

A GOVERNANÇA TERRITORIAL DA INDÚSTRIA FINANCEIRA¹

José Corpataux

Universidade de Neuchâtel, Suíça

Olivier Crevoisier

Universidade de Neuchâtel, Suíça

Thierry Theurillat

Universidade de Ciências Aplicadas e Artes da Suíça Ocidental, Suíça

Tradução:

Gabriel Barros²

Universidade Federal Fluminense (UFF)

Niterói, RJ, Brasil



Daniel Sanfelici³

Universidade Federal Fluminense (UFF)

Niterói, RJ, Brasil



Enviado em 19 nov. 2025 | Aceito em 21 dez. 2025

Resumo: Considerando os mercados financeiros como construções institucionais e geográficas, este artigo propõe uma abordagem territorial da financeirização da economia e das regiões. A financeirização refere-se à construção e exploração da mobilidade/liquidez do capital (CORPATAUX; CREVOISIER, 2005), o que resulta em uma distinção entre as esferas real e financeira da economia. Essa separação funcional e espaço-temporal deve ser considerada em diversas escalas. No nível microinstitucional, mais especificamente em termos de governança corporativa, há uma separação entre os investidores (acionistas e gestores de fundos) e a função empreendedora. Na escala macroinstitucional, ocorre uma separação entre os espaços de arrecadação de recursos, os espaços de governança do capital e os espaços de investimento. Essas configurações resultam do crescente e contínuo processo de financeirização de empresas, setores, regiões e nações desde meados da década de 1980, ou seja, de sua progressiva integração aos circuitos de mobilidade/liquidez do capital. Os mercados financeiros adquiriram uma crescente autonomia em relação à economia real, e a cidade global passou a ocupar uma posição cada vez mais preponderante, suprimindo a governança tradicional de regiões e nações. Este artigo termina com uma síntese das principais mudanças desde os anos oitenta até à atualidade no que respeita à evolução das principais teorias e espaços do sistema financeiro.

Palavras-chave: indústria financeira, economia real, geografia, cidade global, mobilidade/liquidez do capital, financeirização.

1. Artigo original: Corpataux, J.; Crevoisier, O.; Theurillat, T. The territorial governance of the financial industry. In: Martin, R.; Pollard, J. (org.). Handbook on the geographies of money and finance. Cheltenham: Edward Elgar, 2017. p. 69–88.

2. Doutorando em Geografia, Universidade Federal Fluminense. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-3901-3058>, E-mail: gabrielamiltonbarros@id.uff.br

3. Doutor em geografia humana, professor adjunto do departamento de geografia da Universidade Federal Fluminense. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-8292-5503>. E-mail: danielsanfelici@id.uff.br.

Introdução

O que pensa os mercados financeiros passou a ser um elemento cotidiano para as economias dos países e regiões. O desenvolvimento social e econômico e a competitividade das regiões e nações dependem das apostas feitas nos mercados financeiros, assim como da institucionalização de estratégias de saída. Embora cada vez mais autônomos em relação à economia real, os mercados financeiros paradoxalmente ganharam um controle crescente sobre ela. Os mercados financeiros estão cada vez mais remotos no cotidiano ao mesmo tempo que afetam profundamente as condições de vida e o ambiente por meio da financeirização das dívidas do Estado, da produção das cidades (imóveis e infraestrutura), da propriedade individual (hipotecas residenciais) ou do sistema de aposentadoria (indústria dos fundos de pensão).

Essa disjunção e poder de controle corresponde a uma forma espacial: a cidade global, uma densa rede interconectada de centros financeiros onde ocorre a mobilidade/liquidez e que ocupa posição superior em relação a regiões e nações mais ou menos homogêneas, estas últimas em sua maioria desprovidas de quaisquer funções financeiras. Graças à "mobilidade/liquidez do capital" – descrita abaixo como a principal característica dos mercados financeiros – grandes grupos e outros agentes financeiros que constituem a cidade global podem organizar o sistema econômico atual "de cima", ou seja, além dos sistemas econômicos regionais/locais especializados e ao longo de uma lógica de "redes globais de produção", combinando e articulando os diversos atributos dos locais (em termos de habilidades, custos de trabalho, benefícios fiscais, legislação ambiental branda, etc.). A constituição desse espaço integrado, onde o dinheiro pode circular "livremente", ocorreu juntamente com a conformação dos territórios aos critérios financeiros. Reformas nas políticas nacionais contribuíram para mudar instituições (políticas econômicas, orçamentárias, fiscais, monetárias, ambientais) em conformidade com as opiniões e avaliações dos mercados financeiros. Em outras palavras, as políticas contribuíram para aumentar o poder da cidade global ao contornar as tradicionais escalas nacionais e regionais, onde são elaborados os compromissos sociais e econômicos.

A financeirização tem sido um processo muito forte nos últimos trinta anos. Ela exerceu seu poder de atração sobre países que possuíam diferentes configurações iniciais e que, ainda hoje, mantém suas especificidades, ou até mesmo as desenvolvem dentro desse quadro global (como, por exemplo, os paraísos fiscais). No entanto, este artigo foi construído com base no nosso conhecimento do caso suíço, com a intenção de mostrar o quão forte foi o poder de atração do modelo geral de financeirização. Portanto, apesar da heterogeneidade dos graus de financeirização entre os países (FRENCH et al., 2011; ENGELN et al., 2010; PIKE; POLLARD, 2010), este capítulo desenvolve uma estrutura interpretativa e conceitual sobre o surgimento da indústria financeira no âmago da economia. Considerando os mercados financeiros como construções institucionais e geográficas, esta estrutura é baseada em uma "abordagem territorial" da financeirização da economia e das regiões (THEURILLAT et al., 2008; CORPATAUX et al., 2009; THEURILLAT et al., 2010; CREVOISIER; THEURILLAT, 2011).

