

## O protagonismo dos derivativos no capitalismo contemporâneo

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo colocar em discussão o papel dos derivativos na dinâmica capitalista contemporânea. O ponto de partida é a literatura que descreve o capitalismo liderado pelas finanças, que aponta o controle sobre a propriedade das empresas, representadas pelo capital acionário, como responsável pela difusão de uma lógica financeira de operação entre os agentes econômicos. Este ensaio busca mostrar que o núcleo das finanças contemporâneas não está mais nas relações de propriedade representadas pelas bolsas de valores, mas no mercado de derivativos que não negocia a propriedade em si, mas as variações patrimoniais. O argumento principal está na forma como esse mercado atua sobre a dinâmica de preços dos estoques de ativos e condiciona a acumulação capitalista à formação dos preços futuros nos mercados de derivativos. Dessa forma, os derivativos não são apenas coadjuvantes no processo de acumulação financeira, mas desempenham um papel central que condiciona todo esse processo.

### Palavras-chave

Derivativos, financeirização, capitalismo, finanças.

### ABSTRACT

*The purpose of this article is to discuss the role of derivatives within the modern-day capitalist dynamic. It begins by looking at literature that describes capitalism led by finance, which points to the control over the assets of companies, represented by shareholdings, as being responsible for the diffusion of a financial operating logic among different economic agents. This essay seeks to show that the core of modern-day finance is no longer found in the relations of property ownership, as represented by the stock markets, but rather in the derivatives market, which doesn't trade property as such, but the variations in its value instead. The main argument lies in the way in which this market acts upon the dynamic of the prices of assets, and conditions capitalist accumulation to the formation of futures prices in the derivatives markets. Thus, derivatives are not merely participants in the process of financial accumulation, but rather they play a leading role that conditions this whole process.*

### Keywords

*Derivatives, financialization, capitalism, finance.*

## Introdução

Uma ampla literatura com fundamentação teórica nas contribuições de Marx e Keynes descreve a dominância das finanças no processo econômico e nas mudanças do capitalismo contemporâneo. Embora com especificidades inerentes às diferentes interpretações, as leituras keynesianas e marxistas convergem para pontos em comum quando identificam duas esferas de acumulação da riqueza – produtiva e financeira – que estão organicamente ligadas, mas tendem a descolar sua trajetória de valorização.<sup>1</sup>

Esse ponto em comum diferencia essas duas correntes teóricas da corrente neoclássica, em que a valorização dos ativos financeiros é um espelho da produtividade dos fatores de produção e, portanto, as finanças têm um papel subordinado, e neutro. Como aponta Aglietta (1995), as finanças não são neutras na medida em que a poupança investida nas transferências de propriedade sobre ativos circula em uma esfera particular que é fundamentalmente improdutiva.

A esfera financeira é relativamente dissociada da esfera da produção e tende a exercer sobre ela uma relação de dominância. Para Chesnais (2005), a dinâmica financeira se estabelece como norma e o mercado financeiro passa a trabalhar com uma lógica cuja finalidade não é a criação de riquezas que aumentem a capacidade de produção, mas sim a valorização dos ativos. Essa lógica financeira se impõe ao sistema produtivo na medida em que as ações de bolsa são controladas por agentes financeiros.

A partir da década de 1980, os proprietários acionistas despenderam energia e meios jurídicos, ou quase jurídicos, consideráveis para subordinar os administradores industriais e os transformar em gente que interiorizasse as prioridades e os códigos de conduta nascidos do poder do mercado bursátil. [CHESNAIS, 2005, p. 54]

O capitalismo dirigido pelas finanças é descrito por autores como Chesnais (2005), Plihon (2005) e Guttman (2008), que destacam como a lógica financeira penetra no modo de operação do sistema e se manifesta na dinâmica de valorização patrimonial. Essa lógica imprime mudanças no modo de operação dos agentes econômicos, que passam a administrar seus ativos com um horizonte de curto prazo, buscando ganhos patrimoniais e a manutenção dos recursos na forma líquida.

