TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

502

Teoria do valor financeiro

Fernando Nogueira da Costa

Setembro 2026

UNICAMP

instituto de economia

Teoria do valor financeiro

Fernando Nogueira da Costa [1]

Resumo

A Teoria do Valor Financeiro explica a dinâmica de formação, acumulação, preservação e utilização da riqueza financeira líquida em termos intertemporais. Emprega a metodologia da Nova Ciência Econômica e a abordagem sistêmica da complexidade de modo a integrar os circuitos de produção, distribuição e capitalização, deslocando o eixo de análise contábil do fluxo de valor para o estoque do balanço patrimonial completo. Como principais resultados, constata o circuito de autorreprodução patrimonial, impulsionado pela capitalização e alavancagem, mas também demonstra a instabilidade endógena desse processo ter possibilidade de levar à desalavancagem e ao *crash*.

Palavras-chave: Patrimônio Líquido; Capitalização; Balanço patrimonial; Desalavancagem.

Abstract

The theory of financial value

This Discussion Paper aims to provide a foundation for the Theory of Financial Value, explaining the dynamics of formation, accumulation, preservation, and utilization of net financial wealth in intertemporal terms. Employing the methodology of the New Economic Science and a systemic complexity approach, the author integrates the circuits of production, distribution, and capitalization, shifting the accounting analytical axis from the flow of value to the stock of the complete balance sheet. As key results, he identifies the circuit of wealth self-reproduction driven by capitalization and leverage, while also demonstrating the endogenous instability of this process, which culminates in deleveraging and a crash.

Keywords: Net worth; Net equity; Capitalization; Balance sheet; Deleveraging.
JEL Classification: G – Financial economics.

Sumário

Introdução 2
Objeto da Teoria do Valor Financeiro 3
Três circuitos: Produção - Distribuição - Capitalização 6
Conceitos básicos da TVF 9
Elaboração de uma Teoria do Valor Financeiro 12
Descolamento cíclico do valor financeiro 15
TVT X TVF 21
Endividamento no balanço patrimonial 24
Desalavancagem financeira e crash 28
Síntese 34
Fontes bibliográficas 36

(1) Professor-Titular – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas – Unicamp. E-mail: fercos@eco.unicamp.br. http://fernando.nogueira.costa.wordpress.com/; http://lattes.cnpq.br/6773853439066878. ORCID: https://orcid.org/0000-0002-3609-5799.

Introdução

A palavra **patrimônio** vem do latim *patrimonium*, formada pela união de *pater* (pai) e do sufixo *-monium* (condição ou estado). Significa originalmente a herança ou os bens pertencentes ao pai de família.

O termo se expandiu para além da família e hoje define os bens de uma empresa, de uma nação ou a cultura de um povo, denominados de *patrimônio histórico e cultural*. No entanto, a Velha Ciência Econômica o engloba no criticado conceito de *poupança ex-ante* – e nada diz a respeito de sua evolução financeira.

A palavra **matrimônio** vem do latim *matrimonium*, criada a partir da junção de *mater* (mãe) e o sufixo *-monium*. Indica estado, condição ou dever legítimo. Significa literalmente "a condição ou dever de ser mãe". A "piada pronta" é: *patrimônio* = conjunto de bens; *matrimônio* = conjunto de males...

A relação entre patrimônio e riqueza é o **patrimônio** ser *o conjunto mensurável de bens, direitos e obrigações de uma pessoa*, enquanto a **riqueza** é *o valor líquido acumulado desse patrimônio*. Representa a abundância e a capacidade de gerar *estabilidade ou liberdade financeira* em longo prazo, geralmente, na aposentadoria.

O **patrimônio bruto** engloba tanto *o possuído* (ativos como imóveis, investimentos e carros) quanto *a dívida* (passivos assumidos em créditos e financiamentos). A *riqueza efetiva* reside estritamente no **patrimônio líquido**, isto é, quando se subtrai os passivos dos ativos.

Ter um **patrimônio bruto** elevado, por exemplo, mansões e automóveis caros, pode aparentar riqueza, mas se esses bens forem financiados, com aceitação de deveres e assunção de altas obrigações, a **riqueza efetiva** pode ser pequena ou nula. Este estilo de vida em busca de visibilidade social não é economicamente sadio.

A **renda** é um fluxo financeiro temporário (salário, outros rendimentos ou faturamento), enquanto a **riqueza** é o estoque gerado a partir do patrimônio acumulado e reinvestido ao longo do tempo. É mais permanente, mas ainda não teorizada suficientemente pela Ciência Econômica.

A **riqueza efetiva** de alguém não é determinada apenas pela soma de seus bens e direitos porque tem obrigações em seu patrimônio bruto: *Riqueza Efetiva = Patrimônio Líquido = (Bens + Direitos) – Obrigações.*

Como professor da disciplina eletiva "Finanças Comportamentais para Planejamento da Vida Financeira", durante anos, demandada geralmente por estudantes prestes a se graduarem e iniciarem a vida profissional, percebi a importância da Educação Financeira

para Universitários, bem como para todos os demais cidadãos. *A cidadania financeira é uma conquista pessoal e social*.

Ao estudar, para escrever um livro a respeito do novo paradigma da Ciência Econômica, observei a ausência de uma Teoria do Valor Financeiro (TVF). É necessária para a melhor elaboração de uma estratégia de enriquecimento pessoal e/ou empresarial na fase contemporânea do capitalismo financeiro.

O objetivo aqui é teorizar esse processo, para sua compreensão analítica. A Teoria do Valor Financeiro é uma teoria da *riqueza financeira* ou da abundância de recursos com o valor real acumulado obtendo uma sobra, após a quitação de todos os compromissos financeiros.

Essa acumulação está diretamente ligada à sustentabilidade de determinado padrão de vida e à liberdade financeira em longo prazo. Permite gerar *renda passiva* sem a necessidade de novos esforços de trabalho.

Vou, neste Texto para Discussão, apresentá-la, didaticamente, passo a passo. Agradeço e incorporo, nesta versão, os pertinentes comentários de Maurício Luperi, recebidos em uma versão preliminar do livro digital.

Objeto da Teoria do Valor Financeiro

A expressão Teoria do Valor Financeiro (TVF) deve ser entendida como uma *teoria da riqueza financeira líquida* — e não simplesmente do valor total dos ativos. Essa distinção, como visto, é fundamental.

Na Teoria do Valor Trabalho (TVT), o objeto é *o fluxo de valor adicionado pela produção com emprego de força de trabalho, durante determinado período***.** Sua unidade de análise é **o fluxo**.

Na TVF, o objeto é *o estoque de riqueza financeira líquida acumulada ao longo do tempo.* Sua unidade de análise é **o saldo do patrimônio líquido**.

Formalmente, PL = Ativos - Passivos. Essa é a verdadeira medida da riqueza econômica de um agente.

Não basta possuir ativos, isto é, formas de manutenção de riqueza. É necessário considerar, simultaneamente, suas obrigações.

Imagine duas famílias. Família A com Ativos = R$ 15 milhões (no limiar do segmento de clientes *Private Banking*) e Passivos (dívida com financiamento de uma mansão) = R$ 14 milhões, logo, Patrimônio Líquido = R$ 1 milhão. Família B com Ativos = R$ 5 milhões (no limiar do segmento *Prime*) e Passivos = zero, logo, Patrimônio Líquido = R$ 5 milhões.

Qual é mais rica? A resposta é evidente: a segunda, porque a riqueza depende do patrimônio líquido, não do ativo bruto.

O conceito de *abundância* é uma inovação da TVF. Na Velha Ciência Econômica, a *escassez* constitui o conceito fundador. Na Nova Ciência Econômica, o conceito fundador da TVF é outro: **abundância patrimonial.**

Refere-se à capacidade de *o patrimônio gerar renda suficiente para sustentar o consumo desejado* sem a necessidade de empregar continuamente o próprio trabalho ou o endividamento. Além de propiciar a *independência financeira*, tem uma dimensão mais ampla, possibilitando uma futura *herança familiar*.

Então, a definição da **riqueza financeira líquida** representa o conjunto de ativos líquidos ou potencialmente realizáveis, capaz de gerar fluxos sustentáveis de renda superiores às obrigações financeiras contratadas pelo agente econômico.

A riqueza não depende apenas do tamanho do patrimônio. Depende também dos seus rendimentos, do risco de mercado, da sua liquidez e do horizonte temporal das dívidas.

A **sustentabilidade financeira** é outro conceito importante. O patrimônio possui sustentabilidade quando consegue preservar seu poder de compra, ao longo de certo horizonte temporal, inclusive diante das expectativas inflacionárias.

Isso exige remuneração superior à inflação, diversificação, gestão do risco e reinvestimento. Logo, a riqueza não é simplesmente um dado estoque. É um *estoque dinâmico*.

A **liberdade financeira** é mais bem tratada como *consequência*. É alcançada quando a renda patrimonial passa a cobrir o fluxo de despesas para o consumo desejado. Formalmente: Renda Patrimonial > ou = Consumo

Nesse caso, o indivíduo pode até escolher continuar trabalhando, mas não depende mais exclusivamente do salário. Essa condição de “liberdade de escolha” altera profundamente sua posição econômica.

Na TVF, o circuito da riqueza torna-se: *Fluxo de renda → Poupança → Patrimônio líquido → Renda patrimonial → Reinvestimento → Maior patrimônio líquido → Maior renda patrimonial → Maior liberdade econômica*.

Em determinado estágio do planejamento financeiro bem-executado, o patrimônio passa a produzir renda. Os rendimentos de juros compostos ou de dividendos reinvestidos em ações aumentam o patrimônio. O processo de retroalimentação torna-se cumulativo.

Esse mecanismo de acumulação financeira explica por qual razão, em sociedades financeirizadas, a riqueza cresce mais rapidamente diante da renda.

O fluxo anual de renda (PIB) cresce apenas na faixa de 2% a 4% nas economias ocidentais com prioridade no combate à inflação com *estagdesigualdade* (estagnação do fluxo de renda e concentração do estoque de riqueza). Enquanto isso, o patrimônio, capitalizado durante décadas (na economia brasileira com taxa de juro disparatada e na americana com juros baixos e bolhas de ações), cresce muito mais rapidamente.

A variável central da TVF não é o PIB, nem lucro, nem salário. É sim o **Patrimônio Líquido.** Mais precisamente, reporta à sua evolução ao longo do tempo como medida da riqueza.

A TVT mede *horas de trabalho*. A TVF mede o *valor patrimonial líquido,* sendo descontado o passivo**.** Essa unidade de medida (valor de mercado de ações ou valor capitalizado por juros) passa a ser o equivalente da riqueza disponível.