Primeiro, a finança e a financeirização são fenômenos espaciais. O sistema financeiro é o principal motor dos fundamentos espaciais do capitalismo (HARVEY, 1982). Ele possibilita a circulação de capital entre vários "circuitos" ou setores econômicos e é a origem da criação de novas fontes de lucros ou "arranjos espaço-temporais" que resolvem ou adiam temporariamente as tendências de crise do capitalismo. Em segundo lugar, a indústria financeira contemporânea está no

núcleo do "regime de acumulação financeirizado" (AGLIETTA, 1998; ORLÉAN, 1999; BOYER, 2000; LORDON, 2000; CHESNAIS, 2001). Baseado na liquidez, ou seja, na compra/venda fácil e rápida de títulos no mercado financeiro, e nas inovações financeiras, esse regime levou a uma acumulação (ou crescimento econômico) que ocorre mais nos mercados financeiros do que nos "mercados reais". Simultaneamente, esse regime impôs critérios de gestão cada vez mais divergentes das atividades econômicas realmente existentes (BOYER, 2009; ORLÉAN, 2011).

A financeirização é definida aqui como a construção e exploração da mobilidade/liquidez do capital (CORPATAUX & CREVOISIER, 2005) por meio da securitização, resultando em uma distinção territorial e separação entre as esferas real e financeira da economia. A disjunção da finança com o restante da economia deve ser considerada em termos funcionais, institucionais, temporais e espaciais. No nível microinstitucional, há uma separação entre os donos do dinheiro (acionistas e gestores de fundos) e as empresas (Parte 1). As teorias dominantes na finança moderna são baseadas em uma visão financeira que exclui o empreendedor. Essa visão abstrata dos investimentos e das atividades das empresas caminha de mãos dadas com circuitos cada vez mais longos e complexos, onde a opacidade ainda persiste, apesar do envolvimento de vários intermediários profissionais. Na escala macroinstitucional, existe uma separação hierárquica entre os três espaços de arrecadação de dinheiro, de investimento e da cidade global (Parte 2). Sendo um espaço de controle financeiro e inovação, a "cidade global" possui o poder de conectar seletivamente empresas, setores e regiões a uma distância (muito) longa, além das fronteiras nacionais.

Essas diversas configurações, fundamentadas na mobilidade do capital, são o resultado de um processo tanto de crescente autonomia quanto de expansão do sistema financeiro contemporâneo em direção à economia real e sua geografia (Parte 3). Baseados na teoria dominante do investimento, que defende a diversificação, os investidores podem tomar decisões de investimento apenas com base em dois critérios: risco e retorno financeiro. Essa avaliação abstrata da economia pela indústria financeira foi acompanhada pela criação permanente de novas bolhas financeiras e pela gradual e seletiva financeirização de novos setores econômicos (infraestrutura e imóveis, dívidas habitacionais, etc.) e de novos territórios (países da Europa Oriental, BRICS, etc.) desde meados da década de 1980. Na governança territorial atual da indústria financeira, os territórios são definitivamente responsáveis por gerenciar os riscos do desenvolvimento a longo prazo (Parte 4). Ao comparar sistematicamente os atributos dos territórios em termos de riscos financeiros e retornos e sendo capaz de usar seu poder de saída, a indústria financeira pode simplesmente evitar interferir na escala nacional tradicional de governança, onde diversos compromissos econômicos, sociais e ambientais são decididos. Este artigo termina com uma síntese das principais mudanças desde os anos 1980 até hoje, no que diz respeito à evolução das principais teorias e espaços do sistema financeiro.

1. A governança corporativa: uma separação funcional e espacial entre o investidor financeiro e o empreendedor

Em uma escala micro, a indústria financeira moderna consistiu em institucionalizar uma separação entre, de um lado, investidores financeiros profissionais e gestores de investimentos e, de outro, empresas e empreendedores. Nessa configuração, os investidores podem a qualquer momento retirar seus ativos de empresas, setores, regiões ou nações. Isso é viabilizado graças à mobilidade/liquidez do capital, que toma forma nos mercados financeiros. Ainda na escala micro, essa separação faz sentido para os investidores graças à teoria moderna do portfólio. Ao sistematizar a diversificação dos investimentos, esta teoria coloca os investidores em uma relação mais distante, mais abstrata (reduzida aos dois critérios de risco financeiro e retorno) e mais opaca em relação às

empresas e empreendedores. O que se entende na literatura por "governança corporativa" são as tentativas de superar a perda de controle dos investidores sobre as empresas, o que ocorre devido a esse aumento da distância e abstração.