1. “A noção de economia monetária da produção desenvolvida por Keynes [na teoria geral] implica considerar a moeda como elemento fundador da ordem econômica capitalista. Decorrem daí várias implicações, dentre as quais a autonomia relativa da esfera financeira ante a produtiva, fundada, como em Marx, na autonomia da taxa de juros ante a taxa de lucro.” (CARNEIRO, 2010, p. 37)

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

Na esfera dos derivativos, não há transferência de propriedade; eles são trocados sem mudança na propriedade dos ativos subjacentes, e no entanto esse é o principal mercado em que operam os agentes que comandam a dinâmica financeira, como os grandes bancos e os *hedge funds*.<sup>2</sup> Dessa forma, desenvolvem-se argumentos que defendem que o mercado de derivativos subordina a esfera da propriedade ao comandar sua dinâmica de preços. Em outras palavras, propõe-se explicar como o poder das finanças deslocou-se dos mercados de bolsa para o mercado de derivativos.

Além desta introdução, a primeira parte deste artigo discute a natureza dos derivativos. Esse primeiro ponto é indispensável para iniciar a discussão, na medida em que os derivativos são instrumentos financeiros objeto de frequentes mal-entendidos acadêmicos. A segunda parte descreve o papel dos derivativos no capitalismo contemporâneo e sua centralidade em quatro diferentes mercados: o de câmbio, o de juros, o de *commodities* e o de crédito. Por fim, a última parte apresenta breves conclusões e aponta direções para pesquisas futuras.

### Sobre a natureza dos derivativos

Os derivativos não são uma invenção das finanças modernas, sua origem remonta a períodos pré-capitalistas. Em *Política*, Aristóteles descreve um contrato de opção e refere-se à venda de contratos a termo de arroz. A função original desses instrumentos é proteger os agricultores das flutuações dos preços agrícolas. Os derivativos são, portanto, instrumentos que surgem organicamente do processo produtivo e posteriormente são apropriados e remodelados pelas finanças para potencializar o processo de acumulação financeira.

A definição mais usual de derivativos, repetida nos manuais de finanças, estipula que esses são contratos financeiros que estabelecem pagamentos futuros cujo valor deriva de um ativo, instrumento financeiro ou ocorrência de evento. Essa definição pode ser enganosa na medida em que sugere um sentido de determinação nem sempre verdadeiro, ou seja, propõe que a formação dos preços dos contratos de derivativos depende dos preços do mercado à vista.<sup>3</sup> No entanto, há mercados de derivativos em que os preços à vista e futuros se determinam mutuamente, e outros em que o lócus de determinação é o futuro. Bryan e Rafferty (2006) corroboram essa afirmação: “*Many empirical*

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

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

*studies have shown that prices are first formed in derivatives markets (a process called price discovery) and are transmitted back to cash markets, while others have found that this process occurs more or less simultaneously”* (p. 12).

Assim, adotamos o conceito de derivativo como um contrato bilateral que estipula pagamentos futuros cujo valor está vinculado ao valor de outro ativo (bem, índice ou taxa) ou, em alguns casos, depende da ocorrência de um evento.<sup>4</sup>

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

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

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

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

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

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

Pode ser atribuída ao mercado de derivativos uma função social – ou macroeconômica – específica e extremamente importante: transferir risco entre agentes. Ao precificar e proporcionar a transferência de risco entre os agentes, os derivativos se tornam ferramentas para conviver com incertezas macro e microeconômicas. Eles cumprem um papel de estabilização e de coordenação das expectativas dos agentes e atenuam fortemente a transmissão da instabilidade financeira à esfera da produção. Nesse sentido, apesar de não criarem riqueza diretamente, os derivativos podem gerar efeitos positivos indiretos na produção de riqueza que são consequências de como os produtores respondem à incerteza em relação aos preços.<sup>5</sup>

Naturalmente, quanto mais voláteis são as variáveis econômicas que afetam a produção de bens e serviços, mais importantes são os derivativos.