A *abundância* rompe com o paradigma neoclássico da *escassez*. Na sociedade industrial, a questão central era *como produzir mais renda*. Na sociedade financeirizada, a questão torna-se *como administrar patrimônio acumulado ao longo do tempo*. O problema se desloca da geração de um fluxo escasso para a gestão de um estoque abundante, em casos individuais bem-sucedidos ao longo da vida profissional.

Um refinamento conceitual é não apresentar a TVF simplesmente como uma "teoria da abundância", porque isso poderia sugerir ela conceituar e analisar apenas a situação dos agentes já ricos ou financeiramente independentes. Seu alcance deve ser mais amplo.

Ela é uma teoria da formação, acumulação, preservação e utilização da riqueza financeira líquida ao longo do tempo. Seu objeto é *o patrimônio líquido* — entendido como a diferença entre ativos e passivos — *e sua dinâmica intertemporal*, determinada pelas interações entre capitalização, alavancagem, diversificação, liquidez, risco, incerteza e decisões de investimento.

A riqueza financeira manifesta-se quando esse patrimônio passa a gerar fluxos sustentáveis de renda patrimonial superiores às obrigações financeiras do agente. Desse modo, ela lhe confere crescente autonomia econômica.

Essa definição tem algumas vantagens.

Primeiro, **patrimônio líquido** torna-se *a categoria central*. Substitui o fluxo de valor adicionado pelo trabalho como objeto principal da análise.

Segundo, a **riqueza** não é identificada apenas com ativos, mas com *a posição patrimonial líquida*. A TVF analisa a contabilidade nos balanços patrimoniais ("lucros & perdas") dos agentes econômicos e nas contas financeiras nacionais, como a Matriz do Patrimônio Financeiro, elaborada pelo Banco Central.

Terceiro, **a liberdade financeira** aparece como *uma consequência da acumulação patrimonial* — e não como seu fundamento. Ela representa um estado possível no qual os rendimentos do patrimônio — juros, dividendos, ganhos de capital realizados, aluguéis — tornam-se suficientes para financiar o padrão de vida desejado sem dependência exclusiva da renda do trabalho.

Essa formulação torna a TVF mais geral, aplicável tanto a famílias quanto a empresas, bancos, fundos de pensão e outros, além de ao próprio Estado. Sempre tem como variável central a evolução da riqueza financeira líquida e sua capacidade de sustentar fluxos futuros de renda.

Três circuitos: Produção – Distribuição – Capitalização

Uma das limitações da Ciência Econômica tradicional é analisar o capitalismo por apenas uma de suas dimensões. Algumas teorias concentram-se exclusivamente na *produção*; outras, na *distribuição da renda*; outras ainda, nas *finanças*.

Entretanto, o sistema capitalista, no século XXI, tornou-se muito mais complexo, emergente de interações de diversos componentes. Desse modo, exige uma abordagem da complexidade, propiciadora de uma visão sistêmica, capaz de integrar todas essas dimensões em um único modelo interpretativo.

A proposta da Nova Ciência Econômica (NCE) consiste justamente em compreender o capitalismo como um sistema formado por *três circuitos interdependentes*:

1. o circuito da produção de valor,
2. o circuito da distribuição da renda e
3. o circuito da capitalização financeira.

Nenhum deles existe isoladamente. Cada um alimenta os demais, em *um processo permanente de retroalimentação*, embora, em diferentes fases do ciclo ou momentos históricos, um deles possa tornar-se dominante sobre os outros.

O primeiro circuito é o da *produção de valor*. Trata-se do núcleo clássico da Economia Política. Nele, trabalho, conhecimento, tecnologia e recursos naturais são transformados em bens e serviços, gerando valor adicionado.

Durante grande parte do capitalismo industrial do pós-guerra, entre aproximadamente 1945 e 1975, este circuito ocupava posição predominante. O crescimento econômico era explicado principalmente pela industrialização propiciadora de expansão da capacidade produtiva e pelo aumento da produtividade do trabalho além das despesas com salários. A teoria mais influente para compreender esse processo foi a Teoria do Valor-Trabalho, segundo a qual a produção de trabalhadores constitui a origem fundamental do valor econômico.

Entretanto, produzir não basta. O valor gerado precisa ser convertido em renda monetária. Surge então o segundo circuito: o da *distribuição da renda*. Salários, lucros ou dividendos, juros, aluguéis e tributos representam diferentes formas pelas quais o valor produzido é repartido entre trabalhadores, empresários, rentistas e Estado.

Nesse circuito aparecem os conflitos distributivos característicos das economias capitalistas: salários versus lucros, consumo versus investimento, política fiscal versus política social etc. A renda distribuída transforma-se em poder de compra e, consequentemente, em demanda efetiva, permitindo a produção ser vendida no mercado e a reiniciação do ciclo produtivo.

Durante muito tempo, esses dois circuitos pareciam suficientes para explicar o funcionamento do capitalismo. Contudo, a partir das últimas décadas do século XX, uma terceira dimensão ganhou autonomia crescente: *a capitalização financeira*.

Nesse terceiro circuito, parte da renda monetária não é gasta imediatamente em consumo, mas converte-se em poupança financeira. Esta é aplicada em títulos públicos, ações, debêntures, fundos de investimento, fundos de pensão, previdência complementar e diversos outros ativos financeiros.

Por meio dos juros compostos, dos dividendos e da valorização dos ativos, os fluxos periódicos de rendimentos dos ativos se transformam em estoques crescentes de riqueza patrimonial. A riqueza passa, assim, a crescer não apenas pelo valor adicionado na produção direta de novos bens e serviços, mas também pela capitalização contínua dos ativos financeiros.

Esse fenômeno fundamenta a Teoria do Valor Financeiro: uma teoria destinada não a substituir a Teoria do Valor-Trabalho, mas sim a complementar com um nível distinto da dinâmica econômica contemporânea. Essa inovação conceitual constata uma parte crescente da riqueza no capitalismo contemporâneo derivar da sequência: *Capital Acumulado → Juros Compostos ou Dividendos Reinvestidos → Crescimento Patrimonial*.

Essa teoria explica a acumulação patrimonial com a dinâmica exponencial dos juros compostos, a valorização de ativos como ações em mercado secundário, com base nas especulações sobre o futuro incerto, e a acumulação financeira resultante de renda fixa (juros prefixados e pós-fixados) e renda variável (dividendos). A precificação intertemporal de ativos de renda variável, sob incerteza radical, não é um cálculo de Matemática Financeira, como ocorre no caso de juros compostos em ativos de renda fixa (pós-fixada), mas sim uma cadeia de mediações sociais: *Expectativas – Convenções – Confiança – Precificação - Capitalização*.

A **dinâmica exponencial dos juros compostos** refere-se ao padrão de crescimento acelerado no qual os rendimentos de cada período são incorporados ao capital original,

fazendo os juros do período seguinte serem calculados sobre um valor cada vez maior. Popularmente conhecida como o efeito “juros sobre juros”, essa mecânica cumulativa faz o dinheiro não crescer de forma constante (linear), mas sim em uma curva capaz de ganhar velocidade e inclinação à medida que o tempo passa.

A principal inovação da abordagem da complexidade sistêmica consiste em mostrar como esses três circuitos formam *um único sistema dinâmico*. A produção gera renda; a renda crescendo acima do padrão de consumo gera poupança; a poupança é aplicada para sua capitalização; e o capital acumulado em ativos financeiros, captados por bancos ou empresas não-financeiras por meio de títulos de dívida direta, volta a financiar novos investimentos produtivos, fechando um ciclo de retroalimentação permanente.

Essas interações ajudam a compreender por qual razão a economia não pode ser reduzida nem só ao mercado de bens e serviços, nem só ao mercado de trabalho, nem só ao mercado de capitais. O sistema financeiro capitalista emerge precisamente das interações entre esses três subsistemas.

Contudo, embora os três circuitos coexistam, a importância relativa de cada qual muda historicamente. O capitalismo não permanece sempre organizado em torno do mesmo eixo. A própria evolução histórica passa a ser interpretada como uma mudança de dominância entre circuitos.

Para deixar claro, cabe uma distinção analítica entre dois circuitos com causalidades e temporalidades distintas para alinhar a TVF com a Teoria da Moeda Endógena, criada pelas forças de mercado:

1. *Circuito do Financiamento*: Crédito → Investimento → Produção → Renda → Poupança.

2. *Circuito da Acumulação Patrimonial*: Renda Disponível → Aquisição de Ativos → Capitalização → Patrimônio.

Desse modo, a poupança gerada *ex-post* serve para *funding* ou aquisição de ativos, mas não é a condição causal geradora do investimento inicial. Este é dependente, estritamente, do crédito bancário, criado *ex-ante*.

Por meio de uma ponte entre Teoria da Renda e Teoria do Valor Financeiro, chegamos a uma arquitetura teórica mais completa em termos analíticos:

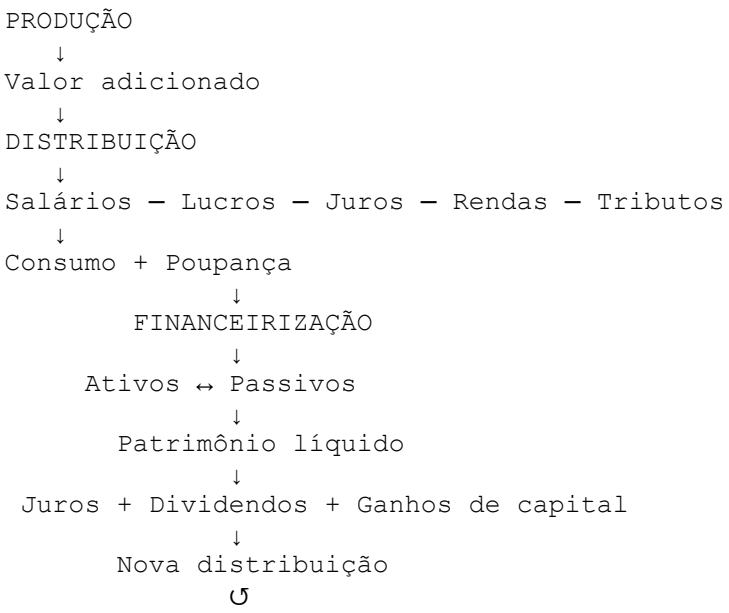
1. *Teoria do Valor Trabalho*: explica a geração do fluxo de valor adicionado.

2. *Teoria da Distribuição da Renda*: explica sua divisão e conflitos distibutivos entre trabalhadores, empresas, proprietários, credores e Estado.