1.1. A construção da mobilidade/liquidez do capital: uma abordagem conceitual e histórica

Com o crescente poder dos mercados financeiros nas economias contemporâneas e a globalização dos fluxos financeiros, as relações entre as esferas real e financeira sofreram uma mudança radical. Alguns autores (AGLIETTA, 1998; ORLÉAN, 1999; BOYER, 2000; LORDON, 2000; CHESNAIS, 2001) simpatizantes ou afiliados à Escola da Regulação foram rápidos em anunciar a chegada de um novo regime de acumulação financeirizado, baseado em um sistema financeiro que conseguiu impor suas instituições e princípios operacionais ao restante da economia e da sociedade, sucedendo o regime fordista baseado no consumo e produção em massa. Sob o regime fordista, as finanças eram subordinadas ao capital industrial produtivo e se apresentavam principalmente sob a forma de crédito bancário. De fato, a transição de sistemas financeiros administrativamente geridos para sistemas financeiros liberalizados (AGLIETTA, 2008) indica uma força cada vez mais autônoma em ação dentro das finanças contemporâneas. Pegando emprestado expressão dos regulacionistas, isso poderia até se tornar a "forma institucional dominante", e assim controlar as práticas e o ritmo da acumulação.

Não devemos esquecer, no entanto, como apontou Orléan (1999), que o que define os mercados financeiros (em contraste com o capital real) é a sua liquidez. O capital real tem pouca ou nenhuma mobilidade e, conseqüentemente, confina aqueles que o possuem às limitações sociais de proximidade e ancoragem. A liquidez mitiga o risco que a imobilidade do capital implica, ao oferecer aos proprietários de capital a possibilidade de se desfazer de seus investimentos a qualquer momento (ORLÉAN, 1999; LORDON, 2000). Do ponto de vista geográfico, o que é a liquidez, senão a mobilidade da propriedade de títulos (BILLAUDOT, 2001) entre um número crescente de agentes que participam deste espaço em expansão no qual os valores são negociados? A criação de mobilidade/liquidez do capital pela indústria financeira oferece aos investidores a comodidade de a qualquer momento retirar seus ativos de um dado espaço... para imediatamente investi-los em outro lugar. No entanto, "outro lugar" não é sinônimo de "qualquer lugar": permanecemos permanentemente enclausurados dentro da esfera das atividades financeiras e dos negócios financeirizados.

Além disso, para passar do capital real ao capital financeiro, uma série de transformações são necessárias, transformações que se referem ao território (por exemplo, fronteiras, instituições, redes, nós). Em primeiro lugar, é imperativo que o controle do capital real por meio de valores mobiliários (ações, cotas de fundos, etc.) seja formalizado. A mobilidade e a rentabilidade dessas atividades devem então ser incentivadas por meio da criação de um quadro institucional (remoção de barreiras, legislação tributária que apoie transações, etc.), tecnologias (os mercados financeiros estão entre os principais consumidores e promotores da integração de tecnologia da informação e telecomunicações (O'BRIEN, 1992)) e, claro, agentes especializados (empresas do setor financeiro, bolsas de valores, mídia especializada, institutos de treinamento e pesquisa, consultores, etc.). Essas transformações permitem a financeirização das atividades econômicas, isto é, a constante avaliação dos investimentos econômicos pelos mercados financeiros (ORLÉAN, 1999 e 2011). Torna-se possível comparar sistematicamente os ativos financeiros financeirizados, bem como se desengajar do espaço financeirizado interno da economia em prazo muito curto.

Nos últimos trinta anos, dois tipos de reformas foram implementadas na maioria dos países com o objetivo de criar mobilidade/liquidez de capital. Por um lado, existem as reformas que visam remover as barreiras regulatórias ao livre e total movimento do capital (por exemplo, a remoção dos controles de taxa de câmbio no Reino Unido em 1979, a abertura parcial do mercado financeiro japonês em 1983-4, a liberalização do movimento de capital na Europa sob o Ato Único Europeu (BOURGUINAT, 2000)), incentivando assim a mobilidade espacial do capital. Por outro lado, existem as reformas que visam melhorar a eficiência operacional e informacional dos mercados financeiros, ou seja, aquelas que buscam incentivar sua liquidez e transparência, além de garantir boa qualidade da informação pública. Isso é o que chamamos de crescimento da mobilidade/liquidez do capital (CORPATAUX; CREVOISIER, 2005), uma vez que a liberalização do movimento de capital caminha de mãos dadas com o desenvolvimento dos mercados financeiros e sua liquidez. Essa mobilidade/liquidez foi, portanto, impulsionada por uma série de fatores relacionados à legislação nacional e, particularmente, pelas manobras dos agentes políticos e econômicos em posição de apoiar essas mudanças legislativas: a desregulamentação permitiu que os proprietários de capital transferissem seus ativos para onde quisessem, os bancos puderam expandir seus negócios para muitos lugares, a competição aumentou e reduziu os custos das transações, levando a um aumento considerável destas, as regras fiscais foram redesenhadas para não retardar as transações... Por exemplo, nos Estados Unidos, os últimos vestígios da "rede de segurança", implementada na década de 1930 para regular o sistema financeiro – após o crash da bolsa de 1929 e a Grande Depressão –, foram removidos completamente ao longo da década de 1990: o McFadden Act, que proibia os bancos de expandirem para mais de um estado, em 1994, e o Glass-Steagall Act, que impedia os bancos de transferirem seus ativos para os negócios de seguros e corretagem, em 1999.