Entretanto, a análise da importância dos derivativos fica mais complexa quando se admite a possibilidade de o próprio mercado gerar instabilidade dos preços macroeconômicos. Quando isso ocorre, cabe uma comparação que pode ser pertinente dependendo do tipo de mercado e do momento histórico: os derivativos estão para a volatilidade macro assim como a indexação de preços está para a inflação. Ou seja, ao mesmo tempo que esses instrumentos são fundamentais para que o sistema econômico possa conviver com a volatilidade, eles também a agravam. Em outras palavras, podem resolver problemas de eficiência microeconômicos e agravar problemas de instabilidade macro.

Nessa linha, Farhi (1998) argumenta que os derivativos são de natureza contraditória, ao mesmo tempo mecanismos indispensáveis para cobertura de riscos e meios privilegiados de especulação.

A análise sistemática da repercussão dos derivativos financeiros mostra o papel dual, e por vezes ambíguo, desses instrumentos. Eles cumprem um papel de estabilização e de coordenação das expectativas dos agentes e atenuam fortemente a transmissão da instabilidade financeira à esfera da produção. Ao mesmo tempo, o amplo uso feito pelos agentes econômicos dos mecanismos de derivativos, seja para cobrir riscos, seja para operações de arbitragem, ou ainda para especular, ligado ao poder de alavancagem presente nesses mercados, possui o potencial de exacerbar a volatilidade e a instabilidade dos mercados. (FARHI, 1998, p. 262-63)

Para melhor entender essas questões, devemos atentar para as motivações dos agentes que acessam esse mercado. No mercado de derivativos de câmbio, por exemplo, operações de *hedge* são aquelas cujo objetivo é cobrir uma posição cambial no mercado à vista, assumindo uma posição oposta no mercado de derivativos e assim eliminando o risco de preços em uma moeda. São usuários potenciais do *hedge* exportadores, importadores, empresas estrangeiras que remetem lucros para as matrizes e empresas nacionais que investem no exterior. Já as operações especulativas são aquelas cuja posição do agente não tem correspondência no mercado à vista; logo, eles estão expostos à variação cambial. Por fim, a operação de arbitragem é caracterizada por duas operações simultâneas, uma no mercado à vista e outra a termo, em que a motivação é explorar distorções de preço entre as cotações nos dois mercados e obter ganhos sem risco, portanto sem exposição cambial.

Por ser um contrato de duas pontas, é comum o argumento de que o especulador é fundamental para assumir os riscos das empresas produtivas e assim prover o *hedge*. Essa afirmação não é verdadeira, uma vez que o especulador pode ser dispensável em contratos nos quais há interesses opostos de empresas que demandam *hedge*, como, por exemplo, entre uma empresa exportadora

6. Há uma discussão importante sobre se as propriedades de *hedge* dos derivativos não são oprimidas por uma especulação que desestabiliza o mercado. A especulação certamente dá liquidez ao mercado e reduz os custos de transação, mas quando há um viés no sentido das apostas há também um grupo de agentes que vai pagar mais caro pelo *hedge* cambial. Por exemplo, se a especulação é pela valorização da moeda brasileira, fica barato comprar dólar futuro para fazer *hedge* de importações. Por outro lado, uma empresa exportadora com uma venda programada para o futuro vai pagar mais caro para fazer *hedge* de seus recebimentos. Nesse sentido, a especulação é positiva para o mercado quando ela se elimina, ou seja, pressões especulativas e equivalentes em sentidos opostos dão liquidez e reduzem custos. Entretanto, a especulação unidirecional, além de potencialmente provocar distorções de preços, encarece o custo do *hedge* para um grupo de agentes.

