

MMFs)⁵². E haveria um importante impulso oriundo do próprio ambiente econômico, já nos anos 1980, e de maneira muito mais significativa na década seguinte, para que clientes insatisfeitos com seus rendimentos em bancos comerciais, migrassem para esses fundos que, por sua vez, financiariam as operações dos grandes bancos de investimento (TOOZE, 2018, loc. 994). Ao final de 2008, em todo o mundo, os MMFs administrariam cerca de US\$5 trilhões de dólares (BABA; McCAULEY; RAMASWAMY, 2009, p. 48).

Nos anos 1990, as maiores empresas também eram proprietárias de largas somas de dinheiro em caixa, e procuravam por oportunidades para sua aplicação rentável, em última instância, através de bancos de investimento em franco crescimento. Normalmente, se tratavam de operações de curto prazo, avaliadas como seguras e altamente líquidas pelos investidores. (TOOZE, 2018, loc. 1003). Havia, portanto, uma disponibilidade de capital monetário cada vez maior para a utilização por bancos de investimentos. Esse ganho de escala combinado com o uso cada vez maior de instrumentos capazes de redistribuir riscos, como as securitizações e os *swaps* de risco, são a base do que Tooze (2018, loc. 1011) chama de Nova Wall Street. Pode ser considerada Nova Wall Street porque vários dos grandes bancos de investimento dos anos 2000 sequer existiam antes dos anos 1970, e tiveram sua década de crescimento mais significativo nos anos 1990.

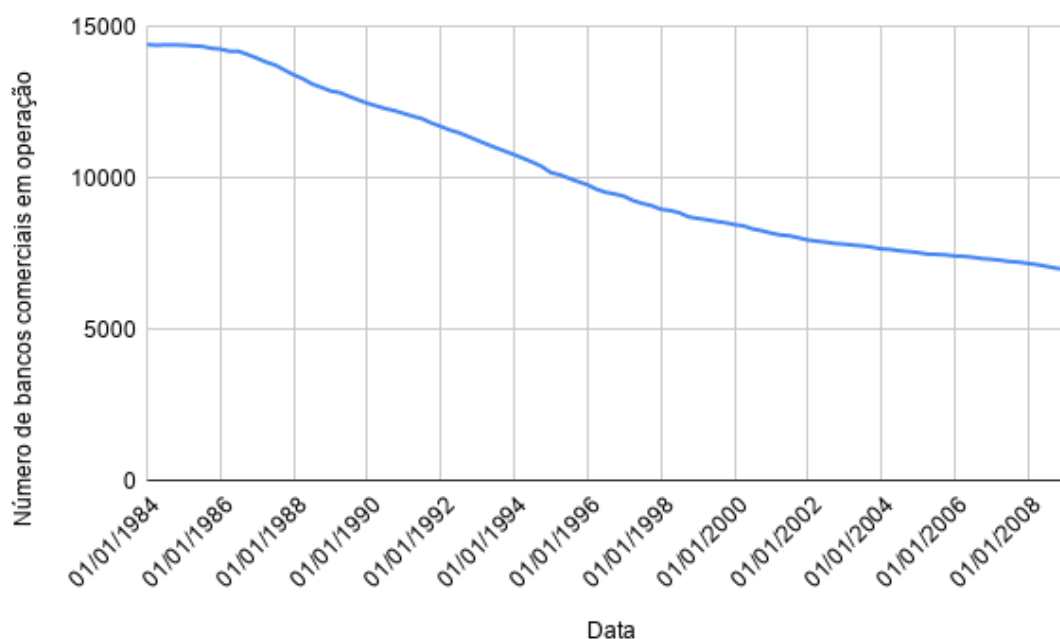
Esse crescimento, contudo, não se deu sem intercorrências. A década de 1990 foi particularmente turbulenta em crises financeiras. Nessa década, os ganhos nos mercados financeiros aceleraram significativamente. E a turbulência vem disso mesmo. Esses grandes investidores institucionais (não só fundos mútuos, mas também fundos de pensão), orientaram-se para “ativos cada vez mais arriscados, na medida em que o mercado bursátil oferecia oportunidades de ganhos crescentes” (SAUVIAT, 2005, p. 115). Foram episódios importantes nessa década as crises do México em 1994, da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998. Um grande fundo de investimentos, como o Long-Term

⁵² Os *money market funds* (MMFs) são “esquemas de investimento coletivo que aplicam em instrumentos de dívida de alta avaliação de crédito em curto prazo e oferecem uma considerável fonte de financiamento nos mercados monetários *overnight* e a termo. Nos Estados Unidos, os MMFs são chamados de fundos mútuos enquanto em outros países são chamados de fundos de investimento” (BABA; McCAULEY; RAMASWAMY, 2009, p. 68).

Capital Management, ao quebrar, ameaçou derrubar toda a indústria de fundos *hedge* após uma operação especulativa mal sucedida em mercados asiáticos. Foi necessária uma intervenção do FED que obrigou outros bancos a financiarem a liquidez do LTCM para evitar uma crise sistêmica (BELLUZZO, 2005, p. 11).

Diferentemente dos bancos de investimento, os bancos comerciais tiveram outra trajetória no pós-choque Volcker. Ao perderem depósitos e sua posição na emissão de hipotecas, o setor dos bancos comerciais nos Estados Unidos passou por uma importante centralização. O gráfico 5 ilustra esse processo e sua tendência quase linear que indica que entre 1984 e 2004 fecharam-se entre 350 e 400 bancos anualmente naquele país.

Gráfico 1 – Número de bancos comerciais em operação nos Estados Unidos



Fonte: Federal Financial Institutions Examination Council (US); FRED St. Louis (2020).

O fato de o número dos bancos comerciais ter caído pela metade entre 1984 e 2004 ainda não é a mais significativa das cifras de centralização, porque os ativos não se distribuem igualmente entre todas as instituições. Em 1990, segundo Tooze (2018, loc. 1028), os 10 maiores bancos eram detentores de 10% dos ativos, e em 2000, 50%. E esse processo não se deu simplesmente pela busca de novos depositantes, mas pela execução de um novo modelo de negócios. Aos bancos comerciais era permitido gerar

hipotecas e as revender para as GSEs. Contudo, eles não poderiam desempenhar as mesmas funções realizadas pelos bancos de investimento (TOOZE, 2018, loc. 1028), que haviam internalizado todas as etapas do mercado de financiamento imobiliário. E o motivo disso era legal. Em vigor desde os anos 1930, o *Glass-Steagall Act* vedava a participação dos bancos comerciais nessas operações, porque separava o escopo de atuação de bancos comerciais, de investimento, seguradoras e *savings and loans* (BELLUZZO; GALÍPOLO, 2017, loc. 1248).

A década de 1990 colocou a pá de cal nesse conjunto regulatório. Larry Summers e Robert Rubin, membros da administração Clinton, atuaram no sentido de desregular esses mercados. Em 1999, com a implementação do *Gramm-Leach-Bliley Act*, o aparato de regulação financeira previsto no *Glass-Steagall*, legislação do *New Deal*, era derrubado, e agora as instituições financeiras teriam a possibilidade de atuar em vários segmentos do mercado (BELLUZZO; GALÍPOLO, 2017, loc. 1248). O Citigroup e o Bank of America saíram na frente, e abraçaram imediatamente vários desses setores (TOOZE, 2018, loc. 1036). Não apenas os bancos de investimento e comerciais estavam se engajando em toda a estrutura que faz parte do processo de emissão, processamento e vendas de hipotecas, mas também bancos originalmente especializados em apenas produzir as hipotecas para revender às GSEs, como o Countrywide. É com essas instituições que a integração no mercado de financiamento imobiliário se aprofunda, e é através delas, que mais camadas financeiras são inseridas. Ao final dos anos 1990, segundo Tooze (2018, loc. 1036), todos os três grupos de bancos, comerciais, de investimento e de habitação, estavam operando ao longo de toda a cadeia hipotecária. Pode-se adicionar que não apenas mais instituições passavam a operacionalizar esse serviço, mas instituições cada vez maiores, e com maior peso em seus respectivos mercados.

O Countrywide atuava desde a emissão das hipotecas, até a securitização. O Citi atuava na emissão, na securitização e fazia negócios, comprando e vendendo MBS (TOOZE, 2018, loc. 1044). Porém, a securitização fora das GSEs ainda era um negócio de menor importância. Assim, os bancos ainda tinham incentivos para emitirem hipotecas de maior qualidade, que eram aquelas que poderiam fazer parte dos portfólios das GSEs que tinham custo de financiamento menores. Os choques da bolha dot-com e dos

atentados de 11 de setembro de 2001 forçaram a que o FED de Alan Greenspan derrubasse a *Funds Rate* para 1% no período.

Como descrito acima, o devedor tem direito de refinanciar sua hipoteca com taxas mais baixas. De um lado, isso penaliza o prestador original, mas tem dois efeitos de renda: permite-se uma ampliação no consumo e possibilidades de abertura de novos contratos hipotecários. As emissões de novas hipotecas de US\$1 trilhão em 2001 saltaram para US\$3.8 trilhões em 2003, dos quais 66% eram refinanciamentos a taxas menores (TOOZE, 2018, loc. 1052). Combinado a esse boom hipotecário, ocorreria um fato limitador para a atuação das GSEs que ampliaria o espaço para a securitização privada: os escândalos contábeis da Fannie Mae e da Freddie Mac. Isso causaria uma redução nos incentivos dos bancos emissores a serem mais rigorosos quanto à avaliação da qualidade de crédito ante à emissão das hipotecas.

Em 2003, ambas GSEs sofreram sanções regulatórias. Em punição elas teriam que aumentar seu capital ou reduzir os seus balanços patrimoniais. Na prática, isso significava uma limitação às suas atividades de financiamento de hipotecas. Em um momento de boom hipotecário, isso significou ampliação da participação na securitização pelos bancos privados (FELTON, 2008, p. 3). Anteriormente, os tomadores de empréstimos hipotecários tinham um subsídio implícito a tomarem empréstimos mais seguros, que seriam posteriormente financiados pelas GSEs (FELTON, 2008, p. 13). E os critérios de securitização privada eram significativamente menos exigentes do que os das GSEs. As hipotecas de nível das GSEs atingiram seu máximo de emissão em 54% do mercado em 2003 (GOODMAN et. al., 2008, p. 5). A partir de então, aumentaria em importância, nesse mercado, as demais faixas da indústria bancária lentamente forjada dos anos 1980 até 2000.

Aqui é importante que seja dimensionado o tamanho desse mercado e que se entenda a sua composição. Goodman et. al. (2008, p. 3) estimam que o valor das propriedades imobiliárias nos Estados Unidos em 2008 chegava a US\$23 trilhões. Desse valor, 47% ainda representava um passivo para as famílias, ou seja, US\$10.7 trilhões eram dívidas hipotecárias. E, dessa cifra, \$6.3 trilhões eram dívidas securitizadas. Portanto, 58% do valor das hipotecas não ficava nos balanços das instituições emissoras, porque securitizadas. Por si só, a securitização, como vimos, não representa um

problema para a estabilidade do sistema, porque as GSEs faziam securitizações condicionadas a critérios mínimos há décadas.