Como consequência, esse crescimento da mobilidade/liquidez parece incentivar o jogo sistemático do "outro lugar" e as estratégias de saída. De acordo com Dembinski (2008), as finanças contemporâneas possibilitam desvincular-se da questão dos prazos, do comprometimento das diversas partes e da negociação de compromissos entre elas. O sistema permite o distanciamento dessas questões, ao mesmo tempo em que vende e coleta ganhos de capital. Embora os vínculos multidimensionais que existiam entre as esferas real e financeira durante a era fordista pareçam, para alguns, estar se desintegrando, devemos, no mínimo, admitir que estão passando por uma transformação radical. Seja qual for o caso, sob esse novo sistema, os investidores estão focados na rentabilidade financeira – que depende dos mercados financeiros – e estão cada vez menos envolvidos nos aspectos econômicos, sociais e ambientais de seus investimentos. Os mercados financeiros, portanto, foram configurados de modo a garantir uma mobilidade excepcional, fornecendo, em termos de governança, uma estratégia de saída que não tem paralelo na história dos investimentos de capital. Certamente, em princípio, a entrada nos mercados financeiros não exclui um entendimento aprofundado dos negócios e dos ambientes nos quais os investimentos são feitos. No entanto, argumentamos que trabalhar por meio dos mercados financeiros, aliado aos princípios da teoria do portfólio (uma abordagem que estrutura a teoria e prática financeira contemporâneas), não incentiva um conhecimento detalhado das empresas e seus contextos, pois foca a atenção do investidor em uma visão abstrata, estritamente quantitativa, financeira e descontextualizada.

1.2. Teoria do Portfólio: uma visão exclusivamente financeira (que exclui o empreendedor)

Se o livre movimento do capital no espaço e a existência de mercados financeiros suficientemente líquidos são pré-requisitos essenciais para o desenvolvimento da indústria

financeira, a combinação dessas possibilidades e a tendência para a diversificação de portfólio, conforme introduzida por Markowitz (1959), caracterizam a teoria e a prática financeira moderna. O princípio da diversificação em si é, fundamentalmente, "não coloque todos os ovos na mesma cesta". Na prática financeira, isso significa investir em ativos que apresentaram evoluções historicamente diferentes – no jargão financeiro, em ativos financeiros estatisticamente não correlacionados. O procedimento de seleção do agente é cada vez mais reduzido a uma análise quantitativa, estatística e comparativa.

Embora esse princípio de diversificação possa ser visto como um marco importante nas finanças contemporâneas, sua implementação na teoria e na prática marca uma quase mudança de paradigma, pois vai contra todas as regras da teoria financeira ensinadas até então, como a do homem prudente com a carteira de investimentos, que afirma que o portfólio deve ser montado com base nos cálculos individuais de risco e retorno para cada ação, considerando cada uma isoladamente (SIMON; MANNAL, 2001). Do ponto de vista geográfico, esse princípio tradicional de prudência se resume a investir seu dinheiro onde há menos riscos a longo prazo, ou seja, onde coexistem condições de estabilidade e crescimento.

No entanto, embora o princípio da diversificação pareça inevitável hoje em dia, ainda há alguns "puristas" que se recusam a segui-lo. Warren Buffett, um investidor financeiro visto como emblemático nas últimas duas ou três décadas, não foi seduzido por esse princípio (SAUVAGE, 1999). O portfólio de Buffett mostra uma diversificação notavelmente pequena em termos das teorias modernas de seleção de portfólio. O que ele faz é continuar a investir em um número limitado de empresas cujas "qualidades" conhece intimamente e nas quais frequentemente possui uma participação considerável. Embora seu método relacione efetivamente os critérios/índices quantitativos de uma boa gestão financeira, ele não ignora considerações qualitativas ligadas especificamente à empresa e seu ambiente. Precisamos reconhecer aqui a natureza oposta dessas duas abordagens e suas filosofias subjacentes. Buffett mantém uma abordagem analítica tradicional. Ele está focado principalmente na rentabilidade de longo prazo das empresas (HAGSTROM, 2013). Esse foco leva em consideração uma enorme gama de parâmetros, entre os quais estão questões como estrutura corporativa, gestão, ambiente competitivo, níveis de demanda, desenvolvimentos tecnológicos previstos, etc. Como observou Sauvage (1999), ele gerencia um portfólio de participações industriais, em vez de um portfólio diversificado tradicional de ações.

Em contrapartida, para aqueles que acreditam na gestão de portfólio diversificado e que, além disso, acreditam na eficiência dos mercados financeiros, a análise qualitativa e detalhada tem pouco valor. De fato, o portfólio mais eficiente é aquele composto por ações que representam, em pequena escala, a estrutura do mercado, já que é impossível melhorar essa estrutura sem incorrer em um risco maior. Os conselhos dos profissionais da indústria e a análise detalhada das empresas listadas tornam-se sem valor. Para obter o máximo ganho do mercado, o que é necessário é um portfólio diversificado que represente a estrutura do mercado, levando em consideração o nível de risco que o próprio mercado financeiro apresenta.

Em resumo, à luz da teoria do portfólio, dá-se mais atenção ao risco que um determinado ativo representa para o portfólio do que ao risco que o ativo representa por si só (RAINELLI-MONTAGNER, 2003). Em outras palavras, o que é mais importante é o grau de correlação entre um ativo e todos os demais ativos! Embora essa estratégia de diversificação agora pareça predominante entre os investidores financeiros, ela não necessariamente ajuda esses mesmos investidores a construir um conhecimento detalhado das empresas (ou produtos) nos quais estão investindo. A próxima seção

demonstrará que a dinâmica de desenvolvimento do sistema financeiro não ajuda os atores dentro dele a obter uma visão mais detalhada.