7. Com exceção de alguns contratos a termo que implicam entrega física do ativo subjacente.

8. Um exemplo esclarecedor sobre o aspecto regulatório no caso brasileiro refere-se à indexação de contratos em dólar. O governo brasileiro não permite contas em moedas estrangeiras aos cidadãos comuns e tampouco a indexação de contratos na moeda americana; no entanto, uma operação no mercado futuro de câmbio pode ser equivalente a essa indexação. Ou seja, apesar de uma legislação que, por diversos motivos, restringe a negociação doméstica de divisas estrangeiras, há meios legais de replicar o rendimento dessas negociações.

cujos riscos são a valorização cambial e uma empresa importadora que teme uma desvalorização. Nesse caso, o derivativo de câmbio atende a dois agentes com motivações *hedge* e proporciona redução de riscos para ambos ao travar o preço futuro da taxa de câmbio.<sup>6</sup>

Outra característica importante dos derivativos de câmbio é que eles geralmente são liquidados por diferença financeira.<sup>7</sup> Ou seja, não há troca física dos ativos subjacentes, mas um ajuste financeiro de margem. Esse fator confere aos participantes desse mercado um enorme poder de alavancagem. As restrições para o grau de alavancagem se resumem a uma margem de garantia que corresponde a um pequeno percentual do valor nominal do contrato. Além disso, ao contrário de operações no mercado à vista, em que é necessário respeitar níveis de requerimento de capital, um contrato de derivativo não afeta o patrimônio das empresas e tampouco costuma constar nos balanços. Como consequência, o instrumento pode ser usado para evitar as regulações prudenciais.

Por fim, o mercado de derivativos facilita a mobilidade da riqueza em escala internacional dos diversos agentes, ou melhor, permite a transformação monetária da riqueza global, sem movê-la. Uma operação de *swap* de taxas de câmbio, por exemplo, pode ser equivalente à conversão de um estoque de riqueza em outra moeda de denominação sem nenhum movimento efetivo do estoque de riqueza e, diga-se de passagem, até sem a existência do mesmo. Nesses mercados troca-se a rentabilidade dos estoques de riqueza globais. Nesse ponto, vale ressaltar uma característica particular dos derivativos de câmbio: eles replicam a rentabilidade de operações do mercado à vista que os agentes eventualmente não teriam condições de realizar, seja por fatores regulatórios, seja por fatores operacionais.<sup>8</sup>

## Os derivativos no capitalismo contemporâneo

O mercado de derivativos é de longe o mais importante do mundo considerando como critério o volume de operações. Segundo o BIS, o valor nominal dos derivativos nos mercados de balcão em dezembro de 2009 estava em torno de US\$ 600 trilhões.<sup>9</sup> Esse montante desmedido excede com folga as necessidades reais da economia: a título de comparação, corresponde a mais ou menos dez vezes o PIB mundial e 35 vezes o estoque de ações global.<sup>10</sup> Trata-se de um mercado que, além de atender as demandas de *hedge* dos fluxos de comércio e serviços, negocia a variação do estoque de riqueza global, trocando diferentes formas de rendimento do capital e mudando constantemente a forma de denominação monetária.

Apesar da importância desse mercado, observa-se uma grande escassez de estudos que se aprofundem sobre o tema no campo da economia política. A

maioria dos estudos sobre derivativos são trabalhos técnicos sobre a precificação dos contratos, o comportamento dos agentes e as estratégias de investimentos nesses mercados. Não há, portanto, um conjunto de análises aprofundadas sobre a natureza desse instrumento e seu impacto no processo de acumulação de capital. Uma das honrosas exceções é o estudo de Bryan e Rafferty (2006), que traz muitos pontos importantes sobre o tema, mas a nosso ver se perde em um imbróglgio teórico ao defender os derivativos como moeda.<sup>11</sup>

A contribuição de Blackburn (2006) trata dos derivativos como parte de uma nova dimensão das finanças, que subordina a forma de operação das grandes corporações. O autor mostra o uso desse instrumento pelas finanças para fins de manipulação de corporações e de pressão política.<sup>12</sup> Sua análise segue um pouco a linha focada no mercado de ações e mostra como os mercados futuros de ações e as agências de *rating* exercem influência sobre a classe proprietária.