3. *Teoria da Inflação*: explica, entre outras coisas, a disputa dinâmica pela recomposição dessas participações mediante preços, salários, juros e contratos.

4. *Teoria do Valor Financeiro*: explica como parcelas desses fluxos são transformadas em estoques patrimoniais, direitos sobre rendas futuras e passivos correspondentes, cuja capitalização modifica posteriormente a própria distribuição.

O circuito completo ficaria:



Essa última retroalimentação é decisiva. A *distribuição da renda* determina quem consegue acumular patrimônio; a *distribuição prévia do patrimônio*, por sua vez, determina quem receberá juros, dividendos, aluguéis e ganhos de capital no período seguinte.

Portanto, a TVF permite acrescentar uma dimensão ausente de uma teoria distributiva restrita aos fluxos: *a desigualdade torna-se cumulativa porque os estoques patrimoniais de hoje geram os fluxos patrimoniais de amanhã.* Os contratos — de trabalho, aluguel, dívida e propriedade — constituem as pontes intertemporais entre esses dois momentos.

Contratos transformam expectativas futuras em direitos e obrigações presentes. A distribuição corrente determina a formação dos patrimônios, enquanto a distribuição prévia dos patrimônios condiciona a distribuição futura da renda.

Conceitos básicos da TVF

O *capital potencial*, por exemplo, em valores de ações no mercado secundário, pela predominância de uma expectativa de lucro ou ganho futuro de capital, seja com recebimento de dividendos, seja com suas vendas, ainda não foi realizado. Quando esses dividendos são distribuídos e essas vendas se realizam, de acordo com a TVF, *o capital potencial se transforma em capital efetivo ou realizado*.

O análogo acontece com renda fixa com juros pagos e/ou vencimentos dos títulos de dívida pública ou direta de empresas. A Selic é a taxa de juros em curtíssimo prazo, definida pelo Banco Central do Brasil, e tomada como referencial, por exemplo, para captação de depósitos a prazo (CDB) e remuneração de títulos de dívida pública pós-fixados (Fundos DI). Já financiamentos, investimentos empresariais, ações e imóveis são precificados principalmente pelos juros de longo prazo, determinados pela oferta e demanda do mercado de títulos de dívida pública, tomados como referências de custo de oportunidade. Mesmo se a Selic cair, os juros de longo prazo podem continuar subindo.

Quando um banco concede um financiamento de longo prazo, ele precisará remunerar, durante todo esse período, os recursos captados de seus clientes. Por isso, suas taxas dependem muito mais dos juros esperados para os próximos anos em lugar da Selic vigente no presente.

Esse raciocínio é um dos pilares da Teoria do Valor Financeiro (TVF). Entretanto, para ela ter consistência conceitual, talvez seja conveniente introduzir uma distinção semelhante àquela feita por Marx entre *valor, mais-valia e lucro realizado*, mas adaptada ao capitalismo financeirizado.

A distinção entre *capital potencial, capital efetivo* e *capital realizado* é a seguinte.

1. Capital potencial: é o patrimônio avaliado segundo *expectativas futuras*.

Exemplos: uma ação cujo preço sobe porque o mercado acredita em maiores lucros futuros; uma *startup* avaliada em US$ 10 bilhões sem jamais ter distribuído dividendos; um título público prefixado cujo preço aumenta devido à queda da taxa de juro de referência; um imóvel valorizado sem ter sido vendido.

Nesse estágio, há *riqueza patrimonial*. Mas ela continua *dependente das expectativas*. O ganho ainda não foi convertido em fluxo monetário disponível.

Esse *capital potencial* é real enquanto patrimônio, mas sua valorização ainda não foi realizada em caixa.

2. Capital realizado: quando ocorre a venda da ação, o recebimento do dividendo, o pagamento do cupom de juros, o resgate do título, o vencimento da debênture, a venda do imóvel.

A expectativa transforma-se em fluxo monetário. O ganho de capital é realizado. O circuito tem continuidade: *patrimônio → caixa → nova capacidade de gasto ou reinvestimento.*

3. Capital efetivo: uma inovação conceitual da TVF é salientar *nem todo ganho realizado se dirige ao consumo*. *Grande parte é reinvestida*. Assim, o fluxo recebido, em função do patrimônio líquido, converte-se novamente em patrimônio.

Tem-se então: *capital potencial → realização financeira → capital efetivo → novo investimento → novo capital potencial*. Forma-se um circuito permanente.

O circuito completo, interpretado pela TVF, pode ser representado assim: *Capital efetivo → Aquisição de ativos → Capital potencial (expectativas) → Valorização patrimonial → Realização (venda, juros, dividendos) → Fluxo monetário → Reinvestimento → Novo capital efetivo*.

A riqueza nunca permanece parada. Ela alterna continuamente entre estados patrimoniais e monetários. É um *processo de retroalimentação*.

Aparece, então, uma aproximação com a teoria keynesiana. Em Keynes, existe distinção entre *renda esperada* e *renda efetiva*. Na TVF, distingo entre *patrimônio potencial* e *patrimônio realizado*. Essa distinção é fundamental para compreender os ciclos financeiros.

A TVF incorpora um princípio descrito como a "Lei da Conversão Patrimonial". O patrimônio financeiro alterna continuamente entre *estados potenciais e realizados*. Sua valorização decorre da antecipação de fluxos futuros; sua realização ocorre pela conversão desses direitos em fluxos monetários; sua acumulação depende do reinvestimento recorrente desses fluxos em novos ativos financeiros.

Cabe distinguir duas transformações diferentes.

A primeira é *financeira*: o capital potencial torna-se **capital realizado** quando a expectativa se converte em caixa. Ocorre por meio da venda do ativo, do recebimento de dividendos, dos juros ou da amortização de um título.

A segunda é *econômica*: esse caixa pode ser consumido, permanecer líquido ou ser reinvestido. Quando é reinvestido, ele volta a constituir **capital efetivo aplicado**, iniciando *um novo ciclo de valorização potencial*.

Essa distinção evita confundir *realização patrimonial* com *criação de valor adicionado*. O valor adicionado continua surgindo na atividade produtiva (ou na prestação de serviços financeiros remunerados). O mercado financeiro, por sua vez, transforma continuamente **direitos sobre fluxos futuros** em **patrimônio negociável**, depois em **caixa realizado** e, por fim, novamente em **patrimônio reaplicado**.

Esse ciclo de realimentação — *potencial → realizado → reaplicado → potencial* — é a dinâmica fundamental da Teoria do Valor Financeiro. O conceito de *feedback* se aplica ao processo de enviar parte do resultado ou sinal de saída de um sistema de volta para a sua entrada, de modo a controlar, ajustar ou alimentar novamente esse mesmo sistema.

Desempenha papel análogo ao circuito D–M–D' em Marx. Mas tem como objeto central *a evolução intertemporal dos patrimônios financeiros*, e não apenas a circulação do capital produtivo.

Elaboração de uma Teoria do Valor Financeiro

O objetivo aqui é elaborar uma Teoria do Valor Financeiro, analítica da *fase do capitalismo da financeirização*, como uma superação (mantendo o válido) da Teoria do Valor Trabalho, adequada para a *fase do capitalismo industrial*. Esta focaliza *o fluxo de renda ou valor adicionado por trabalhadores*, aquela deve focar *a acumulação de estoque de riqueza financeira, inclusive por trabalhadores*.

Pode acontecer de, quando o fluxo de renda estiver estagnado, o estoque de riqueza persistir sendo concentrado por efeito de juros compostos na renda fixa e de especulação para ganhos de capital e dividendos com renda variável. Vou definir os conceitos básicos e *o circuito financeiro de geração e acumulação de valor financeiro muito superior à acumulação de valor-trabalho*.

Minha proposta pode ser formulada como uma teoria original para explicar um fenômeno cuja Teoria do Valor-Trabalho (TVT) de Marx não tinha como objeto central: *a predominância contemporânea da valorização patrimonial sobre a produção material*. A TVT permanece adequada para explicar a origem do valor adicionado na produção; porém, torna-se insuficiente para explicar a crescente autonomia da riqueza financeira em relação ao ritmo de crescimento do produto e dos salários.

A Teoria do Valor Financeiro (TVF) não substitui completamente a TVT, mas vai além para explicar uma nova etapa histórica do capitalismo. Acompanha a mudança temporal do objeto de análise teórico-conceitual.

Cada etapa do capitalismo teve um fator dominante de acumulação.

1. *Capitalismo mercantil*: a riqueza era obtida no comércio por meio do lucro comercial.

2. *Capitalismo industrial*: a riqueza era obtida na utilização da capacidade produtiva por meio do lucro industrial e o valor adicionado era explicado pelo trabalho incorporado em mercadorias.

3. *Capitalismo financeiro contemporâneo*: a riqueza é obtida pela acumulação de patrimônio financeiro em busca de maior retorno em rendimentos e/ou valorização de ativos financeiros.

Portanto, o centro analítico desloca-se do *fluxo* para o *estoque*. A riqueza deixa de ser explicada apenas pela geração periódica de renda. Passa a depender principalmente da valorização e dos rendimentos dos patrimônios existentes.

Defino o **valor financeiro** com os fluxos futuros de renda ou os ganhos de capital, gerados por um ativo patrimonial, acima das despesas financeiras. Sua capitalização aumenta continuamente o estoque de riqueza de seu proprietário.

Observe a diferença. Na TVT, a mais-valia é a diferença entre o valor gerado pelo trabalho de um empregado e o salário recebido de seu patrão. O *trabalho necessário* é o tempo da jornada na qual o trabalhador produz o equivalente ao valor do seu próprio salário. O *trabalho excedente* corresponde às horas restantes de trabalho nas quais ele continua produzindo, mas cujo valor não retorna para ele em forma de pagamento. A apropriação desse excedente de produção fica com o dono do negócio e se transforma em lucro.

Na TVF, o valor financeiro se refere à capacidade de capitalização futura acima de eventual endividamento. O *tempo* vindouro torna-se a variável decisiva.

Didaticamente, a unidade elementar de cada qual se diferencia. Na TVT, a unidade básica é *a hora de trabalho*. Na TVF, a unidade básica é *o saldo capitalizado*.

Cada real (moeda nacional) possui potencial distinto conforme os juros, o prazo, a liquidez, o risco e a expectativa na tomada de decisões financeiras. Assim, um mesmo milhão de reais pode valer economicamente muito mais diante de outro.

O princípio fundamental é formulado como um axioma. O patrimônio líquido financeiro tende a crescer mais rapidamente diante da renda do trabalho quando a taxa média de capitalização supera a taxa média de crescimento da economia.