Desse modo, para qualificar a emissão das securitizações, pode-se dividir o mercado de securitizações em hipotecas *agency* e *non-agency* (ou *nonconforming*) isto é, se são garantidas pelas GSEs, por atenderem os requisitos mínimos, ou se por outras instituições. As *non-agency*, por sua vez, se desdobram em *alt A*, *jumbo prime* e *subprime*. Segundo Goodman et. al. (2008), as hipotecas *jumbo prime* atendem a requisitos de crédito, mas são muito grandes para serem aceitas pelas GSEs. As *alt-A*, por seu turno, se parecem com as MBS *agency*, mas possuem mais faixas de risco, e as hipotecas *subprime* são de menor qualidade de crédito. A tabela abaixo mostra a evolução desses mercados nos Estados Unidos entre 1992 e o segundo trimestre de 2007:

Tabela 1 – Perfil das hipotecas em aberto (em milhões de US\$)

Ano	Total Agency	Total Non-agency	Securitização Total (MBS)	% Agency	% Non-agency	Hipotecas em aberto	MBS/ Hipotecas
1992	1.381.512	142.265	1.523.777	90,66%	9,34%	2.954.396	51,58%
1993	1.487.345	167.899	1.655.244	89,86%	10,14%	3.113.834	53,16%
1994	1.592.827	183.002	1.775.829	89,69%	10,31%	3.291.540	53,95%
1995	1.719.691	193.759	1.913.450	89,87%	10,13%	3.459.184	55,32%
1996	1.858.878	215.357	2.074.235	89,62%	10,38%	3.682.790	56,32%
1997	1.968.438	253.804	2.222.242	88,58%	11,42%	3.917.569	56,73%
1998	2.158.604	321.869	2.480.473	87,02%	12,98%	4.274.301	58,03%
1999	2.424.589	353.660	2.778.249	87,27%	12,73%	4.699.578	59,12%
2000	2.625.453	385.501	3.010.954	87,20%	12,80%	5.126.531	58,73%
2001	2.974.531	463.217	3.437.748	86,53%	13,47%	5.677.996	60,55%
2002	3.312.600	544.055	3.856.655	85,89%	14,11%	6.436.575	59,92%
2003	3.394.021	664.005	4.058.026	83,64%	16,36%	7.226.763	56,15%
2004	3.467.453	1.049.767	4.517.220	76,76%	23,24%	8.284.980	54,52%
2005	3.607.949	1.536.627	5.144.576	70,13%	29,87%	9.323.217	55,18%
2006	3.904.911	1.991.459	5.896.370	66,23%	33,77%	10.359.047	56,92%
2007	4.148.691	2.120.175	6.268.866	66,18%	33,82%	10.749.703	58,32%

Fonte: Elaborado a partir dos dados de Goodman et. al. (2008), recolhidos de Inside MBS & ABS, Loan Performance & UBS. Observação: os dados de 2007 são até o segundo trimestre do ano.

As hipotecas securitizadas *agency* cresceram de maneira mais ou menos linear ao longo dos 15 anos da série. A participação da securitização de hipotecas *non-agency* é que se acelera significativamente a partir de 2003: a partir do exato ano dos escândalos contábeis das GSEs e de suas limitações impostas pelo governo. Entre 2003 e 2006 a soma das cifras desse tipo de securitização MBS *non-agency* cresce a taxas próximas

de 50% ao ano. O resultado disso é que em 2006, portanto num espaço de 14 anos, a participação das hipotecas securitizadas *non-agency* passa a representar um terço do mercado de securitizações, totalizado em US\$10,7 trilhões em 2007. De acordo com Goodman et. al. (2008), das cerca de 34% de hipotecas securitizadas *non-agency*, 13% eram *Alt-A*, 8% *Jumbo Prime*, e 13% *Subprime*.

Nesse período de evolução, o mercado hipotecário se modificou com vários circuitos de retroalimentação. A emissão de hipotecas para serem repassadas dava aos bancos a possibilidade de cobrar taxas pelos serviços. Pelo fato de elas serem securitizadas, os incentivos de realização de avaliações de crédito mais rigorosas para os emissores que não as fossem reter em seus balanços ou repassar às GSEs se tornava reduzido. E as camadas de engenharia financeira foram fundamentais para tornar possível esse processo. Em primeiro lugar, uma parte significativa das *nonconforming* MBS privadas, conseguiriam a classificação AAA se combinadas com mais produtos estruturados (TOOZE, 2018, loc. 1068). Ao mesmo tempo, na tentativa de se gerenciar os riscos, o mercado de CDS se aprofundava e ampliava seu escopo, e cada vez mais as seguradoras começavam a ter um papel importante no processo, principalmente a AIG.

Como se viu anteriormente, a criação de CMOs a partir das MBS se dava a partir da formação de faixas com diferentes graus de risco e prioridade no fluxo de caixa, redistribuindo juros e principal entre seus cotistas. As faixas prioritárias eram avaliadas pelas agências de classificação de risco com AAA. Uma operação era a de agregar as faixas intermediárias, a partir de vários CMOs, em novo processo de securitização. Desse modo, um conjunto de ativos BBB, dessas faixas intermediárias, ao serem combinados em um CDO (*collateralized debt obligation*) poderiam gerar novas faixas AAA (TOOZE, 2018, loc. 1068). E então, seria possível, novamente, utilizar as faixas intermediárias do CDO resultante para se produzir um CDO-squared com novas faixas AAA. O que permitia que esse reprocessamento de ativos continuasse a gerar faixas AAA, em nível teórico, é baseado em uma literatura de finanças que assume em modelagens, em maior ou menor medida, a possibilidade de existência de riscos independentes (WINTER, 1991; GOTO, 1997), além de uma relação muito próxima com as agências de classificação (TOOZE, 2018, loc. 1068). O problema, portanto, não é apenas do volume de hipotecas *subprime*,

mas o constante reprocessamento que tornava as faixas mais baixas cada vez mais arriscadas e concentradas. E ao lado disso, era possível utilizar os CDS para se proteger de riscos de inadimplência ou de simplesmente apostar contra esse esquema.

Todos esses fatores são importantes, mas representam apenas um lado dos fatos. De outro lado, existe o problema da demanda para esse considerável volume de papéis que passavam a ser processados e reprocessados. Sem essa demanda, os preços dos MBS iria cair, aumentando suas taxas de juros efetivas, inviabilizando toda essa mecânica financeira. Isso não ocorreu inicialmente, porque existia demanda. Essa demanda vinha tanto da busca por investimento em ativos seguros quanto da maior capacidade de mobilização dos fundos de investimento dispostos a aplicarem. Segundo Tooze (2018, loc. 1083), é nesse ponto que a mecânica “da atividade bancária em hipotecas se reconecta com o grande tema da ascensão da China, dos mercados emergentes e da crescente desigualdade e polarização de riqueza no mundo ocidental”. Pelo fato de os papéis MBS e papéis securitizados correspondentes terem na sua integralidade, ou pelo menos em algumas de suas faixas, a classificação AAA, esses papéis eram considerados seguros. Considerando que há casos nos quais legalmente, para investidores institucionais, apenas pode-se aplicar em papéis com esse nível de avaliação (TOOZE, 2018, loc. 1091), a própria classificação do papel o torna atrativo, e diretamente, recrudesce significativamente o poder das agências de classificação de risco.

O recrudescimento da demanda desses papéis passa por arranjos de grande magnitude também. Desde o final da década de 1990, os países emergentes, principalmente os que apresentavam maior crescimento econômico, e em particular os asiáticos, passaram a acumular um crescente volume de reservas graças às suas balanças comerciais superavitárias. De outro lado, pelo menos desde os anos 1980, os Estados Unidos produzem déficits crescentes em conta corrente, o que significa uma disponibilidade internacional de dólares cada vez maior. Os dólares formados em reservas por esses países em crescimento eram convertidos em ativos seguros, e dotados de alta liquidez, para o caso de serem necessários para o atendimento de alguma emergência. É de se lembrar que na década de 1990, vários países sofreram crises cambiais sem que pudessem recorrer a esses recursos. Entre os ativos preferidos,

em especial para os fundos soberanos chineses, estavam os títulos do tesouro americano, em várias maturidades. Se se pensar nos importantes déficits orçamentários promovidos pela Administração Bush, seria de se esperar que mais desses papéis fossem colocados no mercado no início do século presente. Na sequência, na ordem de preferência de países mais avessos ao risco, haviam os papéis emitidos pelas GSEs, considerados tão seguros quanto os títulos do tesouro americano (TOOZE, 2018, loc. 1099).

Além dos fundos soberanos, também eram participantes relevantes desse mercado os investidores institucionais que eram forçados por estatuto a comprar apenas ativos AAA. E a indústria era capaz de produzir esses ativos a partir de *pools* de hipotecas, e *pools de pools*. E um dos grandes problemas dessa indústria é exatamente o processo de geração de resíduos que a securitização desses ativos causa. As faixas menos atrativas desses ativos, presentes nos CMOs, CDOs e CDO²s, eram mantidas fora do mercado, e não poderiam ser compradas por alguns dos demandantes das partes, por assim dizer, nobres, do ativo. Então, os bancos que começaram a operacionalizar todo o reprocessamento de ativos, tinham também que manter esses papéis nos seus balanços, em especial os de pior qualidade (TOOZE, 2018, loc. 1178). Embora arriscado, o procedimento não seria totalmente inconveniente porque as taxas de juros prevalecentes na década de 2000 eram baixas e um grande volume de capital dinheiro estava disponível para permitir o financiamento desses papéis em seus balanços patrimoniais. Além disso, a baixa atratividade desses ativos reprocessados, poderia rebaixar o preço médio geral dos ativos, se dispostos no mercado.

Nessa dinâmica, ingressaram os principais bancos comerciais e de investimento dos Estados Unidos: Citigroup, Bank of America, Washington Mutual, Lehman Brothers e Bear Stearns (TOOZE, 2018, loc. 1178). Por seu turno, o J. P. Morgan começou a reduzir seu portfólio em hipotecas em 2006, e passou a comprar proteção em CDS: isso significava na prática, que já nesse ano, esse banco começava a apostar contra o mercado. O Goldman Sachs, por sua vez, fez operações parecidas, também através das compras em CDS. Disso se extrai que um dos problemas da crise não foi o espalhamento de ativos de risco para fora do mercado bancário, mas, antes, se deu pelo seu

empilhamento e concentração nos balanços das instituições emissoras e securitizadoras (TOOZE, 2018, loc. 1170).

Os bancos envolvidos nessas operações conseguiam atrair os *money market funds* através das emissões de ABCP: *asset-backed commercial paper*. Os ABCPs são títulos de dívida de curto prazo (de 1 a 270 dias, normalmente 30 dias) emitidos por instituições financeiras e possuem como garantia outros ativos financeiros. Os bancos não emitiam diretamente os ABCPs, mas o faziam através de SIVs (*structured investment vehicles*) ou SPVs (*special purpose vehicles*). Essas duas últimas entidades são empresas criadas pelos próprios emissores, que as abastecem com um nível mínimo de capital, e ativos como títulos de dívida hipotecária, e outras dívidas securitizadas. Legalmente, trata-se de uma empresa à parte que tem seus próprios riscos, e em tese, pode isolar a instituição que a funda de suas atividades principais, tendo um balanço independente. Então, o que o banco faz é descarregar parte de seu portfólio hipotecário no SIV, e este tem que financiar esse portfólio através da emissão de ABCPs. É esse o mecanismo que permitia que os bancos mantivessem as hipotecas ao mesmo tempo fora do mercado e, pelo menos em parte, fora de seus próprios balanços.

Segundo Farhi et. al. (2009, p. 136), esse movimento foi um dos principais insufladores do volume de operações no chamado *shadow banking system*. Essas instituições não possuem acesso à janela de redesconto do FED e não têm acesso aos seguros de depósitos em seus bancos centrais, além de não serem regulamentadas pelos acordos de Basiléia vigentes até então, que regulamentavam níveis mínimos de capital. É desse modo que era possível alavancar significativamente as operações e movimentar um volume maior de recursos com menos capital. Até 2002, com a atualização do Primeiro Acordo da Basiléia, os SIVs poderiam ser alavancados da seguinte maneira: o banco disponibiliza um patamar mínimo de capital para o SIV, atendendo à margem de manutenção de 8% de capital em seu balanço, com relação a essa operação inicial. Como o critério adotado às operações em SIVs e pelo próprio banco eram iguais (BALTHAZAR, 2006, p. 35-6), um SIV precisaria manter apenas 8% dos daquilo que foi posto em seu balanço. Portanto, o banco patrocinador consegue potencializar a movimentação de ativos, e, portanto, de rentabilidade, com relação a um montante dado de capital.