A lógica dos mercados de derivativos é comparar e intercambiar formas de rendimento de diferentes ativos, e o resultado desse processo é a precificação constante dos estoques de ativos financeiros. Os ganhos nesses mercados são proporcionados pela especulação que, entre os grandes *players* do mercado, se manifesta sob a forma de estratégias consolidadas que buscam a manipulação de informações e a formação de convenções que tenham o poder de distorcer preços. Dessa forma, a formação de preços nos mercados mais especulativos tende a ser guiada pelo mercado (*market driven*), onde agentes privilegiados usam rede de informações para formar tendências. Essas distorções de preços são transmitidas por arbitragem para os preços do mercado à vista.

Nesse sentido, os derivativos tornam-se a locomotiva da valorização da riqueza quando os mercados a termo assumem a prerrogativa da formação de preços. Nesse momento, os mercados à vista tornam-se dependentes dos mercados a termo e a variação de preços é transmitida por arbitragem na direção oposta à usual. Pode-se dizer, de forma contraditória, que os preços à vista “derivam” dos preços futuros.

Esse fenômeno não é generalizado em todas as categorias de ativos, mas pode ser notado em muitos dos principais mercados do capitalismo contemporâneo. Dentre os mercados dominados pela “lógica dos derivativos” destacam-se quatro dos mais importantes, analisados separadamente em seguida: os mercados de câmbio, juros, *commodities* e crédito.

O mercado de derivativos de câmbio está internacionalmente interligado por plataformas eletrônicas que permitem operações futuras entre dezenas de moedas nacionais (ou regionais).<sup>13</sup> Essas plataformas são operadas por grandes bancos que formam posições especulativas, fazem corretagem ao atender às demandas do varejo e arbitram com outros mercados, como,

**9.** O valor notional corresponde ao valor de face do contrato de derivativo. Como na maioria dos casos os contratos são liquidados por diferença financeira, os valores efetivamente transferidos são bem menores.

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

**11.** LAPAVITSAS (2009) também compartilha dessa mesma opinião.

**12.** Um exemplo ilustrativo usado pelo autor refere-se à compra de ações de uma corporação por um fundo de investimento ao mesmo tempo que esse faz a operação contrária no mercado de derivativos fazendo *hedge* de sua exposição naquela empresa. Sem risco de preço, o objetivo do fundo financeiro era exercer direito de voto na empresa a fim de aprovar uma fusão com outra empresa. Uma vez realizada a fusão, a operação foi desfeita: foram vendidas as ações e liquidados os contratos de derivativos. Nesse exemplo, o mercado de derivativos proporcionou um *hedge* para uma operação que obtém ganhos com a manipulação de empresas e a centralização do capital.

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

por exemplo, os mercados futuros das bolsas de valores e o mercado à vista. O padrão das principais economias é um mercado de derivativo de câmbio muito mais líquido e profundo que o mercado à vista. Dentre os motivos para essa assimetria de liquidez está a facilidade de acesso, a ausência de regulação e os custos de operações usualmente menores (impostos, controles de capital e custos operacionais).