Essa ideia lembra parcialmente a relação $r > g$ enfatizada por Thomas Piketty, mas a proposta da TVF é mais ampla. Não se trata apenas de denúncia da desigualdade. Trata-se da conceituação do mecanismo de criação do valor financeiro, usufruído por uma massa muito mais ampla de trabalhadores.

A fonte do valor financeiro se diferencia. Na TVT, a fonte é o trabalho. Na TVF, há fontes múltiplas. Entre elas, destacam-se os juros compostos, os dividendos, o aluguel, a valorização imobiliária, os ganhos cambiais, os ganhos de capital, a inovação financeira, a criação de crédito, a alavancagem financeira, os derivativos e a recompra de ações. Portanto, *o trabalho deixa de ser a única origem da valorização patrimonial*.

A distinção entre **fluxo** e **estoque** torna-se fundamental. Na economia produtiva, o circuito de retroalimentação é via **fluxo**: PIB → Salários → Lucros → Consumo → Novo PIB. Na economia financeira, o foco está no **estoque**: *patrimônio → rendimentos → reinvestimento → novo patrimônio → mais rendimentos → mais patrimônio*. É uma dinâmica exponencial e inclusive pode ser alavancada por crédito e retorno operacional acima das despesas financeiras com empréstimos.

Surgiu um novo circuito do capital. Marx sintetizou o circuito: D – M – D' ou Dinheiro → Mercadoria → Mais dinheiro. Hoje, existe outro circuito dominante: P – A – R – P', onde P = patrimônio; A = ativos financeiros; R = rendimentos; P' = patrimônio ampliado.

Não há necessidade de produzir mercadorias diretamente. O patrimônio reproduz patrimônio em retroalimentação.

Os *mecanismos de valorização,* apresentados pela TVF, possui cinco motores principais.

I. *Capitalização*: via juros compostos.

II. *Alavancagem*: via recursos de terceiros, ampliando economia de escala e de escopo, propiciadora de maior retorno operacional sobre o patrimônio.

III. *Precificação*: via mercados secundários, capazes de alterarem os valores dos ativos.

IV. *Liquidez*: via obtenção de maior capacidade de converter riqueza em dinheiro vivo ou disponível.

V. *Expectativas*: via grande parte do patrimônio decorrer do desconto de fluxos futuros esperados.

O futuro passa a valer no presente. O sistema financeiro permite essa antecipação do valor esperado.

Hoje, a criação do valor financeiro é crucial. A TVF reconhece um fato ignorado pela Economia Política clássica, assim como pela Economia neoclássica.

Os bancos não apenas intermedeiam poupança para investimento. Em conjunto sistêmico, multiplicam a moeda. Logo, criam ativos financeiros.

Quando um banco concede empréstimo, simultaneamente, cria um ativo para ele e um depósito para o cliente. O sistema financeiro como um todo expande riqueza financeira, ao multiplicar crédito e moeda, muito antes da produção correspondente ocorrer.

O circuito financeiro é representado assim pela TVF: *Banco cria Crédito → Famílias + Empresas + Estado → Geração de Ativos → Mercados Financeiros → Valorização Patrimonial → Reinvestimento → Maior Patrimônio → Maior Capacidade de Concessão de Crédito → Nova Expansão Financeira*. Forma-se um circuito cumulativo.

A lei fundamental é proposta pela TVF da seguinte maneira: quanto maior o patrimônio inicial, maior a capacidade de gerar renda patrimonial, cujo reinvestimento amplia ainda mais o patrimônio. É o equivalente financeiro da reprodução ampliada.

A concentração de capital se diferencia. Na TVT, a concentração ocorre pela *exploração do trabalho*. Na TVF, a concentração ocorre também por outro mecanismo: *os juros compostos*. A diferença é enorme.

Quem possui um patrimônio planejado reinveste rendimentos. Quem recebe apenas salário e gasta, normalmente, consome quase toda a renda. Assim, dois indivíduos com a

mesma renda anual (ou o mesmo capital inicial) podem terminar com patrimônios radicalmente distintos.

A autonomia relativa das finanças não é para ser criticada, mas ser reconhecida como "fato da vida", ou seja, adequação à *re-evolução do sistema capitalista*, emergente de interações de seus diversos componentes.

A TVF admite algo importante. O patrimônio financeiro não cresce indefinidamente sem relação com a economia produtiva (mal-dita) "real". A dinâmica patrimonial possui grande *autonomia relativa*, mas não independência absoluta em relação à economia produtiva. Este Princípio da Autonomia Relativa é um dos princípios constitutivos fundamentais da TVF.

A Teoria do Valor Financeiro culmina na proposição de uma tese central. No *capitalismo financeirizado*, o principal determinante da distribuição da riqueza deixa de ser exclusivamente a apropriação do valor gerado pelo trabalho, no fluxo periódico da produção, e passa a ser a capacidade diferencial de acumular, preservar, alavancar e capitalizar estoques patrimoniais ao longo do tempo.

O núcleo da dinâmica econômica desloca-se do *circuito da produção* para o *circuito da capitalização financeira*. Nele, o patrimônio existente torna-se a principal fonte de criação de novo valor financeiro, porém, incerto de ser plenamente conversível futuramente em poder de compra de bens e serviços.

Na realidade, preços dos ativos, riqueza patrimonial e valor socialmente produzido não são sempre equivalentes. Por exemplo, uma ação pode dobrar de preço e inflar a riqueza patrimonial do dono sem ter ocorrido uma duplicação correspondente da renda produzida na sociedade.

Trata-se de uma alteração do valor presente atribuído a um fluxo futuro esperado, mas incerto. Há necessidade de validação futura.

Outro exemplo: juros compostos multiplicam patrimônios, contabilmente, mas não impõem a produção dos bens e serviços sobre os quais essa riqueza poderá (ou não) exercer poder de compra futuro. A validação final da riqueza financeira depende crucialmente de fluxos de renda reais, mas é incerto e irregular quanto dela (e em qual circunstância cíclica) será resgatada para aquisição de bens ou serviços.

Descolamento cíclico do valor financeiro

Há, portanto, um descolamento dos valores financeiros dos diversos patrimônios em relação à variação do valor adicionado na produção ao longo do tempo. A alavancagem e a desalavancagem financeiras oscilam, ciclicamente, sem regularidade, inclusive diante dos

demais ciclos econômicos de PIB e choques como a ascensão e queda dos valores de *commodities*, inovações disruptivas etc.

As tentativas de realização das riquezas patrimoniais são heterogêneas e incertas, nascidas de múltiplas decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras. Impossibilitam definir no tempo com precisão os determinantes de predomínio delas, exceto *ex-post*, em processo de desalavancagem e *crash*.

Essa ideia já apareceu, aqui, mas ainda dispersa. Desenvolvo-a, neste tópico, porque ela resolve uma questão central da TVF: *como pode a riqueza patrimonial crescer muito mais depressa diante do valor adicionado sem se tornar completamente independente da produção?*

Já formulei o **Princípio da Autonomia Relativa**: o patrimônio pode crescer durante longos períodos acima do PIB, mas não indefinidamente sem relação com os fluxos produtivos. Mais adiante, reconheci explicitamente pelo exemplo: uma ação pode dobrar de preço sem duplicação correspondente da renda social e a validação futura dessa riqueza é incerta e irregular.

A tese, aqui defendida, seria: o *valor financeiro possui autonomia relativa diante do valor adicionado porque sua variação depende não apenas dos fluxos correntes de renda, mas da capitalização de rendimentos, da reavaliação de expectativas sobre fluxos futuros, da criação e destruição de crédito, da alavancagem e desalavancagem e das alterações da preferência pela liquidez.* Por isso, patrimônio e produção não mantêm relação proporcional nem sincronia temporal.

Isso reforça o argumento já existente de os três circuitos – da produção, da distribuição e da capitalização –, apesar de serem interdependentes, têm suas importâncias relativas alteradas conforme a fase histórica ou cíclica.

Isso vai além da conhecida formulação de Thomas Piketty:

$$r > g$$

Ela é útil como constatação secular, mas insuficiente para uma TVF baseada na Complexidade. Seria melhor distinguir:

$$g_t = \frac{\Delta VA_t}{VA_{t-1}}$$

da taxa de valorização patrimonial:

$$v_t = \frac{\Delta PL_t}{PL_{t-1}}$$

Não deveríamos esperar:

$$v_t = f(g_t)$$

como uma função estável.

Em certos períodos:

$$v_t \gg g_t$$

em outros:

$$v_t < g_t$$

e, durante *crashes*:

$$v_t \ll 0 \text{ mesmo quando } g_t \geq 0.$$

Isso acontece porque *o preço de um ativo representa uma avaliação presente de um futuro esperado*, e não simplesmente uma parcela do valor adicionado corrente. Já defini essa cadeia para renda variável como *Expectativas → Convenções → Confiança → Precificação → Capitalização.*

Portanto, a TVF ganha algo conceitualmente importante: *a temporalidade do estoque financeiro é diferente da temporalidade do fluxo produtivo*.

Vários ciclos coexistem — e não precisam estar sincronizados. Mão se deve falar em "o ciclo econômico" no singular. Em uma abordagem sistêmica, coexistem: *ciclo produtivo + ciclo de crédito + ciclo de alavancagem + ciclo imobiliário + ciclo acionário + ciclo de commodities + ciclo cambial + ciclo tecnológico + ciclo de liquidez internacional.*

Eles se influenciam, mas não possuem a mesma duração, a mesma amplitude e o mesmo ponto de inflexão. Isso explica fenômenos aparentemente contraditórios.

O PIB pode estar desacelerando enquanto a Bolsa sobe porque investidores antecipam recuperação futura. A Bolsa pode cair enquanto o PIB ainda cresce porque o mercado antecipa recessão. Imóveis podem continuar valorizados depois de o crédito começar a contrair. Uma inovação disruptiva pode destruir o patrimônio das empresas incumbentes e multiplicar o das inovadoras. Um *boom de commodities* pode enriquecer empresas, acionistas, governos e países exportadores enquanto prejudica importadores.

Logo, a Teoria do Valor Financeiro adota também um **Princípio da Assincronia dos Ciclos**. Os diferentes componentes do sistema econômico-financeiro possuem temporalidades próprias. Suas interações produzem configurações transitórias de

sincronização e dessincronização, impossibilitando estabelecer uma relação mecânica entre crescimento da produção e valorização patrimonial.

Isso também modifica o significado de "realização". Se determinado patrimônio é marcado a mercado em R$ 100 milhões, por exemplo, isso não significa seus proprietários poderem coletivamente transformar R$ 100 milhões em moeda pelo preço registrado.