A estrutura de lucratividade de um SIV é altamente alavancada e isso pode implicar riscos maiores, como viu-se em ensaio anterior. Os lucros obtidos por um empreendimento do tipo se davam a partir das diferenças de maturidades nos ativos e nos passivos. Os ativos eram compostos por papéis de longo prazo, de pelo menos três anos, que em si mesmos já continham um fator de risco de inadimplência. O problema, é que do lado do passivo, portanto das origens que permitiam a manutenção desses ativos, o prazo era curto, basicamente composto por ABCPs de três meses (TOOZE, 2018, loc. 1202). Assim, para garantir a permanência de um ativo no balanço do SIV até sua maturação, são necessários vários ciclos de refinanciamento por ABCPs. As taxas de retorno desses ativos eram relativamente altas em comparação com as baixas taxas de financiamento dos ABCPs, não só pelas disponibilidades do mercado monetário, mas também pelas credenciais dos bancos patrocinadores. Contudo, era um equilíbrio tênue, pois qualquer dificuldade na renovação desse financiamento poderia causar um efeito cascata.

A situação era, assim, a que se segue. Em meados de 2007, US\$5,2 trilhões em MBS se encontravam em operação, isto é, haviam sido emitidos e não teriam atingido a sua maturação quando cessam seus fluxos de caixa e seus riscos associados. E esses títulos se baseavam não somente nos *subprime* – que até essa altura remontava a US\$1,3 trilhões –, mas, também, em dívidas automobilísticas, de cartão de crédito e financiamento estudantil. Dessa quantia total, US\$3 trilhões estavam no portfólio de investidores de longo prazo e US\$700 bilhões com bancos de investimento e fundos. A cifra mais importante é a de US\$1.173 trilhões que estava nos balanços dos bancos, mas que eram financiados fora de seus balanços, através da emissão dos ABCPs. Logo, os ABCPs se tornariam a principal fonte de aplicações de curto prazo para esses investidores, superando quantitativamente até mesmo os papéis de curto prazo do tesouro americano (TOOZE, 2018, loc. 1328).

Uma outra maneira de financiar e alavancar as operações dos bancos era a realização de contratos *repo* ou operações compromissadas. Trata-se de uma operação na qual um banco compra um determinado papel de interesse e o revende imediatamente a uma terceira parte por um determinado período com a promessa de recompra. A revenda imediata pode sofrer um desconto, o chamado *haircut*, com a recompra também

descontada (TOOZE, 2018, loc. 1210). Isso permite, a uma taxa de desconto de 2%, por exemplo, uma alavancagem da ordem de 50 vezes com relação ao valor do *haircut*. As taxas de *haircut* também variam de acordo com a qualidade do ativo, sendo, por exemplo, em 2007, 0,25% para papéis do tesouro americano e 10% para ABS de pior qualidade (TOOZE, 2018, loc. 1227). Essas operações também poderiam (ou deveriam) ser roladas várias e várias vezes pelos bancos de investimento. E por isso, os participantes do negócio poderiam, a depender das circunstâncias do mercado, não encontrar o crédito necessário para a rolagem, e com isso, terem problemas de administração de passivos.

Segundo Tooze (2018, loc. 1218), as garantias contra as quais se faziam *repos* no começo da década de 2000 já se situavam na casa dos vários trilhões de dólares. E esses contratos poderiam ser bilaterais, quando uma instituição fazia diretamente com a outra, ou trilaterais, quando uma terceira parte gerenciava o negócio e verificava as margens de garantia (geralmente, os contratos tripartites eram baseados em ativos de melhor qualidade). Ambos mercados eram de balcão, e, por isso, eram submetidos a níveis de regulação bem menos criteriosos. Na verdade, ainda em 2000, o *Commodity Futures Modernization Act* retirou do escopo de regulação pela *Commodity Futures Trading Commission* a maioria dos contratos de balcão, incluindo os CDS (SHERMAN, 2009, p. 11). Para se ter uma ideia do impacto causado por essas operações, o Lehman Brothers, no final do ano fiscal de 2007, ou seja, seu último ano fiscal de atividade antes de sua falência, financiava metade dos seus ativos de US\$691 bilhões com operações *repo* (TOOZE, 2018, loc. 1227); o Goldman Sachs, o Merrill Lynch e o Morgan Stanley faziam o mesmo, mas para 40% de seus ativos.

Embora o grande desmonte no nível de regulação financeira tenha se dado pelas mudanças de legislação advindas do *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, o já referido *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 também teve sua importância. Mas, em 2004, uma nova legislação foi introduzida. A SEC (*The U. S. Securities and Exchange Commission*) autorizou que os bancos de investimento pudessem segurar ainda menos capital para financiar seus ativos, além de ter permitido que a regulação passasse a ser voluntária e realizada internamente pelas próprias empresas (SHERMAN, 2009, p. 11). Essa legislação aparecia como uma regulamentação nacional do acordo de Basileia II. Segundo Tooze (2018, loc. 1359), isso fez com que as emissões ABCPs aumentassem

ainda mais, em termos de volume, quase dobrando, a partir de 2004. Em 2005, o *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* também entrou em vigor, dando mais proteção para credores. A disposição a emprestar, por parte dos credores, se elevou, e isso fez com que as garantias de empréstimos compromissados pudessem incluir MBS.

Como se viu na tabela 1, a partir de 2005, o mercado de hipotecas securitizadas por outras vias que não as GSEs se situava acima do patamar de 1 trilhão de dólares em aberto, e crescendo a taxas em torno de 50% ao ano. Esse era o montante base que em última instância seria financiado por ABCPs e operações compromissadas dos bancos privados. Não bastassem os ativos serem já arriscados, a sua manutenção em balanços era feita com baixos percentuais de capital, tornando-os alavancados. É por essa razão que enquanto o mercado tem condições de acomodar o seu crescimento, as taxas de lucro são altíssimas. Isso se refletia, de um lado, no conflito de interesses com as agências de classificação de risco, que inclusive, ganharam poder legal com as atualizações do início dos anos 2000 do antigo Acordo de Basiléia I. A agência Fitch, por exemplo, que emitia menos AAA, foi se vendo cada vez mais excluída do processo de securitização de *subprimes* (TOOZE, 2018, loc. 1263), e investigações posteriores mostraram que a S&P e a Moody's tinham consciência dos riscos que camuflavam com notas máximas⁵³.

Ao lado desses problemas, ainda havia o problema dos incentivos aos operadores do mercado. Os bônus pagos aos executivos dos bancos de investimento eram atrelados à sua performance. Mas, esse alto desempenho no curto prazo significava uma maior instabilidade no financiamento. À época, a estrutura de incentivos entre agente e principal dominante era a tese da maximização do valor do acionista. Dunning e Lundan (2008, p. 651) acreditavam que esse modelo de delegação poderia distorcer os incentivos. Esse modelo incentivava o aumento da busca por ganhos de curto prazo, que poderiam, por

⁵³ "Com esses novos títulos *non-agency*, os investidores se preocupariam se receberiam de volta, e isso criou uma oportunidade para a S&P e a Moody's. Como Lewis Ranieri contou à Comissão, quando ela apresentou o conceito de securitização *non-agency* (...) 'uma das soluções seria de que esses papéis teriam que ter uma classificação. E isso é que coloca os serviços de classificação nos negócios'" (THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011, p. 68). "Como Eric Kolchinsky, um ex-diretor administrativo da Moody's, resumiria a situação: 'às agências de classificação foi dado um cheque em branco'" (ibidem, p. 119)

vezes, serem obtidos por meio de fraudes. Como ficaria patente depois, havia também esse elemento fraudatário. Porém, a própria estrutura de passivos que atendia às determinações legais era desregulada o suficiente para que o sistema financeiro ficasse em posição instável, independentemente de ilegalidades. Os valores dos bônus pagos, a partir dessa estrutura, eram consideráveis, por isso, não seria o apelo às consciências dos executivos o mecanismo capaz de conter a instabilidade crescente. O próprio mercado era quem forçava esse processo.

Do lado dos consumidores, em particular dos compradores de residências, a estrutura de incentivos, embora com outra magnitude, também poderia ter um elemento de especulação, enquanto o valor das habitações se elevava. As pessoas situadas na base da pirâmide de renda, quando viam o valor de suas propriedades se elevarem, poderiam buscar os bancos emissores para fazer um refinanciamento em termos melhores (TOOZE, 2018, loc. 1280). Isso porque a sua posição empréstimo/valor (*LTV – loan to value*) diminuía, e assim, com o crescimento relativo do patrimônio, os termos de negociação eram melhores. As faixas mais altas de renda entravam na ciranda especulativa fazendo financiamentos hipotecários para novas aquisições imobiliárias, esperando sua valorização para futura venda. Fabozzi, Shiller e Tunaru (2020) baseados na tese dos mercados incompletos, acreditam que um fator que contribui para a formação dessas expectativas, é que é impossível operar com posições vendidas no mercado imobiliário. O fato de "não ser possível abrir posição vendida em um ativo quando os valores de mercado parecem estar inflados relativamente aos fundamentos pode ser uma contribuição direta ao sentimento de mercado elevado, resultando, ao final, em bolhas imobiliárias" (FABOZZI; SHILLER; TUNARU, 2020, p. 125).

Desse modo, se reuniam fatores de incentivos, institucionais e de financiamento para uma possibilidade de crise. Por volta de 2005, esses sinais já haviam se tornado mais ou menos visíveis. Rajan (2005, p. 37) alertou que ao mesmo tempo em que essas oportunidades de financiamento poderiam trazer alguma prosperidade no curto prazo, haveria um risco, ainda de "uma derrocada de pouca probabilidade, mas altamente custosa". Até membros do núcleo do *establishment*, como Larry Summers, que ajudou a promover a desregulação na era Clinton, alertavam para os riscos. Mas, diferentemente

de Rajan, o foco estava em ver indicadores macroeconômicos maiores, preferencialmente internacionais, e não no funcionamento interno do sistema financeiro.

Summers (2004) alertava para uma situação por ele batizada de “balanço de terror financeiro”, quando tratava de uma situação na qual o Estado Unido baseava o financiamento do seu déficit em conta corrente na disponibilidade estrangeira, alertando para o risco de sustentabilidade desse esquema. Porém, havia também indicadores macroeconômicos relevantes. A partir de 2004, o FED começou a fazer a trajetória inversa dos juros praticados até então. Se entre 2000 e 2004 a tendência foi de baixa, agora o FED elevaria entre junho de 2004 e junho de 2006 a sua taxa básica de 1% a 5,25%. Em meados de 2006, contudo, a curva de juros dos Estados Unidos se encontraria em posição invertida (TOOZE, 2018, loc. 1384). A inversão da curva de juros ocorre quando as taxas de longo prazo se encontram mais baixas que as de curto prazo. Isso significa que há uma demanda maior por títulos de longo prazo, porque, como viu-se anteriormente, ao se elevar o preço do título cai sua taxa de juros. Isso pode ser um indicador de baixa intenção em investir.

Essa estrutura de taxas de juros tornaria a situação daquele sistema de financiamento bastante problemática. Deve-se considerar também que embora estivesse em queda desde 2003, a participação das hipotecas de taxas ajustáveis (ARM – *Adjustable Rate Mortgages*) no montante total, ainda estava em torno de 25% a 30% em 2006 (MOENCH; VICKERY; ARAGON, 2010, p. 2). Com a elevação das taxas básicas, o mecanismo de transmissão do choque estava dado. Segundo Tooze (2018, loc. 1393), esse tipo de hipoteca, que normalmente era destinada a consumidores de faixas de renda mais baixas, em 2007, estava passando de uma taxa anual média aplicada de 7% a 8% para cerca de 10% ao ano. Nesse mesmo período, a taxa geral de inadimplência – calculada a partir do montante de empréstimos com 90 dias de atraso nos seus vencimentos – passaria de cerca de 0,71% no primeiro trimestre de 2006 e cresceria em ritmo rápido e constante até atingir 2,3% no terceiro trimestre de 2008 (FEDERAL FINANCIAL INSTITUTIONS EXAMINATION COUNCIL, 2021).