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

Uma vasta literatura aponta as operações especulativas de *carry trade* como responsáveis por desajustamentos cambiais em moedas do centro e da periferia, dentre ela Unctad (2007), Galati (2007) e Flassbeck e La Marca (2007).<sup>14</sup> Esses trabalhos mostram que ao submeter-se à lógica especulativa, as taxas de câmbio ficam sujeitas a distorções. Assim, alteram-se os preços relativos dos estoques de riqueza de uma economia, os preços dos bens e serviços, e o setor produtivo fica submetido a uma dinâmica de preço exógena aos parâmetros de produtividade.<sup>15</sup>

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

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

No entanto, a teoria econômica dominante estipula que o Banco Central deve atender às expectativas representadas na curva a termo na medida em que elas representam a forma mais eficiente de processamento da informação disponível.<sup>16</sup> E, de fato, muitos bancos centrais atendem à formação de preços dos mercados de derivativos de juros para manter a “credibilidade” e a “transparência” frente ao mercado. Nesse aspecto, os derivativos são instrumentos de pressão frente às autoridades monetárias e de influência política

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

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

16. “Neo-classical (market efficiency) theorists view financial markets as consensus-creating systems of information exchange.” (TOPOROWSKI, 2000)



na determinação da taxa de juros, preço-chave que remunera os estoques de riqueza e onera a geração de renda pelo setor produtivo.

O mercado de *commodities* é outro exemplo de dominância dos derivativos, em que os preços à vista são conduzidos pela especulação nos mercados futuros. Nesse trecho, Mayer (2009) aponta com clareza a crescente importância dos mercados futuros como responsável pelos desvios dos preços de *commodities* em relação aos fundamentos:

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

Recentemente, os mercados de derivativos de algumas *commodities*, como petróleo, tornaram-se espaços privilegiados de especulação, fazendo que a trajetória dos preços à vista acompanhe os ciclos de liquidez internacionais. O impacto sobre a economia real ganha importância quando se considera que os preços de *commodities* são determinantes para a trajetória da inflação em nível global.

Por último, o mercado de crédito também é afetado diretamente pela lógica dos derivativos, ao menos em economias centrais.<sup>17</sup> O exemplo mais notável advém das condições que levaram a economia norte-americana à crise de 2008, em que o *boom* de crédito – que inflou os preços de imóveis e ações – só foi possível pela pulverização de riscos no sistema através dos derivativos. Não cabe, aqui, retomar a descrição da crise do *subprime*, mas convém destacar o papel central dos derivativos no processo que condicionou a dinâmica de preços na esfera da propriedade.

Os anos que antecederam a crise americana foram de multiplicação de inovações financeiras e de derivativos no sistema de crédito americano. Os CDOs (*collateralized debt obligations*) de hipotecas, por exemplo, eram um produto estruturado cujo valor dependia do pagamento das hipotecas de diferentes perfis de devedores. Os grupos de hipotecas eram “empacotados” em tranches e classificados pelas agências de risco. Essa inovação financeira é exemplo de uma característica dos derivativos em geral: a de separar os atributos de um ativo para torná-lo vendável; nesse caso, carteiras de crédito foram desmanteladas, reorganizadas, classificadas e vendidas como *commodities*<sup>18</sup> em mercados de grande liquidez secundária.

17. Além do efeito indireto da formação da taxa de juros.

18. BRYAN e RAFFERTY (2006) ilustram essa característica dos derivativos: “A unique asset, for which there may be quite a small market, can be dismantled into generic attributes for which there is a large market. By ‘dismantling’ assets into tradable attributes, the focus shifts from the particularity of the asset itself to the universality of its attributes.” (p. 52)

Para dar garantia aos contratos de CDO utilizou-se o CDS (*credit default swap*) que, *grosso modo*, funciona como um seguro em caso de *default* do CDO.<sup>19</sup> Esses derivativos, por um lado, cobriram os riscos de diversas instituições, proporcionaram um *boom* de crédito sem precedentes, e assim espalharam dinamismo econômico no sistema; mas, por outro, aumentaram o risco sistêmico da economia americana.