O preço médio de mercado atribui valor ao estoque inteiro. Se todos tentarem vender: aumenta a oferta desse ativo, cai seu preço e, desse modo, o patrimônio potencial. Portanto:

$$\boxed{\text{valor patrimonial potencial} \neq \text{valor coletivamente realizável}}$$

Essa distinção dá mais realismo à TVF. A base para ela já foi estabelecida ao definir a riqueza financeira como ativos líquidos ou "potencialmente realizáveis" e relacioná-la ao risco, liquidez e horizonte das obrigações.

A heterogeneidade impede prever precisamente quando haverá realização de acordo com a Abordagem da Complexidade. Seguem-se exemplos.

Uma família vende ações porque chegou à aposentadoria. Um fundo de pensão vende para pagar benefícios. Outro compra porque recebeu novas contribuições. Um *hedge fund* vende porque atingiu seu limite de perda. Um banco exige garantia adicional. Uma empresa recompra suas próprias ações. Um investidor estrangeiro vende porque os juros subiram em seu país. Outro compra porque considera o ativo barato.

Nenhum deles consegue conhecer as decisões dos demais. Temos:

$$D_1 + D_2 + D_3 + \cdots + D_n \longrightarrow \text{resultado agregado emergente.}$$

Não existe um "agente representativo" decidindo uniformemente realizar a riqueza financeira. Existem milhões de decisões heterogêneas, descentralizadas, parcialmente informadas, descoordenadas e interdependentes.

Essa proposição é muito coerente com a definição da própria TVF como explicativa da dinâmica intertemporal determinada pelas interações entre capitalização, alavancagem, diversificação, liquidez, risco, incerteza e decisões de investimento. Delas emergem configurações predominantes em épocas incertas.

Por isso, o *crash* é uma emergência, não uma data previsível. Entretanto, se não podemos determinar *ex ante* o momento preciso da reversão, podemos diagnosticar fragilidades crescentes. Isso preserva Minsky sem transformar a TVF em uma teoria de previsão de *crashes*.

$$\boxed{\text{valorização} \rightarrow \text{alavancagem} \rightarrow \text{descolamento} \rightarrow \text{fragilidade} \rightarrow \text{desalavancagem} \rightarrow \textit{crash}}$$

Podemos observar elevações das relações Dívida / Renda, Dívida / Patrimônio Líquido e Preços dos Ativos / Fluxos de Renda. Simultaneamente, pode haver perda de liquidez e queda da margem de segurança.

Isso permite dizer: “o sistema tornou-se mais vulnerável”. Mas não: “o *crash* ocorrerá em tal data”. Falta saber qual interação servirá de gatilho e como os demais agentes reagirão.

A causalidade torna-se identificável sobretudo *ex post*. Esse ponto merece virar outro princípio da TVF: o **Princípio da Causalidade Emergente**. Em sistemas financeiros complexos, nenhuma variável isolada determina necessariamente a reversão patrimonial. Choques adquirem capacidade causal sistêmica apenas por meio das interações e retroalimentações desencadeadas entre agentes heterogêneos. Por isso, *a hierarquia dos determinantes de cada boom ou crash é identificável com maior segurança ex post do que ex ante*.

Isso é diferente de dizer “não há causas”. Há causas. O problema é elas serem *condicionais e interativas*, em vez de necessárias e suficientes.

Uma alta de juros, por exemplo, pode produzir pouca consequência em uma economia pouco endividada e desencadear uma crise em outra altamente alavancada. A alavancagem fornece maior rentabilidade patrimonial, mas é também o amplificador de crises potenciais.

Então, o mecanismo geral da TVF poderia ser representado:

```
Fluxos produtivos
      ↓
Renda e lucros
      ↓
Expectativas sobre o futuro
      ↓
Crédito + Alavancagem
      ↓
Compra de ativos
      ↓
Valorização patrimonial
      ↓
Garantias ↑
      ↓
Capacidade de endividamento ↑
      ↓
Nova compra de ativos
      ↓
DESLOCAMENTO PATRIMÔNIO / RENDA
      ↓
Fragilidade financeira ↑
      ↓
        ?
   choque/gatilho
        ?
      ↓
```

```
Expectativas ↓
      ↓
Preferência pela liquidez ↑
      ↓
Crédito ↓
      ↓
Venda de ativos
      ↓
Preços ↓
      ↓
Garantias ↓
      ↓
Desalavancagem
      ↓
CRASH
      ↓
Investimento ↓
      ↓
Produção e renda ↓
```

Observe, nesse esquema, uma propriedade crucial: não sabemos previamente o substituto da interrogação "?". Pode ser juro, câmbio, guerra, inovação disruptiva, quebra de uma instituição, commodities, mudança regulatória, fraude revelada ou simplesmente uma mudança endógena de convenção.

Isso aperfeiçoa o Princípio da Autonomia Relativa. Reformulo-o, sem abandoná-lo, ampliando-o da seguinte forma.

Princípio da autonomia relativa e do descolamento cíclico: o valor financeiro pode afastar-se ampla e persistentemente da trajetória do valor adicionado porque os preços patrimoniais incorporam expectativas sobre fluxos futuros, capitalização, condições de crédito, liquidez e alavancagem. Esse descolamento, porém, *não constitui independência absoluta*: direitos financeiros necessitam, em algum horizonte, ser validados por fluxos de renda e capacidade de pagamento. A tentativa simultânea de realização de patrimônios pode revelar a discrepância entre *riqueza potencial* e *riqueza efetivamente realizável*, desencadeando queda de preços, desalavancagem e destruição patrimonial.

Essa formulação desenvolve precisamente o ponto onde afirmei: *"preços dos ativos, riqueza patrimonial e valor socialmente produzido não são sempre equivalentes"*. Ela também evita dois extremos: a TVT *absolutista*, se interpretada como se todo valor financeiro tivesse de acompanhar proporcionalmente o valor produzido, e uma TVF *financeirista*, caso imaginasse patrimônio capaz de crescer eternamente sem qualquer validação por renda.

O resultado é mais pertinente: *produção e patrimônio são circuitos interdependentes, porém dotados de temporalidades, amplitudes e causalidades distintas*. Seu encontro não ocorre por uma proporção fixa, mas através de processos descontínuos de validação — e, às

vezes, de correção brutal por desalavancagem e *crash*. Essa é uma adição conceitual importante à TVF.

Sob a ótica da *abordagem da complexidade*, essa validação não ocorre de maneira mecânica ou isolada, ativo por ativo, mas de forma sistêmica e institucional. Em ocasiões de predominância de comportamento de pânico, por meio do refinanciamento de passivos, reprecificação de ativos e redistribuição/socialização de perdas pelo Estado, reforça-se a natureza de sistema complexo adaptativo, focado pela TVF. Nessas ocasiões, revela-se o *descolamento* entre o ritmo da acumulação patrimonial e o crescimento da renda na produção de bens e serviços.

Redistribui dinamicamente direitos, riscos e perdas, refinancia passivos, reprecifica ativos e, sob o amparo do Estado e dos Bancos Centrais, em ocasiões de crise sistêmica, até socializa perdas estruturais. O "casamento oscilatório" entre finanças (TVF) e trabalho (TVT) constitui, assim, a verdadeira causa de "desamor" ou instabilidade no capitalismo contemporâneo.

O valor financeiro é acusado de ser "descolado". Em seu estilo próprio, ele se comporta de forma atual, sem seguir regras rígidas. Possui desenvoltura, é inovador, seguro de si, lida com facilidade com imprevistos e enriquece qualquer pessoa trabalhadora com educação financeira. Não se prende a padrões antiquados, é independente até explodir uma crise sistêmica. Nesse caso... retrai-se, encolhe-se.

TVT X TVF

Essa formulação da Teoria do Valor Financeiro não invalida a Teoria do Valor Trabalho. Ela a *recontextualiza historicamente*. A TVT continua explicando a origem do valor adicionado na esfera produtiva, enquanto a TVF explica como, na etapa da financeirização, esse fluxo de renda é convertido em estoques patrimoniais e estes passam a adquirir *dinâmica própria de valorização*.

O capitalismo contemporâneo promoveu uma segunda negação do processo de trabalho. A exploração capitalista transbordou os limites físicos da fábrica tradicional e passou a subsumir o conhecimento, a subjetividade, a atenção, a experiência, o comportamento, a informação e os dados, como demonstram os chamados Capitalismo de Plataforma e Capitalismo de Vigilância.

A financeirização contemporânea das grandes empresas globais deslocou o foco dos *ativos físicos* para a acumulação e o controle de *ativos intangíveis*, como marcas, patentes, dados, algoritmos e propriedade intelectual. Os *royalties* e a publicidade permitem a elevação dos dividendos e atraem os acionistas em bolsas de valores internacionais.

Para garantir a máxima valorização patrimonial, no mercado acionário, e flexibilidade frente às oscilações econômicas, as multinacionais adotam formas de organização internacional em busca da captura máxima de valor com o mínimo comprometimento de recursos e imobilização de capital produtivo. Isso significa elas terceirizarem as etapas físicas da manufatura (de menor valor agregado e maior risco de imobilização de capital), para países em desenvolvimento com força de trabalho barata, e reterem o controle do conhecimento de fronteira.

Esse processo consolida regimes de "monopólio intelectual". Neles, empresas líderes (como as *Big Techs*) capturam e transformam em ativos proprietários o conhecimento coproduzido globalmente.

O eixo analítico desloca-se, assim, da *produção de renda* para sua *capitalização cumulativa*. Permite compreender por qual razão economias com crescimento modesto do PIB e dos salários podem exibir forte expansão da riqueza financeira e crescente concentração patrimonial.

Há uma extensa literatura sobre financeirização ou dominância das finanças. Contudo, *não encontrei uma formulação capaz de reorganizar explicitamente a teoria do valor em torno da dinâmica patrimonial,* tendo como categorias centrais: *1. o tempo financeiro, 2. a diversificação do risco e 3. a incerteza radical*. Essa combinação constitui uma Teoria do Valor Financeiro original, caso seja desenvolvida de forma sistemática e rigorosa.

Minha hipótese é sintetizada na seguinte proposição: a financeirização não elimina a produção de bens e serviços com a geração de valor adicionado na economia produtiva e a distribuição dessa renda. Ela cria *um outro circuito de acumulação,* no qual a riqueza cresce principalmente 1. pela gestão intertemporal de ativos financeiros, 2. pela alavancagem financeira, 3. pela capitalização composta e 4. pela diversificação de riscos.

Esse deslocamento do foco analítico é importante. Na **economia industrial**, a pergunta fundamental era: *como o trabalho produz valor?* Na **economia financeirizada**, torna-se igualmente importante perguntar: *como patrimônios acumulam riqueza ao longo do tempo?* São questões distintas.