1.3. Circuitos cada vez mais longos e complexos: o crescimento simultâneo de transparência e opacidade

Os atores financeiros têm uma necessidade básica de transparência para realizar seus cálculos e comparar diferentes classes de ativos para avaliar seus retornos e riscos. Assim, usando as informações coletadas, investidores financeiros podem comparar investimentos entre uma empresa de mineração russa e uma empresa suíça de produtos químicos, e um fundo de investimentos composto por uma seleção de títulos e ações com um fundo imobiliário. Embora a definição de transparência não seja completamente clara, ela se mostra fundamental para manter os mercados operacionais e desenvolver sua liquidez. Toda comparabilidade pressupõe, de fato, a criação/construção permanente de *transparência*, ou seja, dados comparativos no espaço que sejam ao mesmo tempo padronizados e de acesso público. Além disso, é típico de sistemas financeiros orientados para o mercado não levarem em conta relações bilaterais ou privadas, pois essas não são públicas e, portanto, são consideradas opacas. Agora, forças variadas e muitas vezes contraditórias estão em jogo na indústria financeira e são, paradoxalmente, fontes de opacidade para certos atores. Tal opacidade não incentiva os atores a serem acionistas ativos nem a entender melhor os negócios e as áreas em que estão investindo.

Três características principais epitomizam a dinâmica da indústria financeira atual (CORPATAUX et al., 2009). Em primeiro lugar, tanto a crescente mobilidade/liquidez do capital quanto o princípio da diversificação combinam-se para favorecer a internacionalização dos investimentos. No entanto, os novos países onde os investimentos são feitos são cada vez menos conhecidos pelos investidores. Em segundo lugar, o surgimento de novos setores, como o imobiliário ou infraestrutura urbana, exige novas habilidades em comparação com aquelas necessárias para investimentos industriais tradicionais. Em terceiro lugar, como ocorre na maioria dos setores empresariais, as finanças também estão passando por um processo de padronização de seus produtos/serviços, ao mesmo tempo em que esses mesmos produtos/serviços se tornam mais inovadores/complexos.

Além disso, com o surgimento de novos atores, a estrutura do sistema financeiro está se tornando mais complexa. De fato, ao lado dos bancos e investidores institucionais, várias empresas estão agora se especializando em engenharia financeira, serviços especializados, classificação de risco e auditoria. Os mercados financeiros exigem avaliações públicas, externas e imparciais baseadas em informações padronizadas. A indústria, portanto, gera o seu próprio desenvolvimento e complexidade. A oscilação entre incutir responsabilidade pessoal em cada ator e, ao mesmo tempo, controlá-los (por meio de noções como *accountability* ou do uso de terceiros para se eximir da responsabilidade (THEURILLAT et al., 2008)) levou a uma proliferação de participantes.

Em resumo, a mobilidade/liquidez de capital oferece aos investidores a opção de retirar-se a qualquer momento. A implementação e a ampla aceitação do princípio da diversificação levaram a uma abordagem eclética em relação a portfólios, investidores, setores, países e produtos financeiros. A distância (seja geográfica, social, tecnológica ou outra) entre os investidores e o ponto final de seu investimento cresceu exponencialmente, criando complexidade e opacidade. Nada disso incentiva – na realidade, pode até impedir – que aqueles que detêm capital desenvolvam um conhecimento detalhado dos negócios e áreas em que estão investindo. Eles estão cada vez mais se despojando de um papel empreendedor para assumir um papel "puramente" financeiro. Em suma, o espaço – e mais especificamente a distância e a posição de sobrevoos criada entre o investidor financeiro, em

uma extremidade da rede, e as atividades reais, na outra — está no cerne da micro-organização atual da economia.

Esse entendimento também oferece uma explicação alternativa para o "viés doméstico", observado em muitas pesquisas. Normalmente, isso é interpretado como uma limitação do impacto empírico da teoria de portfólio no sentido de que haveria uma longa inércia até que os atores se movessem para a "teoria contemporânea". Nossa abordagem sobre o crescimento concomitante de transparência e a opacidade traz uma hipótese ligeiramente diferente. Existe uma racionalidade em ser relutante em diversificar cada vez mais, porque, com a ampliação do número de setores e países financeirizados, torna-se cada vez mais difícil obter um conhecimento razoável de como as coisas funcionam e do que pode acontecer. O mercado imobiliário americano apresentou alguns exemplos notáveis desse fenômeno com a crise das hipotecas *subprime*. Portanto, o "viés doméstico" aparece pelo menos em parte como uma consequência da expansão da financeirização, e não como uma resistência a ela. Agora, vamos ver como essas microestruturas correspondem a algumas macroestruturas espaciais e econômicas.

2. Uma divisão espacial hierárquica: a cidade global e o resto da economia

Quais são as formas espaciais que correspondem a essa disjunção cada vez mais clara entre as funções empreendedora e de investimento? Em primeiro lugar, a cidade global surge como o local onde os fluxos de poupança se transformam em fluxos de investimento. Contudo, a cidade global é muito mais do que um simples intermediário. Ela também é o local onde os ativos são avaliados, onde ocorre a criação monetária, onde as inovações financeiras se desenvolvem e onde se produzem efeitos sistêmicos. A montante, os fluxos de poupança são coletados nacionalmente e direcionados pelas "portas de entrada" nacionais para a cidade global, contornando os tradicionais centros financeiros locais e até mesmo nacionais. A jusante, as sedes das grandes empresas listadas, que trabalham em estreita conexão com o mercado financeiro e os atores financeiros, gerenciam diretamente suas redes globais de subsidiárias, geralmente sem passar pelas capitais nacionais. Portanto, os espaços tradicionais de acumulação e regulação foram contornados e uma nova geografia totalmente nova emergiu.