Com uma taxa de inadimplência que triplicou em dois anos, nesse período, mais de US\$700 bilhões em hipotecas sofreram interrupções nos seus pagamentos, e uma onda de falências iria se iniciar. Em 2006 começaram as quebras. Quem segurasse os

MBS perderia. Assim como perderam as famílias. A essa altura, o problema já era mais do que reconhecido. Tanto que em 30 de novembro de 2007, o Lehman Brothers, em relatório à SEC, reconhecia riscos de mercado, de fluxo de caixa e de volatilidade (SEC, 2007). Mas alguns bancos como o Deutsche Bank, o J. P. Morgan, e o Goldman Sachs, além de fundos *hedge* estavam apostando contra. E para formar essa posição, eles compraram seguros CDS contra os MBS. O financiamento desses CDS importava custos importantes, e era uma aposta arriscada, mas esses bancos encontraram quem os financiou.

4.2 Uma dinâmica internacional

Os aspectos internacionais da crise de 2008 se localizam não em conexões indiretas, mas no seu próprio fundamento. Não só pelos fluxos internacionais de capital, sejam os líquidos, provenientes de mercados emergentes em superávit de divisas, ou brutos, através de múltiplos canais de financiamento e investimento de parte a parte dos Estados Unidos com a Europa. Também são significativos os aspectos internacionais que impulsionaram não só a inovação financeira, como também, pelas vias de concorrência internacional, que se tornaram um importante motivo para novos passos em direção à desregulamentação do mercado financeiro americano.

O período pós-guerra europeu teve suas peculiaridades com relação ao dos Estados Unidos. Uma dessas peculiaridades, na Europa, é que embora tenha havido a ampliação de redes de apoio social, tendo sido mais intensiva em termos de política fiscal, ela foi menos marcante no aspecto da regulação financeira (DUMÉNIL; LÉVY, 2011). Como os mercados financeiros são globais, a concorrência em termos de taxas e regulações implica em diferentes graus de rentabilidade do capital em diferentes partes do globo. São essas as principais razões pelas quais é difícil restringir a origem de uma crise dessa natureza ao espaço de uma economia nacional.

Diante da mundialização financeira, especialmente com a crescente facilidade de negociação de títulos de dívida emitidos pelas próprias instituições financeiras, já em crescente desde os anos 1980, uma olhada nos balanços de algumas empresas e bancos já é capaz de atestar o caráter internacional da crise. Como visto na subseção anterior,

o principal fator que conectou a dinâmica do mercado americano de hipotecas com os mercados financeiros internacionais foi justamente os mecanismos de financiamento de curto prazo para operações de longo prazo que os bancos de investimento realizavam nos Estados Unidos. E, não só isso: não somente os fundos monetários internacionais foram utilizados no financiamento das operações de securitização sobre hipotecas, como também, a propriedade do patrimônio imobiliário dos Estados Unidos não era exclusivamente de cidadãos residentes daquele país (TOOZE, 2018, loc. 1430).

Evidentemente, as cifras de financiamento são as que mais chamam a atenção. Dos cerca de US\$5.4 trilhões em MBS das GSEs, US\$1.7 eram financiados com capital estrangeiro, dos quais, cerca de um terço, era capital chinês (TOOZE, 2018, loc. 1430). Afinal, é importante lembrar que os papéis das GSEs tinham um estatuto similar, em termos de segurança e garantias, aos papéis do Tesouro. A participação dos asiáticos, contudo, era menor no mercado de hipotecas *non-agency*, isto é, não qualificáveis para financiamento pelas GSEs, por serem, ou grandes demais (por unidade emitida), ou com níveis de requisito de crédito excessivamente baixos. Portanto, tratava-se de um investimento potencialmente mais arriscado, especialmente a depender da faixa que se compra, o que pode aumentar ainda mais o risco, a partir do processamento em várias camadas dos títulos. Nesse mercado, os europeus detinham 30% dos papéis (TOOZE, 2018, loc. 1430). Dois terços dos ABCPs de curto prazo, emitidos para financiarem arriscadas operações de longo prazo, tinham compradores europeus. Dessa cifra, 57% eram papéis denominados em dólar. Em particular, isso era realizado de maneira mais significativa por bancos alemães (TOOZE, 2018, loc. 1447).

A participação dos bancos alemães era importante porque a comissão europeia, no início dos anos 2000, sob pressão da Federação dos Bancos Europeus, aboliu, progressivamente, as garantias dos bancos estaduais alemães, sob a alegação de que isso seria uma discriminação praticada contra os bancos privados (LÜTZ, 2000, p. 16). A isso, esses bancos responderam com inovações financeiras, e, entre essas, se inclui o seu significativo envolvimento com os ABCPs. Sua exposição, segundo Tooze (2018, loc. 1447), era suficiente para varrer seu capital na escala de algumas vezes houvesse inadimplência nos fluxos oriundos dos ABCPs. Outra forma de participação dos bancos europeus no mercado hipotecário americano se deu através da entrada no próprio

mecanismo de emissão e distribuição de hipotecas. No período entre 1990 e 2005, o HSBC havia emitido um total de 450.000 hipotecas, a um valor total de US\$70 bilhões, por exemplo. O Deutsche Bank e o Credit Suisse seguiram uma rota parecida (TOOZE, 2018, loc. 1515).

Todos esses números não são transparentes se se olhar para os movimentos líquidos de fluxos de capitais entre os países. O superávit em conta corrente da Europa com os Estados Unidos era modesto. Ao contrário do da China, que era considerável. Mas, pelos fluxos brutos é que se vê o peso da finança europeia nos Estados Unidos, em particular, seus mercados financeiros. E a razão de isso não ser visto nos fluxos é que os bancos europeus precisavam operar em dólares sem terem uma base depositária em dólares. Apenas o movimento bruto era capaz de mostrar esse movimento transatlântico (SHIN, 2011, p. 40). Consequentemente, o que lhes restava era tomar de empréstimo nos mercados monetários nos próprios Estados Unidos para financiar suas atividades (TOOZE, 2018, loc. 1523). Aliás, não ter uma base depositária não era algo exclusivo dos bancos europeus. Bancos de investimento americanos operavam da mesma maneira, tomando dólares no atacado em Wall Street e fabricando e financiando hipotecas por todos os Estados Unidos (TOOZE, 2018, loc. 1537). A complexidade gerencial de um esquema desses era considerável, especialmente para os bancos europeus. Assim era porque teriam de manter em seus balanços contas em dólar e em moeda local, com passivos e ativos de diferentes maturidades (TOOZE, 2018, loc. 1537).

À época do Glass-Steagall Act em operação e com a vigência do acordo de Bretton Woods, os mecanismos de estabilização eram mais rígidos nos Estados Unidos em relação à Europa (TETT, 2009). Mas, a regulação londrina era diferente. Portanto, vários bancos importantes, de vários países, tinham braços em sedes londrinas onde poderiam realizar operações com dólares menos restritas. Essa foi a origem do assim chamado mercado de eurodólares. Sendo ainda o grande mercado financeiro do mundo nos anos 1960, a *City* foi quem tornou o dólar a moeda efetivamente global. Aliás, todo esse montante de eurodólares em circulação foi um dos mecanismos mais importantes para que a âncora com o ouro se tornasse insustentável. Com a ruptura unilateral de Bretton Woods em 1971 e uma alta nas receitas em dólares pelos países da OPEP, os eurodólares inundariam a *City* londrina (TOOZE, 2018, loc. 1597).

É nesse ponto que o problema da concorrência internacional começa a rebater de volta nos Estados Unidos. No início dos anos 1980, Estados Unidos e Reino Unido aboliram restrições sobre movimentação de capitais. Mas, foi no Reino Unido que houve uma grande onda de desregulamentação mais significativa com o governo Thatcher (TOOZE, 2018, loc. 1597). Isso reforçou ainda mais o movimento migratório dos bancos em direção a Londres. Tony Blair manteve a trajetória na mesma direção. E mesmo números mais recentes não deixam de indicar a importância desses movimentos. Por volta de 2007, 35% das operações do mercado monetário internacional de balcão, totalizado diariamente em torno de US\$1 trilhão, era registrado por instituições do sistema financeiro na *City* de Londres.

Não só as cifras eram importantes em termos de volume, como também havia certos tipos de operações financeiras que, reguladas e proibidas nos Estados Unidos, eram permitidas no Reino Unido: desse modo a taxa de alavancagem possível de ser obtida era muito maior no país europeu. Em 2007, a *City* abrigava 250 filiais de bancos estrangeiros, o dobro com relação a Nova Iorque, conforme Tooze (2018, p. 1657). Tett (2009) mostra, por exemplo, como foi fundamental a divisão de derivativos do J.P. Morgan em Londres para o desenvolvimento dos *swaps* de risco. Essa movimentação produz, assim, impactos transatlânticos a um ponto tal que forçaria, progressivamente, que os Estados Unidos comessem a derrubar o conjunto regulatório ainda existente, proveniente da era do *New Deal* (TOOZE, 2018, loc. 1641). A competição internacional entre os bancos forçava, a nível nacional estadunidense, a queda progressiva dos marcos regulatórios do sistema financeiro.

São esses, entre outros, os fatores de motivação que antecederam o Acordo de Basileia I, em 1988: os bancos agora, como referido anteriormente, deveriam bancar seus balanços patrimoniais apenas com um nível de 8% de capital. Essa alavancagem potencial acima de 10 vezes só sofria os contrapesos de um sistema de pontuação que penalizava atividades mais arriscadas, mas que por outro lado, dava baixo peso a hipotecas e *MBS*, além de não oferecerem nenhuma imposição de requisito de capital mínimo quando o ativo financiado se tratar de dívidas de curto prazo de países membros das OCDE. Além disso, o mesmo acordo permitiu que as instituições financeiras fizessem uso de *SPVs* utilizando-se de *ABCPs* (TOOZE, 2020, p. 1689). O acordo de Basileia II

de 2004 reduziu tanto o peso das hipotecas quanto a alocação mínima de capital de 50% para 35% (BENETTON et al, 2020, p. 3), o que na prática tornava a busca por ativos de dívidas imobiliárias um negócio mais atrativo para os bancos, além de permitir um volume muito maior de autorregulação.

Esse movimento de desregulação internacional acabou favorecendo ainda mais os grandes bancos, uma vez que os bancos menores eram sujeitos a regulação mais rígida por parte da FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*). Nesse período, Sheila Bair, ex-presidente da FDIC, tentou fazer com que o FED não liberasse de imediato o relaxamento permitido pelo Basileia II aos grandes bancos do país (BAIR, 2012, loc. 561). O resultado disso foi que por volta de 2007, os bancos americanos operavam em alavancagem em torno de 1:20, enquanto que os europeus de 1:40 a 1:50 (TOOZE, 2018, loc. 1741).

Uma vez que esses bancos em maiores níveis de alavancagem estavam intimamente conectados à indústria de emissão de hipotecas nos Estados Unidos, é de se imaginar o impacto que causariam caso houvesse uma falta de dólares em seus balanços. Os bancos americanos ainda podiam contar com os recursos que o FED começaria a liberar a partir de 2007. Para os europeus, seria necessário algum arranjo mais complexo, em caso de necessidade. Segundo Tooze (2018, loc. 1775), o BIS já havia emitido comunicados afirmando que havia um descompasso entre os empréstimos em dólares, do lado do ativo, e os passivos que financiam esses empréstimos, na ordem de US\$1,3 trilhões. O Banco Central Europeu não era dotado, à época, de reservas de tal magnitude. O problema aparentemente nacional estava posto em escala internacional.