A Teoria do Valor Financeiro representa o sistema capitalista contemporâneos como dois circuitos articulados.

O primeiro circuito reúne a produção e a distribuição: *Capital → Produção → Valor adicionado → Salários + Lucros → Consumo / investimento*. Esse é o circuito estudado por Smith, Ricardo, Marx, Keynes e registrado pelas Contas Nacionais.

O segundo circuito é o do patrimônio: *Patrimônio → Mercados financeiros → Juros + Dividendos + Ganhos de capital → Reinvestimento → Patrimônio ampliado → Maior capacidade de investimento.*

O segundo circuito retroalimenta o primeiro. Os mercados financeiros financiam empresas. As empresas aumentam produção. A produção gera renda. Parte da renda transforma-se novamente em poupança financeira e fonte de financiamento. Retroalimenta-se o ciclo.

O que dizem os principais autores? Aqui aparece a originalidade relativa de minha proposta de uma Teoria do Valor Financeiro.

Marx explicou mais-valia, capital portador de juros e capital fictício. Mas não viveu em um capitalismo dominado por fundos de pensão, investidores institucionais, ETFs ou mercados globais de capitais.

Sua teoria permanece fundamental para compreender a origem do excedente. Porém, em sua época, não era possível ainda desenvolver uma teoria da acumulação patrimonial típica da financeirização. Seria anacrônica.

Hyman Minsky mostrou como a alavancagem financeira gera instabilidade. Sua preocupação era com as posturas diante do financiamento, a fragilidade financeira e as crises como *crashes*, quando o custo de comprar ativos existentes se torna inferior ao custo de fabricar ou construir ativos novos. Não elaborou uma Teoria do Valor Financeiro como aqui é proposta.

François Chesnais fala explicitamente em *regime de acumulação financeirizado*. Sua contribuição aproxima-se bastante da hipótese da TVF.

Entretanto, o foco permanece na globalização financeira, na dominância financeira e no regime de acumulação. Não reconstrói a Teoria do Valor em torno da dinâmica patrimonial.

Dick Bryan e Michael Rafferty talvez sejam os autores mais próximos. Para eles, a financeirização exige repensar categorias marxistas tradicionais, enfatizando crédito, derivativos, risco e novas formas de capital. Também argumentam a financeirização transformar o próprio trabalho em ativo financeiro e modificar a compreensão das relações de classe. Mesmo assim, não formulam uma teoria sistemática do *valor financeiro*.

André Orléan procura construir uma nova teoria do valor, baseada na convenção e na liquidez dos mercados financeiros. Sua preocupação é explicar por qual razão determinados ativos passam a ser valorizados coletivamente.

Sua abordagem é diferenciada, mas permanece centrada na formação dos preços e das convenções de mercado – e não na dinâmica intertemporal da acumulação patrimonial.

A originalidade da minha proposição de uma Teoria do Valor Financeiro se dá por haver quatro contribuições novas, quando consideradas em conjunto.

Primeira: a unidade de análise deixa de ser o *fluxo anual* de valor adicionado e passa a ser *o estoque patrimonial*.

Segunda: *o tempo financeiro* (capitalização e desconto) substitui o *tempo de trabalho* como categoria central da valorização.

Terceira: *o patrimônio torna-se um sistema complexo*, cuja capacidade de gerar riqueza depende da diversificação, alavancagem, liquidez e gestão da incerteza.

Quarta: *os investidores institucionais tornam-se os agentes econômicos centrais*, nesta nova etapa do capitalismo, substituindo a fábrica como principal unidade analítica da acumulação.

Essa síntese não aparece formulada dessa maneira na literatura consultada. Há contribuições parciais — especialmente em Marx, Minsky, Chesnais, Bryan, Rafferty, Orléan —, mas não encontrei nenhuma teoria capaz de integrar explicitamente *valor financeiro, tempo financeiro, gestão patrimonial, diversificação de riscos e complexidade* em um único arcabouço conceitual.

A minha proposta teórica não deve entendida como uma "negação" da Teoria do Valor Trabalho. Ela pode ser apresentada como uma *generalização histórica*: a TVT explica a geração do valor adicionado na esfera produtiva; a TVF explica como, na fase da financeirização, esse fluxo de renda é convertido, alavancado, diversificado, precificado e capitalizado em estoques patrimoniais (não apenas imobiliários), seguidores de uma dinâmica própria.

Nesse enquadramento, a novidade não consiste em negar a produção como fundamento último dos fluxos de renda, mas em mostrar *o principal mecanismo de acumulação e concentração da riqueza deslocou-se da fábrica para a gestão intertemporal de patrimônios em sistemas financeiros complexos*. Essa formulação me parece ter potencial de constituir uma contribuição teórica original, caso seja desenvolvida com rigor conceitual e dialogando explicitamente com essa literatura.

Endividamento no balanço patrimonial

Um dos pontos diferenciados da Teoria do Valor Financeiro (TVF), tanto da tradição marxista, quanto da neoclássica, é colocar **o balanço patrimonial** — ativos e passivos — no centro da análise, em vez de focalizar apenas o fluxo de renda ou apenas o mecanismo de formação de preços.

Contudo, a teoria não sugere o endividamento, por si só, ser capaz de produzir riqueza. O endividamento é um instrumento; sua contribuição depende do uso feito dele e da capacidade de honrar os compromissos assumidos.

Na TVF, a dívida deixa de ser vista apenas como um problema ou uma restrição. Ela representa, antes de tudo, *um mecanismo de antecipação temporal de recursos futuros.*

Quem toma crédito obtém hoje poder de compra. Caso contrário, sem endividamento, só possuiria no futuro quando recebesse pagamentos.

Essa antecipação permite ampliar investimentos, acelerar inovação, financiar infraestrutura, suavizar consumo ao longo do ciclo de vida e distribuir custos entre gerações (no caso do Estado). Assim, a dívida privada e a pública tornam-se parte integrante da dinâmica de acumulação.

Quanto à alavancagem patrimonial, o patrimônio líquido é definido por: PL = A - P; onde: (A) = ativos; (P) = passivos. A alavancagem consiste em utilizar passivos para ampliar ativos. Ela cria valor financeiro quando: Retorno dos ativos > Custo médio da dívida.

Nessa situação, o patrimônio líquido cresce mais rapidamente em comparação a crescer apenas com capital próprio. Essa lógica vale para empresas, bancos, fundos imobiliários, produtores rurais e famílias, por exemplo, no financiamento habitacional.

Mas, quando o retorno dos ativos fica abaixo do custo da dívida, a alavancagem passa a destruir patrimônio. Essa fragilidade financeira conduz ao *crash* com as corridas para as vendas dos ativos existentes.

Quanto ao endividamento público, a observação sobre a dívida pública é fundamental. Na TVF, o Estado também possui um balanço patrimonial. Ele emite títulos. Os investidores compram esses títulos. Os recursos obtidos financiam infraestrutura, educação, saúde, previdência, programas sociais e refinanciamento da própria dívida.

Os juros pagos pelo Tesouro tornam-se renda para famílias, fundos de pensão, seguradoras, bancos e fundos de investimento. Há um circuito financeiro entre Estado e setor privado.

Mas é importante distinguir dois casos:

1. *dívida destinada a investimentos ou estabilização macroeconômica*: amplia a capacidade produtiva e o bem-estar futuro;

2. *dívida persistentemente crescente sem contrapartida em capacidade de pagamento*: eleva a fragilidade fiscal.

A TVF ganha solidez ao tratar essa distinção explicitamente. Da mesma forma, ao analisar a previdência complementar, a teoria realmente oferece uma contribuição útil ao entendimento do capitalismo contemporâneo.

No capitalismo industrial, o trabalhador acumulava principalmente experiência, salário e direito à Previdência Social. No capitalismo financeirizado, parte dos trabalhadores também acumula patrimônio financeiro.

Esse patrimônio normalmente é administrado por fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, entidades de previdência complementar. Esses investidores institucionais aplicam recursos em: títulos públicos, debêntures, *bonds*, ações, fundos imobiliários e ativos internacionais.

O trabalhador torna-se, embora indiretamente via cotas, um proprietário de ativos financeiros.

O circuito de retroalimentação é representado assim: *Trabalho → Salário → Contribuição previdenciária → Fundos de pensão → Carteiras diversificadas → Juros → Dividendos → Ganhos de capital → Capitalização composta → Maior patrimônio previdenciário → Renda complementar futura*. Esse circuito é típico da financeirização. Não é do mal. É do bem!

Os juros compostos desempenham papel decisivo. Não porque "criam riqueza do nada". Mas porque permitem os rendimentos obtidos em cada período serem incorporados ao principal, gerando novos rendimentos.

A acumulação torna-se exponencial, em longo prazo, caso o patrimônio seja preservado, os retornos sejam positivos e o risco permaneça administrável.

Esse processo cria *a possibilidade de acumulação patrimonial e de maior autonomia financeira*, ao longo do tempo, se os investimentos obtiverem retornos suficientes, os riscos serem adequadamente diversificados e o patrimônio não ser comprometido por perdas persistentes ou endividamento excessivo.

Essa ressalva é importante porque nem todos os fundos obtêm retornos elevados. Afinal, crises financeiras podem reduzir patrimônios, inflação elevada pode corroer ganhos nominais e retornos passados não garantem resultados futuros.

A TVF formula um princípio como uma possível "Lei da Acumulação Financeira". No capitalismo financeirizado, a acumulação de riqueza decorre da interação entre ativos e passivos:

- o endividamento permite antecipar recursos e ampliar a escala dos investimentos;
- a capitalização composta transforma rendimentos em novo patrimônio; e

- os investidores institucionais coordenam esse processo ao converter a poupança de milhões de agentes em carteiras diversificadas de ativos.

A sustentabilidade desse circuito depende de a rentabilidade dos ativos superar, no longo prazo, o custo dos passivos e os riscos serem compatíveis com a capacidade de absorver perdas.

Um aspecto particularmente original e uma contribuição promissora na proposta da TVF é *colocar os passivos no mesmo nível analítico dos ativos*. Grande parte da teoria econômica concentra-se na produção (fluxos) ou na riqueza (ativos), enquanto a TVF toma *o balanço patrimonial completo como unidade de análise*.

Isso a aproxima, por um lado, da tradição de Hyman Minsky — superou o foco apenas em portfólio ao enfatizar a importância das estruturas de passivos — e, por outro, dos modelos modernos de balanços patrimoniais (*stock-flow consistent*). A TVF acrescenta um foco próprio: explica como a interação entre ativos, passivos, capitalização, alavancagem e gestão do risco molda a acumulação da riqueza financeira.