2.1. A cidade global como um espaço de governança de capital e inovações financeiras

As finanças, especialmente as finanças internacionais, são hoje uma atividade espacialmente hierárquica, com empregos e poderes de decisão cada vez mais concentrados em algumas regiões urbanas. Verdadeiros centros financeiros interconectados, conhecidos como "cidade global" (SASSEN, 1991), surgiram, de modo que os gestores locais de alguns grandes centros financeiros frequentemente decidem sobre a distribuição geográfica dos investimentos (ver Figura 1). A cidade global tem sido também o local das principais inovações financeiras, que floresceram na era das finanças liberalizadas.

Já em 1995, Martin e Minns demonstraram que, no Reino Unido, embora as poupanças sejam coletadas de maneira homogênea por todo o território através dos fundos de pensão, as instituições financeiras, concentradas no sudeste do país, investem esses recursos principalmente na Bolsa de Valores de Londres e apenas em empresas listadas — essencialmente grandes empresas. Apenas uma pequena parte desses fundos é reinvestida em outras regiões do país. Desde os anos 90, essa mesma tendência opera na Suíça (CORPATAUX et al., 2009). As contribuições previdenciárias são coletadas de maneira relativamente uniforme por todo o país, por meio da distribuição espacial dos

empregos. Esses recursos são, então, geridos de maneira centralizada por algumas empresas baseadas em Zurique e Genebra, principalmente. A centralização das decisões de investimento gerou duas grandes mudanças nos circuitos de investimento. Primeiro, a proporção de valores mobiliários listados aumentou em relação aos investimentos diretos e não listados, como, por exemplo, no mercado imobiliário. Segundo, as carteiras de investimento tornaram-se cada vez mais internacionalizadas, primeiro por meio de investimentos em empresas estrangeiras e, segundo, por investimentos em empresas suíças cujas atividades ocorrem predominantemente no exterior. Consequentemente, essa nova configuração favorece a internacionalização dos investimentos em detrimento das regiões onde as poupanças são coletadas.

Em resumo, o poder financeiro está concentrado nos mercados financeiros, que operam dentro da rede conhecida como cidade global. As inovações no setor financeiro (securitização, o surgimento de novos produtos e práticas financeiras, etc.), a livre circulação de capital em nível nacional e internacional e a capacidade dos centros financeiros de transformar os ativos reais das empresas em títulos líquidos para negociação nos mercados colocam os locais de investimento a uma distância cada vez maior. Essas inovações conferem ao centro um poder de arbitragem espacial (LEYSHON; THRIFT, 1997) entre os níveis regional, nacional e internacional. Outros espaços e atores nem sempre conseguem estabelecer essas conexões estreitas com os mercados financeiros. De fato, as redes contemporâneas de investimentos financeiros operam de maneira preferencial, seletiva e hierárquica. Elas incluem e excluem certos atores, indústrias e espaços, mesmo quando essas fronteiras não são estáticas, mas em constante desenvolvimento. De fato, até recentemente, a natureza relativamente fechada das economias nacionais, combinada com certas formas de regulação, permitiu que sistemas financeiros descentralizados fomentassem diversas economias locais dentro de um país de maneira relativamente homogênea. No entanto, a liberalização dos sistemas financeiros está conduzindo a centralização e concentração espacial, levando à exclusão de certos espaços e atores.

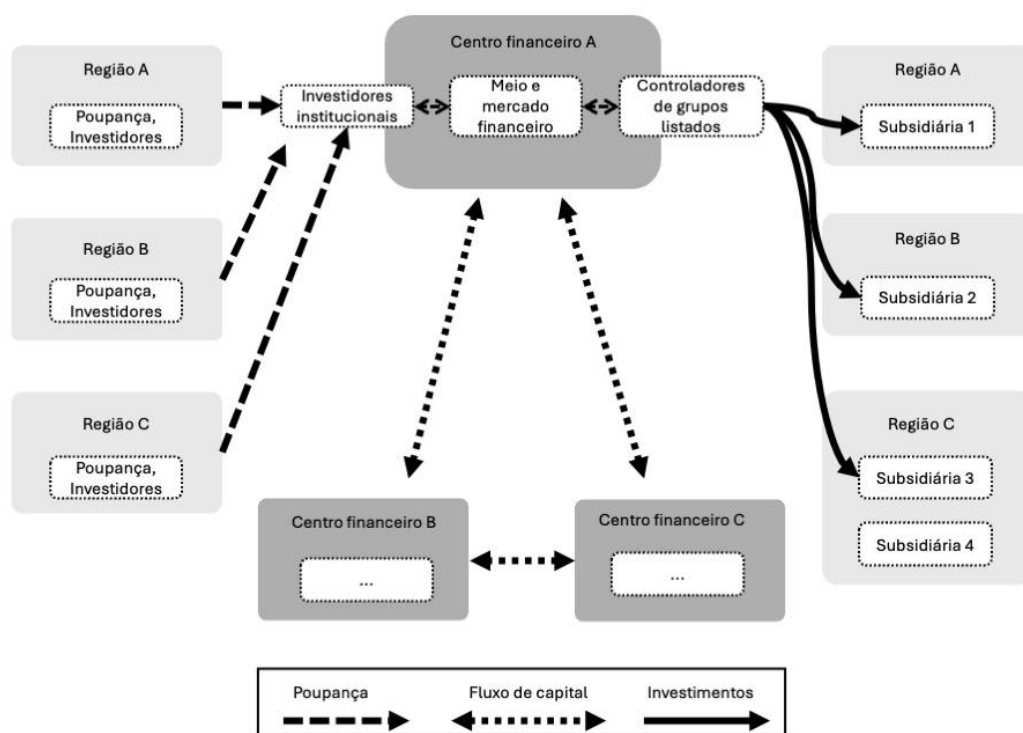
2.2. O desaparecimento dos espaços tradicionais de acumulação