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

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

## Conclusão

A literatura que descreve a dominância das finanças no processo econômico mostrou como a lógica financeira se difundiu entre os agentes econômicos e gerou mudanças no capitalismo. Essa abordagem tem como referência o controle das finanças sobre a propriedade das empresas, representadas pelo capital acionário. Este ensaio contrapôs esses argumentos e procurou mostrar que o núcleo das finanças contemporâneas não está mais nas relações de propriedade representadas pelas bolsas de valores, mas no mercado de derivativos, que não negocia a propriedade em si, mas as variações patrimoniais.

A centralidade do mercado de derivativos advém de seu protagonismo na constante determinação de preços dos estoques de ativos financeiros. Os derivativos tornam-se a locomotiva da valorização da riqueza quando os mercados a termo assumem a prerrogativa da formação de preços. Nesse momento, os mercados à vista tornam-se dependentes dos mercados a termo e a variação de preços é transmitida por arbitragem na direção

19. Os CDS não foram criados apenas para mitigar o risco de CDOs imobiliários, mas surgiram pelo menos uma década antes para outras operações de crédito.

oposta do esperado. Nesse sentido, pode-se dizer que o mercado de derivativos condiciona a valorização da riqueza fictícia e confere ao capitalismo um novo “padrão de acumulação”.

As ideias aqui colocadas, longe de serem definitivas, apontam para a necessidade de estudos mais aprofundados sobre esse tema no campo da economia política. Dentre as questões a serem debatidas estão as formas de uso dos derivativos pelo setor financeiro e os diferentes mercados em que eles são preponderantes. Da mesma forma, o assunto merece tratamento teórico, dentro da construção marxista, que avalie esses instrumentos financeiros como desdobramento do capital fictício e como uma esfera particular de acumulação do capital.

§

## Referências bibliográficas

- AGLIETTA. *Macroeconomia financeira: crises e regulação monetária*. São Paulo: Loyola, 2004.
- BLACKBURN, R. "Finance and the fourth dimension", *New Left Review*, nº 39.
- BRIAN, D., RAFFERTY, M. *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial, Capital and Class*. Nova York: Palgrave McMillan, 2006.
- CARNEIRO, R. "Dinâmica e crise do capitalismo com dominância financeira". In MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude, 2010.
- CHESNAIS, F. "O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos". In CHESNAIS, F. (org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- DODD, R., GRIFFITH-JONES, S. "Report on Derivatives Markets: Stabilizing or Speculative Impact on Chile and a Comparison with Brazil". Economic Commission for Latin America and the Caribbean (Eclac), 2007.
- FARHI, M. "O futuro no presente: um estudo sobre o mercado de derivativos financeiros. Tese de doutorado. Campinas: IE/ Unicamp, 1998.
- \_\_\_\_\_. "Os impactos dos derivativos no Brasil". In MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Atitude, 2010.
- FLASSBECK, H.; LA MARCA, M. (eds). *Coping with Globalized Finance: Recent Challenges and Long-term Perspectives*. Genebra: Unctad, 2007.
- GALATI, G. *et alli*. "Evidence of carry trade activity". *BIS Quarterly Review*, set. 2007.
- GUTTMANN, R. "Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças". *Revista Novos Estudos Cebrap*, nº 82, p. 11-33, São Paulo: Nov. 2008.
- KREGEL. "Structured Derivatives Contracts, Hedging Exchange Appreciation and Financial Instability: Brazil, China and Korea". Conference "Financialization, Financial Systems and Economic Development", University of China, 8-9 nov. 2010.
- LAPAVITSA, C. "Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation". *Research on Money Finance (RMF) Discussion papers*, fev. 2009.
- MAYER, J. "The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets". *Unctad Discussion Papers*, nº 195, out. 2009.
- PLIHON, D. "As grandes empresas fragilizadas pelas finanças". In CHESNAIS, F. (org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- TOPOROWSKI, J. *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. Londres/ Nova York: Routledge, 1999.
- UNCTAD. "Trade and Development Report". Nova York/ Genebra: Organização das Nações Unidas, 2007.

Recebido em 30/3/2011

e aceito em 25/7/2011