4.3 A quebra

Assim, o cenário estava apresentado. A partir do crescimento da inadimplência hipotecária, o choque se espalharia rapidamente pelo mundo todo. Restavam apenas os eventos detonadores para que o *crash* viesse a se mostrar presente. Embora o evento mais marcante da crise tenha sido a quebra do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008, a quebra do Bear Stearns em março do mesmo ano seria um presságio daquele evento posterior em muitos aspectos. O Bear Stearns estava exposto aos mesmos riscos

que os demais bancos de investimentos principais dos Estados Unidos. Já no último trimestre de 2007, o banco indicava perdas nos seus balanços (BALL, 2018), sendo o primeiro entre os cinco maiores de investimento a apresentar resultados negativos.⁵⁴ “Os participantes do mercado perderam a confiança na firma, o que provocou alertas das agências de classificação, uma queda nos preços das ações e um aumento de preços dos CDS sobre a dívida do Bear” (BALL, 2018, p. 23). Uma vez que o banco se financiava com ABCPs de curto prazo, tão logo a aceitabilidade desses papéis se tornasse reduzida no mercado, o banco teria problema de liquidez. E foi o que começou a acontecer ao longo do ano fiscal de 2007 quando seu volume de ABCPs em aberto caiu de US\$21 bilhões para US\$4 bilhões (BALL, 2018, p. 23). Essa perda de liquidez foi compensada pelo aumento de seus contratos em *repo*, que cresceram de US\$69 bilhões para US\$102 bilhões no mesmo período (ibid.). A liquidez própria do banco se baseava em recursos em caixa e papéis altamente líquidos cujo valor se encontrava em torno de US\$20 bilhões no início de março de 2008. Porém, esses recursos desapareceriam rapidamente. Ball (2018) aponta que um gatilho de uma corrida contra o Bear Stearns se deu quando a classificação das MBS emitidas por um de seus SPVs foi rebaixada. O Bear Stearns passou a encontrar dificuldades para rolar seus *repos* e em consequência passou a encontrar, ou preços mais caros (*haircuts*) ou contratos negados. Como consequência, as margens utilizadas em contratos derivativos, por parte do Bear, se desvalorizaram, e o banco passou a receber chamadas de margem para manter suas posições em aberto.

Tudo isso drenaria a liquidez do banco rapidamente. Ball (2018) afirma que no dia 13 de março de 2008, as disponibilidades do banco teriam se rebaixado ao patamar de 2 bilhões de dólares. No mesmo dia, constatou-se internamente no banco que um total de US\$14 bilhões em *repos* não seria rolado, e assim, o banco seria incapaz de operar normalmente já no dia seguinte (BALL, 2018, p. 23). Nesse momento o FED iniciaria uma longa jornada de salvamentos emergenciais cuja marca, principalmente para a opinião pública, seria de recorrentes dilemas éticos. O Bear Stearns por ser um banco de investimentos não tinha acesso à janela de descontos do FED. Desse modo o FED de Nova Iorque (FEDNY), emprestou US\$12.9 bilhões ao J.P. Morgan, que como banco comercial poderia acessar a janela de descontos, para que esse emprestasse ao Bear

⁵⁴ Os demais eram o Goldman Sachs, o Morgan Stanley, o Merrill Lynch e o Lehman Brothers.

Stearns para que esse pudesse cumprir suas obrigações do dia 14 de março, contra US\$13.8 bilhões de títulos como garantias (BALL, 2018).

O problema é que, ao se saber que o Bear Stearns dependia de ajuda para evitar sua falência, as notícias rapidamente se espalham, o que causaria crises de confiança e possibilidade de novos rebaixamentos pelas agências de classificação. No dia 14 de março, as ações do banco caíram pela metade (BALL, 2018, p. 26). Dois dias depois, o J.P. Morgan compraria o banco, aceitando a pagar inicialmente 2 dólares por ação, passando depois para 10 dólares. Um ano antes, cada ação do banco valia US\$159. O J.P. Morgan garantiu que arcaria com todas as obrigações do Bear Stearns e o próprio FED criou uma SPV para comprar US\$30 bilhões de ativos do Bear Stearns não desejados pelo banco que o adquiriria (BALL, 2018, p. 26-27).

Já no início de 2008, vários outros pacotes e programas de resgate surgiriam na atuação do banco central americano. Enquanto isso, o J.P. Morgan e o Goldman Sachs ampliavam sua aposta em CDS contra os títulos hipotecários securitizados – o que impactaria pesadamente a AIG meses depois. A posição do Lehman Brothers era similar à do Bear Stearns, contudo com um balanço que era quase o dobro do tamanho. O Bear Stearns administrava ativos de US\$395 bilhões e o Lehman Brothers US\$691 bilhões, em dezembro de 2007.

O Lehman Brothers cresceu seus ativos rapidamente entre 2005 e 2007, tomando altos níveis de risco no mercado imobiliário, tanto em propriedades quanto cotas de ações de empresas não negociadas em bolsa (*private equity*) e, conseqüentemente, quase dobrando o tamanho do seu ativo. Segundo Ball (2018), mesmo quando o mercado dava sinais de enfraquecimento, o Lehman tentou atuar no sentido contrário, acreditando estar diante de uma oportunidade única de fazer investimentos baratos que implicariam em altos ganhos quando a instabilidade passasse. O problema é que mesmo que a estratégia estivesse correta em princípio, ainda há o risco do tempo em que essa instabilidade se manteria até que a normalização viesse. Diz-se que há risco que os mercados possam se manter irracionais durante um tempo maior do que alguém pode permanecer solvente. O tempo mostraria que a aposta do Lehman Brothers causaria sua própria quebra. Enquanto ampliava sua participação no mercado imobiliário, o banco de investimentos

também se integrou pesadamente no ramo das securitizações hipotecárias (TOOZE, 2018, loc. 2734).

Quando os mesmos abalos que atingiram ao Bear Stearns atingissem o Lehman, seus efeitos seriam sentidos de imediato. As ações do banco se desvalorizaram em 73% durante 2008. Sua capacidade de rolar ABCPs caiu pela metade no mesmo ano. Os ativos mais líquidos do banco cairiam de US\$45 bilhões em maio de 2008 para US\$22 bilhões no dia 9 de setembro do mesmo ano. Com as ações do banco caindo, os bancos patrocinadores de seus negócios com alavancagem poderiam requerer novos depósitos em margem, caso suas próprias ações estivessem postas como garantia. O J.P. Morgan demandou esse acréscimo de margem para negócios de *repo* tripartites que tinha supervisionado. No dia 11 de setembro, o Lehman estava tentando captar US\$150 bilhões no mercado de *repo*. Porém, nesse mesmo dia, várias agências de classificação de risco rebaixaram o Lehman, que não encontrou o crédito de curto prazo que precisava, e não conseguiu rolar cerca de US\$20 bilhões dessa parte de sua dívida. Assim, o J.P. Morgan fez nova chamada de margem ao Lehman no valor de US\$5 bilhões, que a cumpriu para evitar liquidações. Como consequência, no dia 12 de setembro do mesmo ano o banco contava com apenas US\$1.4 bilhões em ativos mais líquidos (TOOZE, 2018, loc. 2734).

Entre março e setembro, o banco já havia tentado encontrar, com a intermediação de Henry Paulson e Ben Bernanke, algum parceiro para sustentar algumas de suas apostas ou comprar suas operações. As negociações com Warren Buffett e Carlos Slim não foram bem sucedidas. Com o Banco de Desenvolvimento da Coreia também não houve sucesso (BALL, 2018, p. 34). Entre o sábado do dia 13 de setembro e o dia seguinte, as autoridades econômicas dos Estados Unidos tentaram negociar a compra do Lehman pelo banco britânico Barclays e pelo Bank of America. Também não houve sucesso, e assim, no dia 15 de setembro, o Lehman Brothers protocolou sua falência (BALL, 2018, p. 37). Esse evento causou uma onda de pânico no mundo todo, e por anos a fio se arrasta a discussão sobre se o FED deveria ou não ter salvado a instituição.

Fato é que as autoridades dos Estados Unidos perceberam o efeito que um choque dessa natureza causou, e o que choques potencialmente maiores, como seria o caso se a AIG fosse relegada à própria sorte. A AIG foi a principal emissora de derivativos CDS

que protegiam contra inadimplências nos títulos imobiliários securitizados. Com a sequência de quebras surgindo, é ela quem deveria pagar o 'seguro' envolvido nesses títulos. E os bancos que apostaram na quebra do sistema, por sua vez, dependeriam desse recurso para manter suas operações. O problema se alastrou de uma tal forma que nem uma operação aparentemente de *hedge* ficou fora de risco. Por isso, só faz sentido falar em especulação ou *hedge* de acordo com o caso concreto.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conjunto de ensaios que antecede essas considerações finais tratou de temas que, embora tenham tido a sua redação independente, tratam de temas relacionados à circulação. O modo de produção capitalista é uma totalidade, e todas as categorias do seu interior que forem dotadas de alguma significância impactarão sobre as outras e por elas serão impactadas. Assim, a sua separação é apenas um expediente que oferece algum grau de liberdade quanto à ordem de apresentação ou aprofundamento no tema. Como é impossível captar o círculo de mútuas determinações, resta que se recorra a abstrações e limitações em torno dos temas, inclusive quanto a seus pontos de contato. À pesquisa posterior cabe a redução das abstrações e a superação de seus resultados, incluindo a conexão direta entre os temas.

O primeiro ensaio fez uma apresentação sobre as crises como possibilidade e a sua passagem às crises efetivas. Quando se passa à esfera das crises efetivas têm-se causas e consequências. Contudo, sem a possibilidade, não há crise que se põe. E isso está inscrito na natureza interna do capital de uma tal forma que mesmo quando se trata de modo abstrato uma economia de produtores de mercadorias independentes – algo que ainda é insuficiente para dar conta da natureza do capital – a crise já emerge como possibilidade. É por essa razão que a primeira conclusão que se pode extrair, agora já no contexto da tese, é que a crise do capital é sempre uma crise do modo de produção como um todo. As denominações sobre se tratar de crise financeira, comercial ou monetária são convenções que podem captar alguns sintomas empíricos iniciais de alguma derrocada econômica. Contudo, o modo de produção capitalista, conforme a denominação de Lukács (2009), é um complexo de complexos. Assim, a crise de qualquer uma de suas partes implica uma crise de sua totalidade. Quanto mais o mercado mundial se consolida, consolida-se também a amplitude geográfica das crises porque os mecanismos de transmissão se aprofundam.

O segundo ensaio procura dar conta de um elemento fundamental para essa capacidade de espalhamento das crises, reforçando sua tendência a atingir a totalidade quando eclodem: o dinheiro e o crédito. Apesar de a discussão se iniciar com uma discussão abstrata do dinheiro, recorrendo até mesmo a elementos da forma valor, a

intenção é destacar que Marx detém uma teoria do crédito que, se não completa – como aliás, é o caso para qualquer teoria – é bastante eficaz, com elementos de atualidade e coerente com os pilares de sua teoria do valor. O dinheiro de crédito é a culminação de seus resultados e explica ao mesmo tempo elementos monetários e creditícios. Com o desenvolvimento do sistema de crédito, potencialmente, todo dinheiro pode ser capital, e o capital portador de juros passa a entrar na dinâmica da formação da taxa de lucro. A esfera da circulação não é um mar de calmarias que garante a realização da mais-valia por parte da unidade produtiva onde foi produzida. Pelo contrário. O capital portador de juros requisita a sua parte e como todo o dinheiro é potencialmente transformado em capital, qualquer disponibilização de dinheiro por parte de algum agente sob o reino do capital passa a requerer algum retorno por sua disponibilização: a lógica basilar do capital fictício. A segunda conclusão que se extrai, para o conjunto da tese, é que como o crédito é um elemento que comparece na disputa por mais-valia, as suas transformações modificam as características do conflito na esfera da circulação.