Esse processo de concentração espacial e centralização dentro do sistema financeiro coloca em questão, no outro lado da balança, o desenvolvimento e, particularmente, a autonomia dos sistemas bancários locais. De acordo com Dow (1999), a preferência pela liquidez está por trás da atração gradual dos fluxos financeiros para os mercados financeiros. Além disso, em um ambiente cada vez mais competitivo, alguns bancos regionais estão sendo comprados por bancos maiores. Essa tendência de concentração está diminuindo a capacidade de criação monetária regional (Dow e Rodriguez-Fuentes, 1997) e reduzindo os poderes de decisão locais e independentes, com as agências bancárias locais atuando, em primeiro lugar, como um meio de coletar poupanças (CREVOISIER, 2001). Em última análise, esses diversos elementos estão intensificando a estratificação entre a cidade global e as regiões. Um argumento aparentemente contrário a essa compreensão é o frequentemente observado "viés doméstico" nos comportamentos de investimento. No entanto, mesmo que haja grandes fluxos de investimentos "de volta" para um determinado país ou região, o circuito feito pelas poupanças locais através da cidade global significa que o poder de criação monetária foi deslocado para esta última.

Essa mudança substancial nos canais financeiros coloca espaços e empresas em situações muito diferentes. Para alguns, o acesso ao capital se torna mais fácil; para outros, mais difícil. De forma geral, temos, de um lado, pequenas e médias empresas (PMEs) incapazes de acessar os recursos da indústria financeira (DOW, 1999; POLLARD, 2003; KLAGGE; MARTIN, 2005; TORRÈS,

2011) e que não conseguem financiar seu crescimento sem perder a independência (CREVOISIER, 1997; CORPATAUX; CREVOISIER, 2005). Do outro lado, há grandes grupos multinacionais, multilocais e multi-institucionais cujas empresas controladoras estão bem integradas ao sistema financeiros e sabem como usar os recursos financeiros para promover suas atividades e seu crescimento externo. Além disso, essa linha de separação se deslocou consideravelmente, já que um grande número de PMEs foi comprado pelos maiores grupos listados, um movimento que as torna parte ativa do regime de acumulação financeirizado (CHABANAS, 2002; CREVOISIER; QUIQUEREZ, 2005). Outras formas de financiamento, como ofertas públicas iniciais (IPOs), capital de risco e fundos de private equity, etc., têm o mesmo efeito.

Figura 1- A separação espacial entre os espaços de coleta de poupança e investimentos reais e a cidade global



Fonte: Crevoisier e Theurillat (2011).

O mesmo tipo de mudança de poder pode ser observado em escala nacional. Muitos países do mundo não possuem um centro financeiro de importância internacional. Por exemplo, no Leste Europeu, as capitais concentram as atividades financeiras nacionais, mas quase todos os seus bancos passaram a ser controlados por bancos da Europa Ocidental (BLAZEK, 2011; PAVLINEK, 2009). Eles aparecem como meros varejistas, rigidamente subordinados aos poucos centros globais. No que diz respeito às bolsas de valores, nesses países, não conseguem oferecer uma liquidez competitiva em comparação com os maiores centros financeiros. Em suma, isso confirma a ideia de

que os espaços nacionais perderam grande parte de sua relevância no que diz respeito aos circuitos financeiros.

Os processos de centralização e construção de coerência dos sistemas financeiros na cidade global não são apenas consequência do funcionamento das finanças de mercado, mas também sua causa. Na verdade, a liquidez é particularmente maior devido ao tamanho e à interconectividade do mercado. O desenvolvimento das finanças de mercado e sua interconexão foi uma condição para a expansão da financeirização. Com base nesse acesso facilitado ao capital e ao crédito para os grandes grupos listados em bolsa, pôde-se desenvolver a integração da maioria das empresas, setores e espaços. Nesse mesmo movimento, os espaços regionais e até mesmo nacionais desapareceram como entidades coerentes de acumulação (CREVOISIER, 1997), já que, a partir de então, todas as decisões de investimento passaram a ser tomadas nas sedes das grandes corporações. Desenvolveu-se, assim, uma polarização bifacetada dos espaços de acumulação: por um lado, para os circuitos financeiros da cidade global, a acumulação assume a forma do aumento do valor dos títulos; por outro, há a economia real, onde o treinamento profissional, a pesquisa, os mercados de trabalho, a seguridade social, as leis ambientais, a gestão de recursos, etc., continuam a ser organizadas principalmente dentro de espaços institucionais tradicionais regionais e nacionais.

3. Finanças na sociedade: contradições e expansão

Para além dos limites da indústria financeira, quais são seus efeitos sobre o restante da sociedade? Para Hall (2013), uma vasta e “mundana” literatura sobre as altas finanças afirma que a finança está separada da economia real, enquanto ela defende a inescapabilidade das finanças e sua presença na vida cotidiana, como se as altas finanças estivessem presentes até mesmo em nossa cozinha. Para nós, a questão deve ser abordada de uma maneira diferente: a autonomização das finanças significa que ela tem sua própria lógica interna, reforçada, distinta da economia real, mas ao mesmo tempo exercendo um controle significativo sobre ela. Para tratar dessa questão, identificamos seu impacto sobre o restante da economia em duas etapas: a forma específica das finanças calcular riscos e retornos; a extensão desses critérios financeiros para novos negócios, indústrias e países. Essa expansão ocorreu simultaneamente com certo número de continuidades e, mais crucialmente, com as tensões e contradições que caracterizam o modo como as finanças funcionam na sociedade.