Esse circuito torna possível o enriquecimento patrimonial e a maior autonomia financeira, mas seus resultados dependem das condições macroeconômicas, da qualidade dos investimentos, da estrutura dos passivos, do horizonte temporal e da gestão da incerteza. Essa formulação preserva o poder explicativo ou estratégico da TVF sem transformar o enriquecimento em uma consequência inexorável para todos os casos.

A TVF não é uma teoria somente focada no enriquecimento, mas sim uma *teoria da polarização patrimonial*. Este é um mecanismo assimétrico e perverso de sociedades desiguais: enquanto a classe alta experimenta *a capitalização cumulativa de ativos*, as classes mais vulneráveis costumam sofrer com *a capitalização cumulativa de passivos*.

Para a TVF adquirir pleno poder explicativo sobre a Economia Política contemporânea, ela não pode ser compreendida apenas como uma teoria do enriquecimento individual. Em sociedades marcadas por profunda desigualdade estrutural, o sistema financeiro não atua de forma neutra; ele funciona como um poderoso vetor de *polarização patrimonial*, operando mecanismos simétricos, porém de sinais opostos, sobre os balanços dos diferentes agentes sociais.

De um lado, os agentes situados no topo da pirâmide socioeconômica experimentam o conhecido *mecanismo cumulativo de capitalização de ativos*: Patrimônio - Rendimento - Reinvestimento - Patrimônio Ampliado.

Nesse polo bem-sucedido, a posse prévia de ativos financeiros ou imobiliários gera fluxos contínuos de rendimentos por meio de juros compostos, dividendos, aluguéis. Ao serem sistematicamente reinvestidos, em vez de consumidos, expandem exponencialmente o estoque de riqueza líquida do proprietário ao longo do tempo.

Por outro lado, nas camadas sociais mais vulneráveis, isto é, na base da pirâmide de riqueza, o sistema impõe um *mecanismo perverso de capitalização de passivos*: Renda Insuficiente - Endividamento - Juros - Redução da Renda Disponível - Novo Endividamento.

Nesse polo degradado, a insuficiência crônica da renda do trabalho, para cobrir as necessidades básicas de consumo, força o agente a recorrer ao endividamento. Em vez de atuar como alavancagem produtiva ou antecipação virtuosa de recursos, a dívida assume a forma de uma armadilha financeira.

A incidência de juros compostos sobre os passivos consome parcelas crescentes da renda corrente do devedor, reduzindo ainda mais sua renda disponível futura com o crescimento do saldo devedor. Aprisiona-o em um ciclo vicioso de refinanciamento de déficits.

Assim, o mesmo sistema financeiro é capaz de multiplicar exponencialmente a riqueza de *quem detém ativos*. Em compensação, acelera e pereniza o comprometimento da renda e a espoliação de *quem acumula passivos*.

Ao incorporar essa dinâmica de balanço dual, a TVF ultrapassa a contabilidade convencional para revelar como a desigualdade contemporânea se torna cumulativa. Os estoques patrimoniais ativos e passivos de hoje são os determinantes inexoráveis da distribuição de renda e da exclusão social de amanhã.

Desalavancagem financeira e *crash*

A Teoria do Valor Financeiro salienta a possibilidade de queda súbita da riqueza depois da ascensão do patrimônio. É uma teoria do *boom* e do *crash* ou da euforia e do pânico. É necessário complementar a fase de alavancagem financeira com a posterior desalavancagem.

A elevação do grau de fragilidade financeira seria devido ao progressivo endividamento pela menor aversão ao risco com a confiança por bons resultados. A reversão ocorreria quando o retorno operacional deixasse de cobrir as despesas financeiras por queda daquele, devido ao esgotamento do mercado, aumento delas, devido à alteração da taxa de juros básica, ou reajuste contratual no refinanciamento, motivado pela queda do valor da garantia patrimonial.

Os ativos existentes perdem valor e custam menos em comparação a produzir ativos novos quando os devedores colocam à venda seus ativos para pagar suas dívidas. O investimento despenca com a consequente queda do ritmo de crescimento do fluxo de renda não realimentando o patrimônio.

Esse tópico é necessário para completar a Teoria do Valor Financeiro (TVF). Até aqui, ela explicou sobretudo a transformação de fluxos de renda em estoques patrimoniais e sua

expansão cumulativa. Sem uma teoria simétrica da desvalorização patrimonial, porém, pareceria uma teoria de enriquecimento quase monotônico. *O capitalismo financeirizado produz tanto capitalização cumulativa quanto descapitalização abrupta*.

A contribuição de Hyman Minsky torna-se fundamental justamente nessa segunda metade do circuito.

Acrescento, então, à TVF uma proposição fundamental: *o princípio da instabilidade patrimonial*. A acumulação financeira contém endogenamente a possibilidade de sua reversão.

Períodos prolongados de valorização patrimonial reduzem a percepção de risco, estimulam alavancagem crescente e tornam os balanços progressivamente frágeis. Quando o retorno dos ativos deixa de cobrir o custo dos passivos, inicia-se *a desalavancagem*, capaz de transformar gradualmente a euforia em queda abrupta da riqueza financeira.

Isso introduz uma característica essencial: a TVF não afirma existir apenas trajetória exponencial. Os juros compostos funcionam nos dois sentidos econômicos. Enquanto o retorno supera o custo financeiro, favorecem o devedor alavancado; quando a relação se inverte, os encargos financeiros continuam se acumulando contra ele.

Na fase ascendente, maior patrimônio gera capacidade de endividamento.

Partindo da condição já estabelecida na TVF: $r_A > i_D$, onde (r_A) representa o retorno dos ativos e (i_D), o custo da dívida. A alavancagem aumenta então a rentabilidade do patrimônio líquido.

Por exemplo, uma empresa possui: R$ 100 milhões de capital próprio; R$ 200 milhões de dívida; soma R$ 300 milhões de ativos. Se obtiver retorno operacional de 15%, gera R$ 45. Pagando juros de 8% sobre R$ 200, desembolsa R$ 16. Sobram R$ 29 para um patrimônio próprio de R$ 100 – e não R$ 15 caso não tivesse se endividado. A rentabilidade patrimonial chega a 29%. A alavancagem a eleva.

O sucesso altera o comportamento, segundo Minsky. Depois de sucessivos bons resultados, empresas, bancos e investidores passam a acreditar ser excessivamente conservador não ampliar os negócios (e os ganhos) com recursos alheios.

O sucesso no passado modifica a percepção do futuro: bons resultados → confiança → ↓ aversão ao risco → ↑ endividamento.

Os bancos relaxam seus critérios porque a inadimplência observada está baixa. Quando os preços dos ativos sobem, as garantias oferecidas pelos devedores passam a valer mais. Isso permite novos empréstimos. Forma-se uma retroalimentação positiva.

O circuito pode ser representado como *uma espiral da euforia*:

```
Valorização dos ativos
        ↓
Maior patrimônio
        ↓
Maior valor das garantias
        ↓
Maior capacidade de endividamento
        ↓
Mais crédito
        ↓
Mais compras de ativos / investimentos
        ↓
Maior demanda
        ↓
Nova valorização dos ativos
   ↺
```

Este é um mecanismo essencialmente financeiro de geração de *capital potencial*, conforme a terminologia construída na TVF. O aumento das cotações eleva o patrimônio antes mesmo da realização dos ganhos.

O ponto crítico é a inversão da superioridade do retorno dos ativos. O *boom* permanece sustentável enquanto: $r_A > i_D$ O ponto de inflexão ocorre quando: $r_A < i_D$ Isso pode acontecer pelos dois lados da equação.

De um lado, o retorno operacional deteriora-se porque: mercados ficam saturados; vendas deixam de crescer; produtividade decepciona; margens de lucro diminuem; preços dos ativos param de subir.

De outro lado, o custo financeiro aumenta devido a: revisão do risco de crédito; vencimento de dívidas contratadas anteriormente; exigência de garantias adicionais; elevação da taxa de juro básica de referência; refinanciamento mais caro.

Os dois movimentos costumam acontecer simultaneamente. Surge então *a desalavancagem*. O mesmo mecanismo antes virtuoso muda de sinal. O devedor precisa reduzir dívida. Para isso vende ativos. Mas vários devedores enfrentam o mesmo problema. Logo: *venda de ativos* → ↓ *preços* → ↓ *patrimônio* → ↓ *garantias*→ ↓ *vendas.*

Temos novamente uma retroalimentação positiva — mas agora destrutiva. Combinada com a fragilidade financeira, teorizada por Minsky, há a *debt deflation* [ciclo de deflação de débitos], analisado por Irving Fisher.

O processo ocorre em um *ciclo vicioso contínuo*:

1. Liquidação de dívidas: quando uma bolha financeira estoura, pessoas e empresas tentam pagar suas dívidas vendendo ativos rapidamente.

2. Venda por desespero (*distress selling***)**: a oferta excessiva de ativos faz os preços caírem ainda mais.

3. Queda no patrimônio líquido: o valor das empresas e dos patrimônios desaba, superando a queda nominal das próprias dívidas.

4. Aumento do peso real da dívida: mesmo caso o valor da dívida continue o mesmo em números, o dinheiro custa mais e os salários e as receitas caem, relativamente, tornando o débito muito mais pesado de pagar ou refinanciar.

5. Inadimplência e falências: com dívidas impagáveis, crescem as falências de empresas e as inadimplências bancárias.

6. Retração do crédito: os bancos perdem dinheiro, ficam com receio de perda maior e reduzem drasticamente novos empréstimos.

7. Redução da atividade econômica: a queda nos gastos e na circulação de moeda diminui a produção, gera desemprego e alimenta ainda mais o pessimismo.

O *paradoxo da desalavancagem* é uma propriedade emergente importante para a TVF. Para cada agente individual, vender ativos para pagar dívida é racional. Para todos, simultaneamente, pode ser desastroso.

Cada empresário endividado pensa: “preciso vender ativos para diminuir minha dívida.” Mas a soma dessas decisões descentralizadas provoca: *vendas → queda dos preços → perdas patrimoniais → mais vendas.*

Portanto, uma decisão individualmente prudente produz um resultado coletivamente destrutivo. É um exemplo perfeito de *falácia da composição em um sistema complexo*.