O terceiro ensaio procura mostrar como os aspectos institucionais importam ao sistema financeiro a partir de uma análise dos mercados de derivativos. Com o intuito de colaborar com a tentativa de disseminar um conhecimento normalmente reservado a manuais de finanças, optou-se, deliberadamente, por discutir os principais contratos derivativos, mesmo que de uma forma simplificada, bem como, algumas de suas estratégias baseadas em especulação e *hedge*. O que se procurou mostrar é que a discussão que opõe esse par de estratégias a partir do ponto de vista que o *hedge* seria o seu uso ‘correto’, enquanto a especulação o seu uso ‘errado’, superestima tanto o papel do *hedge* quanto subestima o papel da especulação. As duas dimensões são intimamente interligadas de uma forma que não se pode separar uma da outra: especular é *hedge* em alguma medida e fazer *hedge* é especular. Mas, mais importante ainda é demonstrar que o surgimento desses contratos é uma necessidade do capital e em certa medida caracteriza a direção do capital em se tornar mais geral e abstrato porque permite precificar regularmente coisas que sequer são mercadorias. Como conclusão para a tese, esse ensaio constata que o uso dos derivativos é uma expressão extra, que se modifica no tempo, do conflito existente na esfera da circulação: a realização da mais-valia não é um processo harmônico e produzi-la não garante a sua absorção.

O quarto ensaio tentou discutir como a crise de 2008 pode ser um laboratório para se analisar tanto as causas efetivas quanto potenciais da crise. As causas efetivas estão sempre conectadas com a esfera da produção. Porém, a tese demonstrou enfoque em questões monetárias e financeiras – uma pauta que, a nosso ver, é importante para o desenvolvimento da Crítica da Economia. Analisar crises, contudo, é sempre uma tarefa difícil porque envolve um número considerável de variáveis e é inescapável que algo deixe de ser considerado. Isso é um sintoma do fato de que as crises são sempre crises do modo de produção como um todo. Então, mais do que um alto número de variáveis a serem consideradas, o que existe é um número interminável de variáveis a se considerar. No aspecto do crédito, procurou-se mostrar como a crise de 2008 teve a possibilidade de sua existência forjada em meio a uma grande rearticulação do sistema de crédito nos Estados Unidos por conta da estrutura de financiamento imobiliário naquele país. Os processos conhecidos como securitização, usados inicialmente para incentivar e garantir a qualidade do crédito naquele mercado, se deterioraram com a entrada de novos agentes, técnicas e instituições. Paula et. al (2016), que trataram do estudo de Marx sobre a crise de 1866, observaram como para Marx, as transformações institucionais do mercado de crédito eram relevantes. E são: assim como o crédito é a possibilidade de expansão da produção e dos mercados, é também a afirmação de uma nova possibilidade de crise, e suas transformações colocam sempre novas possibilidades. Essas possibilidades sempre vão se manifestar de maneira concreta em cada caso concreto.

Esse ensaio também procurou mostrar que nos derivativos, por mais que possam ser necessários, é impossível separar *hedge* de risco, também no caso concreto. O que do ponto de vista individual seria proteção contra os riscos das securitizações, se converteu em risco sistêmico quando a maior instituição emissora dos CDS que em tese serviriam como proteção, ameaçou, ela mesma, ser incapaz de saldar os compromissos mediante a venda de tais derivativos. Uma parte não contada da história sobre a crise, nesse ensaio, mas que se encontra em Panitch e Gindin (2013), é que foram usados derivativos também como uma reação à crise, através das linhas de *swap* abertas pelo FED de Nova Iorque, especialmente, com direção ao banco central europeu. E, por isso, as causas da crise não só são sempre múltiplas, mas, como se tratam de experiências

concretas, as suas categorias devem ser analisadas também quanto ao seu conteúdo, e não apenas a sua forma.

O modo de produção capitalista é um contínuo produtor de contradições. E da letra de Furtado (2002) aprende-se que com as metamorfoses do capitalismo, modificam-se também o carácter específico dessas contradições. O que essa tese espera ter sido capaz, em seu aspecto geral, também para pesquisa posterior, é que a esfera da circulação não pode ser negligenciada pelo fato de toda a mais-valia e todo o valor ser produzido na esfera da produção. A esfera da circulação, entre outras coisas, põe também a crise como possibilidade. E o modo de produção capitalista é tão dinâmico que modifica constantemente as condições pelas quais o valor se realiza. A agenda da Crítica da Economia Política, portanto, não pode opor as temáticas das leis que governam o tamanho da riqueza e as leis que governam a sua distribuição. Como afirmado na introdução, produção e circulação são uma unidade que é contraditória, mas que se firma como unidade. Por isso, se não há dúvida que o conflito econômico mais importante do modo de produção capitalista é entre trabalhadores e capitalistas, as disputas dentro da circulação, e por isso, também entre os muitos capitais, são fundamentais para compreender a extraordinária capacidade desse modo de produção em se adaptar a condições novas que ele mesmo, continuamente, cria.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e. Causa e efeito: contribuições de Marx para investigações sobre finanças e inovação. In: **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 3. Julho-Setembro, 2010.

ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e. **Agenda Rosdolsky**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2012.

ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e. Uneven and Combined Development as A Methodological Tool: A Dynamic Approach After A Dialogue Between Kondratiev And Trotsky. In: **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**. n. 57, set-dez, 2020.

ALSADORO, Iñaki; EHLERS, Torsten. The Credit Default Swap Market: what a difference a decade makes. In: **BIS Quarterly Review**. June, 2018.

ANDERSON, Kevin B. **Marx at the Margins**: on Nationalism, Ethnicity and Non-Western Societies. Chicago/London: The University of Chicago Press, 2010.

ANDRADE, Rogério P. de. A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson. In: **Nova Economia**, 21-2. Belo Horizonte: 2011.

ANTUNES, Ricardo. **Os sentidos do trabalho**: ensaio sobre a afirmação e a negação do trabalho. São Paulo: Boitempo, 2009.

ARON, Raymond. **As etapas do pensamento sociológico**. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

BABA, Naohiko; McCAULEY, Robert N.; RAMASWAMY, Srichander. Us dollar money market funds and non-US banks. In: **BIS Quarterly Review**, March, 2009.

BACKHAUS, Hans-Georg. **Dialektik der Wertform**: Untersuchungen zur marxschen Ökonomiekritik. Freiburg: Ça Ira Verlag, 1997.

BAIR, Sheila. **Bull By The Horns**: fighting to save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself. New York: Simon & Schuster, 2012.

BALL, Laurence M. **The FED and Lehman Brothers**: setting the record straight on a financial disaster. Cambridge: Cambridge University Press, 2018.

BALTHAZAR, Laurent. **From Basel 1 to Basel 3**: the integration of the art risk modeling in banking regulation. New York: Palvgrave/MacMillan, 2006.

BANERJEE, Abhijit; MASKIN, Eric. A Walrasian Theory of Money and Barter. In: **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. CXI, November, 1996.

BELLOFIORE, Riccardo. Crisis Theory and the Great Recession: A Personal Journey, from Marx to Minsky. In: ZAREMBKA, Paul; DESAI, Radhika. (orgs.). **Revitalizing Marxist Theory for Today's Capitalism**. Bingley: Emerald, 2011.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. **Prefácio**. In: CHESNAIS, François. A finança mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo; GALÍPOLO, Gabriel. **Manda quem pode obedece quem tem prejuízo**. São Paulo: Contracorrente, 2017.

BENETTON, Matteo; ECKLEY, Peter; GARBARINO, Nicola; KIRWIN, Liam; LATSI, Georgia. Capital requirements and mortgage pricing: Evidence from Basel II. In: **Journal of Financial Intermediation**, 2020.

BERG, Ernst; SCHMITZ, Bernhard; STARP, Michael; TRENKEL, Hermann. Weather Derivatives as a Risk Management Tool in Agriculture. In: CAFIERO, Carlo; CIOFFI, Antonio. **Income Stabilization in Agriculture: The Role of Public Policies**. Napoli, Roma: Edizioni Scientifiche Italiane, 2006.

BIS. Bank of International Settlements. **Bis Statistics Explorer**. Disponível em: <<http://stats.bis.org/statx/>>. Acesso em: 18/11/2022.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. **Effective Federal Funds Rate**. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>>. Acesso em: 26/11/2020a.

BOYER, Robert; SAILLARD, Yves. A Summary of Regulation Theory. In: BOYER, Robert; SAILLARD, Yves. **Regulation Theory: the State of the Art**. London/New York: Routledge, 2002.

BOYLE, Patrick; McDOUGALL, Jesse; **Trading and Pricing Financial Derivatives: a Guide to Futures, Options and Swaps**. Boston/Berlin: De Gruyter, 2019.

BRITANNICA. Corn Law. In: EDITORS. **Encyclopedia Britannica**. 2019. Disponível em: <<https://www.britannica.com/event/Corn-Law-British-history>>. Acesso em: 08/07/2022.

BRUNHOFF, Suzanne de. **A moeda em Marx**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

BRUNHOFF, Suzanne de. Marx's Contribution to the Search for a Theory of Money. In: MOSELEY, Fred (ed.). **Marx's Theory of Money: modern appraisals**. London: Palgrave/MacMillan, 2005.

BRÜGGEMANN, U.; KAUL, A.; LEUZ, C.; WERNER, I. The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes and Market Quality. In: **The Review of Financial Studies**. V. 31, issue 3, mar., 2018.

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael. **Capitalism with derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class**. London: Palgrave/MacMillan, 2006.

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael; Why We Need to Understand Derivatives in Relation to Money: A Reply to Tony Norfield. In: **Historical Materialism**. 20.3, 2012.

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael. Financial Derivatives as Social Policy Beyond Crisis. In: **Sociology**, v. 48(5), 2014.

BUFFETT, Warren. 2002 Chairman 's Letter. In: **BERKSHIRE HATHAWAY INC. Shareholder Letters**, 2003.

BUKHARIN, Nikolai. **A Economia Mundial e o Imperialismo**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

CARRARA, Bruno. **Elementos evolucionários para uma teoria da demanda**. (Dissertação de Mestrado). Belo Horizonte: CEDEPLAR, 2019.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Keynes and the endogeneity of money. In: **Review of Keynesian Economics**, Vol. 1, No. 4, 2013.

CAVALCANTE, Anderson; RAPINI, Márcia; LEONEL, Solange. Financiamento da inovação: uma proposta de articulação entre as abordagens pós-keynesiana e neoschumpeteriana. In: RAPINI, Márcia; RUFFONI, Janaína; SILVA, Leandro; ALBUQUERQUE, Eduardo. **Economia da ciência, tecnologia e inovação: fundamentos teóricos e a economia global**. Coleção População e Economia. Belo Horizonte: Cedeplar, 2021.

CERQUEIRA, Hugo E. A. da Gama. Adam Smith e o surgimento do discurso econômico. In: **Revista de Economia Política**, vol. 24 nº 3, jul-set, 2004.

CHANDLER, Alfred D. **The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business**. Cambridge/London: Harvard University Press, 1977.

CHANDLER, Alfred D.; HIKINO, Takashi. **Scale and Scope: the Dynamics of Industrial Capitalism**. Cambridge/London: Harvard University Press, 1990.

CHESNAIS, François; SIMONETTI, Roberto. Globalization, foreign direct investment and innovation: A European perspective. In: CHESNAIS, François; IETTO-GILLIES, Grazia; SIMONETTI, Roberto. **European Integration and Global Corporate Strategies**. London/New York: Routledge, 2000.

CHESNAIS, François. **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**. Leiden/Boston: Brill, 2016.

CHICK, Victoria. **Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1983.

COMEAU, John. Conforming Loan Limits. In: **Cityscape**, v. 11, n. 1, Lessons for the United States from Asian Nations, 2009.

CORNETT, Marcia; TEHRANIAN, Hassan. An Examination of the Impact of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans. In: **The Journal of Finance**. Vol. XLV, No. 1. March, 1990.

DAVIDSON, Paul. Finance, Funding, Saving, and Investment. In: **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 9, No. 1, 1986.

DAVIDSON, Paul. A Technical Definition of Uncertainty and the Long-run Non-neutrality of Money. In: DAVIDSON, Paul; DAVIDSON, Louise (ed.). **Inflation, Open Economies & Resources**. London: Palgrave/MacMillan, 1991.

DE DEUS, Leonardo Gomes. **Reconstrução categorial de O Capital à luz de seus esboços**: a instauração da crítica da economia política (1857, 1863). Tese de Doutorado. Belo Horizonte: CEDEPLAR, 2010.

DOSI, Giovanni. Technological paradigms and technological trajectories: a suggested interpretation of the determinants and directions of technical change. In: **Research Policy**, v. 2, n. 3, 1982.

DUFFIE, Darrell. **Dark Markets**: asset pricing and information transmission in over-the-counter markets. Princeton/Oxford: Princeton University Press, 2012.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. Periodizing Capitalism: Technology, Institutions and Relations of Production. In: ALBRITTON, Robert; ITOH, Makoto; WESTRA, Richard; ZUEGE, Alan. (orgs.). **Phases of Capitalist Development**: Booms, Crises and Globalizations. New York: Palgrave, 2001.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. **The Crisis of Neoliberalism**. Cambridge, Massachusetts; London: Harvard University Press, 2011.

DUNNING, John; LUNDAN, Sarianna. **Multinational Enterprises and the Global Economy**. Cheltenham/Northampton: Edward Elgar, 2008.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital**: A History of the International Monetary System. Princeton/Oxford: Princeton University Press, 2008.

ELBE, Ingo. **Marx im Westen**: die neue Marx-Lektüre in der Bundesrepublik seit 1965. Berlin: Akademie Verlag, 2010.

ELTON, E. J.; GRUBER, M; BROWN, S; GOETZMANN, W. **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**. New Jersey: Wiley, 2014.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital**: A History of the International Monetary System. Princeton/Oxford: Princeton University Press, 2008.

FABOZZI; Frank; SHILLER, Robert; TUNARU, Radu. A 30-Year Perspective on Property Derivatives: What Can Be Done to Tame Property Price Risk? In: **Journal of Economic Perspectives**. V. 34, n. 4, 2020.

FARHI, Maryse. **O Futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. (Tese de Doutorado). Campinas: UNICAMP, 1998.

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. In: **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 8, n. 2, p. 93–114, 1999.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela; FREITAS, Maria; CINTRA, Marcos. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In: **Revista de Economia Política**, 29 (1), 2009.

FELTON, Andrew. **The Impact of the GSE Accounting Scandals on the Increase in Risky Mortgages**. Draft. NYU, 2008.

FOX, John. **Understanding Capital Volume II**. Toronto: Progress Books, 1985.

FREEMAN, Chris. The economics of technical change: critical survey. In: **Cambridge Journal of Economics**, 18, 2004.

FREEMAN, Chris; LOUÇÃ, Francisco. **As Time Goes By**: From the Industrial Revolutions to the Information Revolution. New York: Oxford University Press, 2001.

FREEMAN, Chris; PEREZ, Carlota. Structural crises of adjustment, business cycles and investment behaviour. In: DOSI, Giovanni et. al. **Technical Change and Economic Theory**. London, New York: Pinter Publishers, 1988.

FURTADO, Celso. Metamorfoses do Capitalismo. Discurso proferido na Universidade Federal do Rio de Janeiro por ocasião de seu recebimento de título de Doutor Honoris Causa. In: **Boletim de Ciências Económicas**. V. XLVI. Coimbra: Universidade de Coimbra, 2002.

GAUTHIER, Laurent. **Securitization Economics**: Deconstructing the Economic Foundations of Asset Securitization. Cham: Springer, 2020.

GERMER, Claus. Componentes estruturais da teoria do dinheiro no capitalismo. In: **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 106-33, 1997.

GERMER, Claus. Credit Money and the Functions of Money in Capitalism. In: **Journal of Political Economy**, v. 27, nº 1, Spring, 1997a.

GOODMAN, Laurie S.; Li, Shunmin; LUCAS, Douglas; ZIMMERMAN, Thomas; FABOZZI, Frank. **Subprime mortgage credit derivatives**. The Frank Fabozzi, Series, New Jersey: Wiley, 2008.

GOTTESMAN, Aron. **Derivatives Essentials**: an introduction to forwards, futures, options and swaps. New Jersey: Wiley, 2016.

GRESPLAN, Jorge. **O negativo do capital**: o conceito de crise na Crítica de Marx à Economia Política. São Paulo: Expressão Popular, 2012.

GRESPLAN, Jorge. About the Beginning and End of Capitalism. Observations on the Consequences Possibly Derived from the Discoveries of MEGA². In: LINDEN, Marcel; HUBMANN, Gerald. **Marx's Capital: An Unfinishable Project?**. Leiden/Boston: Brill, 2018.

GROSSMANN, Henryk. **Das Akkumulations- und Zusammenbruchsgesetz des kapitalistischen Systems**. Leipzig: C. L. Hirschfeld, 1929.

GOTO, Shigeyuki. Study on the Interactive Approach between Insurance and Capital Markets for Catastrophe Risks. Working Paper 140. In: **Working Paper Series**. Center on Japanese Economy and Business. Columbia Business School. December, 1997.

GUTTMANN, Robert. **Finance-led Capitalism: shadow banking, re-regulation and the future of global markets**. London: Palgrave/Macmillan, 2016.

HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York/Oxford: Oxford University Press, 2003.

HARVEY, David. **Limits to Capital**. London/New York: Verso, 2007.

HARVEY, David. **Para entender o Capital: livros II e III**. São Paulo: Boitempo, 2014.

HEINRICH, Michael. Geld und Kredit in der Kritik der politischen Ökonomie. In: **Das Argument**, 251, 2003.

HEINRICH, Michael. **Die Wissenschaft Vom Wert: Die Marxsche Kritik der politischen Ökonomie zwischen wissenschaftlicher Revolution und klassischer Tradition**. Münster: Westfälisches Dampfboot, 2006.

HEINRICH, Michael. **An Introduction to the Three Volumes of Karl Marx's Capital**. New York: Monthly Review Press, 2012.

HILFERDING, Rudolf. **Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development**. London/Boston/Henley: Routledge/Kegan Paul, 1981.

HULL, John. **Options, Futures and Other Derivatives**. New York: Pearson, 2022.

HYMER, Stephen. **The international operations of national firms**. Cambridge/London: The MIT Press, 1976.

KENWAY, P. Crises. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter. **The New Palgrave Marxian Economics**. London: MacMillan, 1990.

KEYNES, John Maynard. Economic Articles and Correspondence: Investment and Editorial. In: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. V. XII.. London: Palgrave/MacMillan/The Royal Economic Society, 1983.

KLIMAN, Andrew; FREEMAN, Alan; POTTS, Nick; GUSEV, Alexey; COONEY, Brendan. The Unmaking of Marx's Capital: Heinrich's Attempt to Eliminate Marx's Crisis Theory. In: **SSRN**. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2294134>>. July 22, 2013

KRÄTKE, Michael. Marx's 'books of crisis' of 1857-8. In: MUSTO, Marcello. **Karl Marx's Grundrisse: foundations of the critique of political economy 150 years later**. London: Routledge: 2008.

KRÄTKE, Michael. The first world economic crisis: Marx as an economic journalist. In: MUSTO, Marcello. **Karl Marx's Grundrisse: foundations of the critique of political economy 150 years later**. London: Routledge: 2008a.

KOSIK, Karel. **Dialética do concreto**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

KURZ, Robert. **Geld ohne Wert: Grundrisse zu einer Transformation der Kritik der politischen Ökonomie**. Berlin: Horlemann Verlag, 2012.

LANG, Larry; OFEK, Eli; STULZ, René. Leverage, investment, and firm growth. In: **Journal of Financial Economics**, Volume 40, Issue 1, 1996.

LAPAVITSAS, Costas. The Banking School and the Monetary Thought of Karl Marx. In: LAPAVITSAS, Costas (ed.). **Marxist Monetary Theory: Collected Papers**. Leiden/Boston: Brill, 2017.

LAPAVITSAS, Costas. The Theory of Credit Money: A Structural Analysis. In: LAPAVITSAS, Costas (ed.). **Marxist Monetary Theory: Collected Papers**. Leiden/Boston: Brill, 2017a.

LEBOWITZ, Michael A. **Following Marx: Method, Critique and Crisis**. Leiden/Boston: Brill, 2009.

LEE, Guy A. The Historical Significance of the Chicago Grain Elevator System. In: **Agricultural History**, v. 11, n. 1, 1937.

LEFORT, Claude; KARTEN, Terry. Marx: From One Vision of History to Another. In: **Social Research**, v. 45, n. 4, 1978.

LENIN, Vladimir Ilyich. Imperialism, the Higher Stage of Capitalism: A Popular Outline. In: LENIN, Vladimir Ilyich. **Selected Works**. V. 1. Moscow: Progress Publishers, 1963.

LERNER, Josh; TUFANO, Peter. The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda. In: **National Bureau of Economic Research**. Working Paper 16780. Feb., 2011.

LEWED, Karl-Heinz. Rekonstruktion oder Dekonstruktion? Über die Versuche von Backhaus und der Monetären Werttheorie, den Wertbegriff zu rekonstruieren. In: **Krisis Jahrbuch: Beiträge zur Kritik der Warengesellschaft**. Nürnberg: Förderverein Krisis, 2016.

LUKÁCS, György. **Para uma ontologia do ser social I**. São Paulo: Boitempo, 2009.

LÜTZ, Susanne. From managed to market capitalism? German finance in transition. **MPIfG Discussion Paper**. No. 00/2. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 2000.

LUXEMBURG, Rosa. **The Accumulation of Capital**. London/New York: Routledge, 2003.

LUXEMBURG, Rosa. **Reform or Revolution?** Paris: Foreign Languages Press, 2020.

MANDEL, Ernest. **Late Capitalism**. Thetford, Norfolk: NLB, 1975.

MANDEL, Ernest. **A formação do pensamento econômico de Karl Marx: de 1843 até a redação de O Capital**. Rio de Janeiro: Zahar, 1980.

MANDEL, Ernest. Introduction In: MARX, Karl. **Capital: A Critique of Political Economy**. V. III. Harmondsworth: Penguin, 1981.

MANDEL, Ernest. **Long Waves of Capitalist Development: A Marxist Interpretation: based on the Marshall lectures given at the University of Cambridge**. London/New York: Verso, 1995.

MARICHAL, Carlos. **Nueva historia de las grandes crisis financieras**. Buenos Aires: Debate, 2010.

MARQUETTI, Adalmir Antonio; CHAVES, Catari Vilela; RIBEIRO, Leonardo Costa; ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e. Rate of Profit in the United States and in China (2007-2015): A Look at Two Trajectories and Strategic Sectors. In: **Review of Radical Political Economics**. V. 53, n. 1, p. 116-142, 2021.

MARX, Karl. **Wage-labour and Capital**. New York: International Publishers, 1933.

MARX, Karl. Economic Works: Karl Marx: March 1843-August 1844. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 3. London: Wishart, 1975.

MARX, Karl. Zur Kritik der Politischen Ökonomie (Manuskript 1861-63). Teil 2. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Gesamtausgabe (MEGA) II.3**. Berlin: Dietz Verlag, 1977.

MARX, Karl. Ökonomische Manuskripte und Schriften: 1858-1861. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Gesamtausgabe (MEGA) II.2**. Berlin: Dietz Verlag, 1980.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 15. London: Wishart, 1986.

MARX, Karl. Economic Works: 1857-1861. Economic Manuscripts of 1857-58. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 28. London: Wishart, 1987.

MARX, Karl. Economic Works: 1857-1861. Economic Manuscripts of 1857-58. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 29. London: Wishart, 1988.

MARX, Karl. Economic Works: 1861-1863. Economic Manuscript of 1861-1863 (continuation). In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 32. London: Wishart, 1989.

MARX, Karl. Ökonomische Manuskripte: 1863-1867. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Gesamtausgabe (MEGA) II.4.2**. Berlin/Amsterdam: Dietz Verlag/Internationales Institut für Sozialgeschichte, 1992.