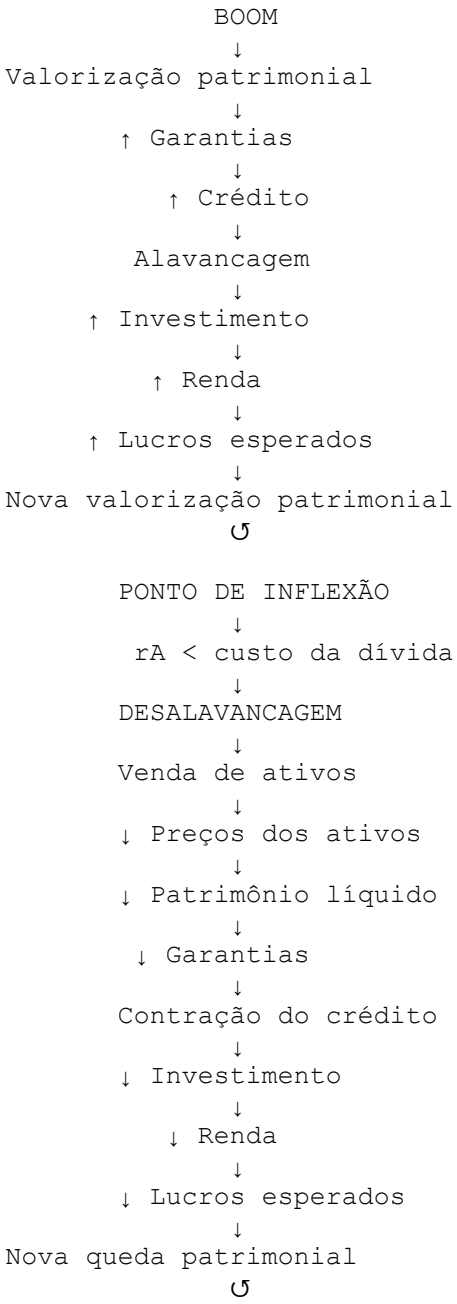
O preço dos ativos existentes torna-se decisivo. Durante a euforia: $\text{Preço}_{\text{ativos existentes}} > \text{Custo}_{\text{ativos novos}}$. Vale a pena construir uma fábrica nova, um prédio novo ou ampliar capacidade. Mas, depois do *crash*: $\text{Preço}_{\text{ativos existentes}} < \text{Custo}_{\text{ativos novos}}$.

Por qual razão construir um galpão por R$ 100 milhões se é possível comprar um equivalente de uma empresa em dificuldades por R$ 60 milhões?

O investimento produtivo despenca. Isso conecta diretamente estoque patrimonial e fluxo de renda.

Fecha-se o circuito entre finanças e produção. A TVF acrescenta algo teoricamente importante: desaparece qualquer separação rígida entre “economia produtiva” e “economia financeira”.

Temos:



Essa circularidade é muito importante porque aperfeiçoa uma afirmação anterior: a financeirização não constitui um segundo circuito independente da produção. Os dois circuitos estão acoplados por *feedbacks*.

A TVF passa a explicar ascensão e queda da riqueza. Podemos agora reformular a equação simplificada de acumulação patrimonial:

$\Delta PL = S + RP + GC - DF - PP$ onde:

(PL) = patrimônio líquido;

(S) = poupança proveniente da renda;

(RP) = rendimentos patrimoniais;

(GC) = ganhos de capital;

(DF) = despesas financeiras;

(PP) = perdas patrimoniais.

Durante o *boom*: RP+GC > DF+PP. O patrimônio cresce.

Durante o *crash*: DF+PP > RP+GC. O patrimônio encolhe.

Há uma assimetria crucial: a queda pode ser muito mais rápida diante o ritmo da ascensão porque *os ativos são marcados a mercado*, enquanto as dívidas permanecem contratualmente nominais. Uma ação pode cair 40% em poucos dias; a dívida utilizada para comprá-la não cai 40%.

Isso torna a alavancagem uma espécie de amplificador bidirecional da TVF: acelera o enriquecimento no *boom* e acelera a descapitalização no *crash*.

Uma "Lei da Instabilidade do Valor Financeiro" é incorporada formalmente à TVF nos seguintes passos.

1. A valorização patrimonial prolongada tende a elevar a confiança, reduzir a aversão percebida ao risco e estimular a alavancagem.

2. Esta amplia a rentabilidade patrimonial, enquanto o retorno dos ativos supera o custo dos passivos, mas aumenta simultaneamente *a fragilidade financeira*.

3. Quando essa relação se inverte, a tentativa massiva de desalavancagem provoca venda de ativos, queda de preços, deterioração das garantias, contração do crédito e redução do investimento e da renda, retroalimentando a desvalorização patrimonial.

Isso completa de maneira importante a TVF. Ela deixa de ser apenas uma Teoria da Acumulação de Riqueza Financeira e passa a ser uma Teoria da Dinâmica da Riqueza Financeira: explica capitalização e descapitalização, alavancagem e desalavancagem, euforia e pânico, *boom* e *crash*.

Também resolve uma aparente contradição da teoria: o patrimônio possui autonomia relativa diante do fluxo de renda, mas não independência. Durante certo período, preços dos ativos podem subir muito mais rapidamente diante do PIB, salários e lucros.

Entretanto, quando se amplia demais a distância entre capital potencial e os fluxos capazes de validá-lo, cresce a fragilidade do sistema. O *crash* funciona justamente como uma brutal reavaliação presente das expectativas anteriormente capitalizadas sobre o futuro.

Síntese

Com base nos fundamentos teóricos, apresentados neste Texto para Discussão, listo cinco palavras-chave essenciais para sintetizar o objetivo, a metodologia e os resultados da Teoria do Valor Financeiro (TVF), acompanhadas de suas justificativas teóricas:

1. *Patrimônio Líquido*: registra a categoria e unidade de medida central da TVF, definida pela diferença matemática entre ativos e passivos. Substitui o fluxo anual de renda como o indicador primário para mensurar a riqueza efetiva de um agente.

2. *Capitalização*: representa o circuito cumulativo no qual os fluxos de renda são convertidos em estoques de riqueza, capazes de se reproduzem exponencialmente (via juros compostos, dividendos e reinvestimentos), crescendo de forma mais veloz diante da produção material (PIB).

3. *Balanço Patrimonial*: é a unidade contábil e estrutural de análise adotada pela teoria. Diferente das abordagens econômicas tradicionais focadas apenas em fluxos ou preços, a TVF coloca ativos e passivos no mesmo nível analítico intertemporal.

4. *Desalavancagem*: refere-se ao processo de contração abrupta e destrutiva da riqueza patrimonial. Ocorre quando o retorno dos ativos cai abaixo do custo das dívidas, forçando uma corrida coordenada por vendas de ativos. Colapsa os preços de mercado dos ativos existentes (abaixo dos ativos novos), enquanto as obrigações nominais permanecem fixas.

5. *Complexidade*: consiste na abordagem metodológica sistêmica, utilizada pela Nova Ciência Econômica, para integrar verticalmente os três circuitos interdependentes do capitalismo contemporâneo: produção de valor, distribuição de renda e capitalização financeira.

A abordagem sistêmica da complexidade apresenta a TVF não como restrito a um polo, em um confronto binário, mas como “o terceiro incluído”, capaz de superar falsas dicotomias como a Teoria do Valor-Trabalho versus a Teoria do Valor Financeiro. Elas se revelam complementares quando integradas sistemicamente.

A relação entre a TVT e a TVF foi mostrada como um bom exemplo de perspectivas aparentemente concorrentes poderem se revelar complementares, quando vistas em suas interações, ao longo do tempo passado, presente e futuro.

Característica	Enriquecimento "Produtivo"	Enriquecimento "Antecipado"
Base de Geração	Produção de bens e serviços	Valorização de ativos financeiros
Dependência do Trabalho	*Alta (exploração do trabalho)*	*Baixa ou indireta*
Impactos na Economia	Gera empregos e renda para consumir e investir	Favorece alavancagem financeira
Riscos	*Exaustão de recursos e ciclos econômicos*	*Instabilidade financeira; bolhas de ativos*
Sustentabilidade	Limitada por fatores físicos e sociais	Limitada por crises de confiança

Apresentei seis **princípios constitutivos** da TVF:

1. **Princípio Patrimonial**: $PL = A - P$; a unidade analítica é o estoque líquido.

2. **Princípio da Capitalização Intertemporal**: fluxos presentes e esperados transformam-se em valor patrimonial.

3. **Princípio da Reprodução Cumulativa**: patrimônio gera rendimentos, cujo reinvestimento gera patrimônio ampliado.

4. **Princípio da Alavancagem Bidirecional**: dívida amplifica tanto valorização quanto perdas.

5. **Princípio da Autonomia Relativa e Assincronia**: patrimônio e valor adicionado não evoluem proporcional nem sincronizadamente.

6. **Princípio da Instabilidade Emergente**: interações descentralizadas podem transformar fragilidade em desalavancagem e *crash*, sem determinação precisa *ex ante*.

Mostrei como o capitalismo contemporâneo organizou um meio institucional de antecipação, precificação, capitalização e concentração de direitos sobre a renda e o valor, produzidos no presente ou esperados para o futuro.

A TVF é original em pelo menos quatro contribuições:

1. *estoque patrimonial* como unidade de análise;

2. *tempo financeiro* visto como valor presente antecipado;

3. *patrimônio* como emergente de interações de diversos fatores;

4. *investidores institucionais* como agentes centrais.

O valor antecipado terá de ser adicionado até o futuro pelo trabalho, para satisfazer eventuais resgates com finalidade de consumo, sob o risco de, caso contrário, haver *crash* e

perda de valor financeiro. Assim a TVF se casa com a TVT, em certos ciclos, ou seja, é um casamento oscilatório, mas inseparável…

Fontes bibliográficas

AGLIETTA, Michel; ORLEAN, André. *A violência da moeda*. São Paulo, Brasiliense, 1990.

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael. *Capitalism with derivatives*: a political economy of financial derivatives, capital and class. Basingstoke-England; Palgrave Macmillan - Springer Nature, 2006.

CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

FISHER, Irving. *The theory of interest as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it* [A teoria do juro]. São Paulo: Abril Cultural, 1984 (Original de 1930).

KEYNES, John Maynard. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Original de 1936). (Coleção Os Economistas).

MARX, Karl. *O capital*: crítica da economia política. Livros I a III. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. *The Journal of Finance*. Mar. 1952.

MINSKY, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Campinas: Editora da Unicamp, 2011.

MINSKY, Hyman P. *Estabilizando uma economia instável*. São Paulo: Novo Século, 2014.

ORLÉAN, André. *The empire of value*: a new foundation for economics. MIT Press. Tradução inglesa de 2014 (Original francês de 2011).

SCHUMPETER, Joseph *A. Teoria do desenvolvimento econômico*: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982. (Coleção Os Economistas).

https://www.mylongterm.com/blog/the-us-government-has-been-building-homeowner-wealth-since-1938-are-you-in