MARX, Karl. Capital: A Critique of Political Economy. Book III: The Process of Capitalist Production As A Whole. Friedrich Engels. (Ed.). In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 37. London: Wishart, 1998.

MARX, Karl. Manuskripte zum zweiten Buch des "Kapitals": 1868 bis 1881. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Gesamtausgabe (MEGA) II.11**. Berlin: Akademie Verlag, 2008.

MARX, Karl. Capital: A Critique of Political Economy. Book I: The Process of Production of Capital. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 35. London: Wishart, 2010.

MARX, Karl. Capital: A Critique of Political Economy. Book II: The Process of Circulation of Capital. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 36. London: Wishart, 2010a.

MARX, Karl. Marx to Engels in Manchester: London, 8 December 1857. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Collected Works**. Volume 40. London: Wishart, 2010b.

MATTICK, Paul. **Economic Crisis and Crisis Theory**. London: Routledge, 2015.

McCONNEL, John J.; SINGH, Manoj. Rational Prepayments and the Valuation of Collateralized Mortgage Obligations. In: **The Journal of Finance**. Vol. XLIX, No. 3, July, 1994.

McKENZIE, Rex A. Casino Capitalism with Derivatives: Fragility and Instability in Contemporary Finance. In: **Review of Radical Political Economics**. 43(2), 2011.

MÉSZÁROS, István. **Estrutura social e formas de consciência**: a determinação social do método. São Paulo: Boitempo, 2009.

MEZRICH, Ben. **The Antisocial Network**: The GameStop Short Squeeze and the Ragtag Group of Amateur Traders That Brought Wall Street To Its Knees. New York: Central Publishing, 2021.

MINSKY, Hyman, P. Schumpeter: Finance and Evolution. In: **Hyman P. Minsky Archive**. Paper 314. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1988.

MINSKY, Hyman, P. The Financial Instability Hypothesis. **Working Paper No. 74**. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992.

MOENCH, Emanuel; VICKERY, James; ARAGON, Diego. Why Is The Market Share of Adjustable-Rate Mortgages So Low? In: **Current issues in Economics**. FED-NY. V. 16, n. 8. December, 2010.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e Heterodoxia Monetária: a Questão da Neutralidade da Moeda. In: **Revista de Economia Política**. Vol. 24, nº 3, p. 325-345, jul/set, 2004.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Capital fictício, autonomia produção-circulação e crises: precedentes teóricos para o entendimento da crise atual. In: **Economia**. Brasília(DF), v.12, n.3, p. 475–496, set/dez 2011.

MOORE, Michael. **Capitalism: A Love Story**. United States: Dog Eat Dog Films; The Weinstein Company, 2009.

MOSELEY, Fred. Marx, Minsky and Crotty on crises in capitalism. In: GOLDSTEIN, Jonathan P.; HILLARD, Michael G. **Heterodox Macroeconomics: Keynes, Marx and Globalization**. London: Routledge, 2009.

MOSELEY, Fred. **Money and Totality: a Macro-Monetary Interpretation of Marx's Logic in Capital and the End of the 'Transformation Problem'**. Col. Historical Materialism Book Series, v. 104. Leiden/Boston: Brill, 2016.

NORFIELD, Tony. Derivatives and Capitalist Markets: The Speculative Heart of Capital. In: **Historical Materialism**. 20.1, 2012.

NORFIELD, Tony. Derivative, Money, Finance and Imperialism: A Response to Bryan and Rafferty. In: **Historical Materialism**. 20.2, 2013.

OTANI, Teinosuke; VASINA, Ljudmila; VOLLGRAF, Carl-Erich. Einleitung. In: MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Gesamtausgabe (MEGA) II/11: Karl Marx Manuskripte zum zweiten Buch des 'Kapitals': 1868 bis 1881**. Appar. Berlin: Akademie Verlag, 2008.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. Capitalist Crises and The Crisis This Time. In: **Socialist Register**, 2011.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. **The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire**. London/New York: Verso Books, 2013.

PARAMESWARAN, Sunil. **Fundamentals of Financial Instruments: An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange and Derivatives**. New Jersey: Wiley, 2022.

PAULA, João Antonio de. Determinismo e indeterminismo em Marx. In: **Revista brasileira de economia**, v. 48, n. 2, p. 189-202, 1994.

PAULA, João Antonio de. A dialética valores e preços. In: **Revista de Economia Política**, vol. 20, nº 4 (80), out-dez, 2000.

PAULA, João Antonio; CERQUEIRA, Hugo E. A. da G.; ALBUQUERQUE, Eduardo. Finance and industrial evolution: Introductory notes on a key relationship for the capitalist accumulation. In: **Economica**, 3(1):5–33, 2001.

PAULA, João Antonio; CERQUEIRA, Hugo E. A. da G.; CUNHA, Alexandre M.; SUPRINYAK, Carlos E.; DEUS, Leonardo G. de; ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e; Notes on a Crisis: The Exzerptheft and Marx's Method of Research and Composition. In: **Review of Radical Political Economics**. Vol. 45, No. 2, June 2013.

PAULA, João Antonio; CERQUEIRA, Hugo E. A. da G.; DEUS, Leonardo G. de; SUPRINYAK, Carlos E.; ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e: Investigating Financial Innovation and Stock Exchanges: Marx's Notebooks on the crisis of 1866 and structural changes in capitalism. In: **Beiträge zur Marx-Engels-Forschung**. Neue Folge 2014/2015. Hamburg, 2016.

PAULANI, Leda; Müller, Leonardo. Símbolo e signo: o dinheiro no capitalismo contemporâneo. In: **Estudos Econômicos**. V. 40, n. 3, 2010.

KUMMER, Steve; PAULETTO, Christian. The History of Derivatives: A Few Milestones. In: **EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets**. Zurich, 2012.

PAVITT, Keith. Innovation Processes. In: FAGERBERG, Jan; MOWERY, David; NELSON, Richard (orgs.). **The Oxford Handbook of Innovation**. Oxford: Oxford University Press. 2004.

PEDROSA, Ítalo. Firms' leverage ratio and the Financial Instability Hypothesis: an empirical investigation for the US economy (1970–2014). In: **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 6, p. 1499-1523, 2019.

PEREZ, Carlota. Technological revolutions, paradigm shifts and socio-institutional change. In: REINERT, Erik (Ed.). **Globalization, Economic Development and Inequality: An Alternative Perspective**. Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2004.

PEREZ, Carlota. The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications. In: **Cambridge Journal of Economics**, 33, 2009.

PEREZ, Carlota. Technological revolutions and techno-economic paradigms. In: **Cambridge Journal of Economics**, 34, 2010.

REDDAWAY, N.; POTTER, S.; TAYLOR, C. **Effects of UK Direct Investment Overseas: final report**. Cambridge: Cambridge University Press, 1968.

RAJAN, Raghuram. Has Financial Development Made The World Riskier? In: **NBER Working Paper Series**, 11728. Cambridge, MA: 2005.

REED, Stanley; KRAUSS, Clifford. Too Much Oil: How a Barrel Came to Be Worth Less Than Nothing. In: **The New York Times**. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2020/04/20/business/oil-prices.html>>. Acesso em: 25/11/2022.

REICHELT, Helmut. **Zur logischen Struktur des Kapitalbegriffs bei Karl Marx**. Frankfurt am Main: Europäische Verlagsanstalt, 1973.

ROBINSON, Joan. The Rate of Interest. In: **Econometrica**, Vol. 19, No. 2, pp. 92-111. Econometric Society: 1951.

ROSA, Elton; WELLEN, Henrique. The Exchange Between Equivalent and the Surplus Value Theory. In: PEJNOVIĆ, Vesna; MATIĆ, Ivan. **New Understanding of Capital in the Twenty-First Century**. Belgrade: Institute for Political Studies, 2020.

ROSDOLSKY, Roman. **The Making of Marx's 'Capital'**. London: Pluto Press, 1977.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação**. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

RYOO, Soon. Bank profitability, leverage and financial instability: a Minsky–Harrod model. In: **Cambridge Journal of Economics**, v. 37, n. 5, p. 1127-1160, 2013.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle**. New York: Oxford University Press, 1961.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Capitalism, Socialism and Democracy**. London/New York: Routledge, 1994.

SCHNEIDER, Sabine. The politics of last resort lending and the Overend & Gurney crisis of 1866. In: **Economic History Review**, 75. pp. 579-600, 2021.

SEC. The United States Securities and Exchange Commission. **Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d)**. Lehman Brothers, 2007. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530_110k.htm#Item1a_RiskFactors_003807>. Acesso em: 25/06/2021.

SHAIKH, Anwar. Eine Einführung in die Geschichte der Krisentheorien. In: **Prokla: Zeitschrift für Kritische Sozialwissenschaft**, V. 30., 1978.

SHERMAN, Matthew. **A Short History of Financial Deregulation in the United States**. Washington, D. C.: CEPR, 2009.

SHIN, Hyun Song. Global Banking Glut and Loan Risk Premium. In: **12th Jacques Polak Annual Research Conference**. Washington, D. C.: IMF, 2011.

SOTIROPOULOS, Dimitris P. Hilferding on Derivatives. In: **The European Journal of the History of Economic Thought**, 2012.

SUMMERS, Lawrence. **The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy**. Washington, D. C.: The Per Jacobsson Foundation, 2004.

SWEEZY, Paul Marlor. **The Theory of Capitalist Development: Principles of Marxian Political Economy**. London: Dennis Dobson, 1942.

TAKENAGA, Susumu. Marx's Exzerptheftes of the later 1860s and the Economic Crisis of 1866. In: **Marx-Engels-Jahrbuch 2015/16**. Hamburg, 2016.

TETT, Gillian. **Fool's Gold**: how the bold dream of a small tribe at J.P. Morgan was corrupted by Wall Street greed and unleashed a catastrophe. New York: Free Press, 2009.

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The Financial Crisis Inquiry Report**: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Washington, DC, 2011.

TOPOROWSKI, Jan. **Credit and Crisis from Marx to Minsky**. Cheltenham: Edward Elgar, 2020.

TOOZE, Adam. **Crashed**: How a Decade of Financial Crises Changed the World. New York: Allen Lane, Penguin Books, 2008.

U.S. CENSUS BUREAU. **Homeownership Rate for the United States**. Disponível em <<https://fred.stlouisfed.org/series/RHORUSQ156N>>. Acesso em: 26/11/2020.

VILAR, Pierre. **Oro Y Moneda en la Historia: 1450-1920**. Barcelona: Editorial Ariel, 1974.

VOLLGRAF, Carl-Erich. O plano de seis livros novamente? Sobre a falta de perspectiva de uma lenda. In: **Verinotio**: Revista on-line de Filosofia e Ciências Humanas. nº XIII. v. 24. n. 1, abr./2018.

WEBER, Ernst Juerg. A Short History of Derivative Security Markets. In: HAFNER, W.; ZIMMERMANN, H. (eds) **Vinzenz Bronzin's Option Pricing Models**. Berlin/Heidelberg: Springer, 2009.

WEEKS, John. Equilibrium, Uneven Development and the Tendency of the Rate of Profit to Fall. In: **Capital & Class**, 6(1), 62–77, 1982.

WINTER, Ralph A. The Liability Insurance Market. In: **Journal of Economic Perspectives**. V. 5, n. 3, 1991.

WOOD, Ellen Meiksins. **The origin of capitalism**: a longer view. London/New York: Verso, 2002.

WORLD BANK. GDP (current US\$). In: **World Bank National Accounts Data**, 2022.

WORKING, Holbrook. Futures Trading and Hedging. In: GOSS, B. A; YAMEY, B. S. (eds.). **The Economics of Futures Trading**. London: MacMillan, 1976.

WRAY, L. Randall. From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy. **Working Paper No. 792**. Levy Economics Institute of Bard College. 2014.

YUKI, Tsuyoshi. **Socialism, Markets, and the Critique of Money**: the theory of "Labor Notes". London: Palgrave/MacMillan, 2021.