3.1. O espaço-tempo dos cálculos da indústria financeira: contradições com a economia real e sua geografia

Quando a indústria financeira constrói e explora a mobilidade/liquidez do capital no espaço, ela invoca princípios de gestão específicos (a diversificação de investimentos) e critérios (retorno e risco), com seus próprios padrões de tempo e espaço. A teoria financeira moderna, fundamentada em Markowitz (1959), baseia-se na gestão de portfólios de ativos. A partir daí, o objetivo tem sido maximizar o retorno e minimizar o risco, investindo em ativos cuja evolução não seja estatisticamente correlacionada, como vimos na seção 1.2. No entanto, as finanças são caracterizadas por uma concepção particular das noções de risco e retorno, que é distinta daquela utilizada na economia real, não-financeirizada (ver Tabela 1). Assim, o uso desses critérios de gestão implica temporalidades e espacialidades específicas, que podem entrar em contradição com as da economia real.

Quadro 1 - Comparação dos critérios de investimento entre a economia real e a economia financeirizada

Critério de Investimento	Economia real		Economia financeirizada	
	Base do cálculo	Fatores espaciais e temporais	Base do cálculo	Fatores espaciais e temporais
Retorno (Rendimento)	Retornos esperados do projeto no futuro.	Horizonte temporal do projeto real, acumulação, lugar onde o projeto está localizado	Comparação com índices de mercado (desempenho acima ou abaixo)	Lucratividade instantânea e comparável em um canal globalizado e financeirizado
Risco	Risco industrial ou tecnológico, ou risco ligado ao mercado de bens e serviços	Ligado ao local onde o projeto ocorre	Probabilidade pode ser calculada e reduzida diversificando entre classes de ativos e entre países cujas tendências não são correlacionadas	Combinação de áreas com padrões e tendências não correlacionadas e financeirizadas

Fonte: Corpataux et al. (2009).

Na economia real, o retorno caracteriza a acumulação de capital e o seu controle ao longo do tempo, isto é, em conformidade com os ciclos econômicos, sejam eles curtos (como os ciclos de produção, por exemplo) ou longos (ciclos de produtos ou tecnológicos). Essa acumulação ocorre em diferentes níveis (empresa, região, indústria ou nação), que correspondem à organização da produção, consumo e troca reais. No que diz respeito à economia financeira, o retorno é modelado com base em comparações de momento, monitorando os retornos de outros investimentos no mercado financeiro. O processo de avaliação do mercado financeiro é, portanto, contínuo e desconectado do tempo de produção (ORLÉAN, 1999; 2011), e ocorre em dois níveis.

Primeiramente, a indústria financeira pode exigir desempenhos financeiros de curto prazo, o que pode reduzir perigosamente o horizonte temporal das empresas. De fato, existe um risco real de ver algumas empresas distribuindo dividendos para manter os acionistas satisfeitos, ao invés de fazer os investimentos necessários para manter sua capacidade inovativa. A temporalidade financeira e a temporalidade produtiva podem, conseqüentemente, entrar em contradição.

Em segundo lugar, o comprometimento com um projeto imobiliário ou industrial, envolvendo seus próprios riscos e considerações particulares, é substituído por um cálculo padronizado e por uma transação de aquisição de valores mobiliários. O compromisso de longo prazo é, então, substituído pela ameaça de saída, de defecção de curto prazo. A acumulação ao longo do tempo é substituída pela mobilidade no espaço; o *stakeholder* é suplantado pelo valor ao *shareholder*.

Na economia real, o risco do empreendedor é difícil de racionalizar sob a forma de um cálculo. O empreendedor aposta no futuro, e o futuro não é perfeitamente conhecido ou previsível. Isso é o que Keynes se referiu como "incerteza radical".

Na teoria financeira, o termo "risco" é usado para descrever situações cujo desfecho não pode ser plenamente controlado, mas para as quais todos os possíveis cenários de saída são conhecidos desde o início e para os quais uma probabilidade de cada um ocorrer pode ser estimada, permitindo assim que o futuro seja previsto e calculado (MOUREAU; RIVAUD-DANSET, 2004). No caso dos ativos de portfólio, o risco pode ser reduzido pela diversificação entre classes de ativos e entre países ou regiões cujos retornos não são correlacionados. Diversificar significa investir em diferentes setores, assim como em países com economias em variados níveis de desenvolvimento. Diversificação é, portanto, uma estratégia de seleção e combinação de lugares e territórios!

Se o "risco real" de empreender não é calculável, os preços das ações não representam nada além das crenças da opinião financeira. O que nos leva de volta à famosa analogia do "concurso de beleza" de Keynes: os atores não agem de acordo com suas próprias crenças, mas sim com o que pensam que os outros creem. Assim, os atores financeiros podem desenvolver representações cada vez mais autônomas, que se tornam progressivamente desconectadas e até mesmo opostas à economia real. Do ponto de vista espacial e setorial, eles terão, portanto, representações e convenções que, a priori, excluem certos setores e regiões. Além disso, essa mistura de investimentos ocorre dentro do espaço financeirizado. Vários atores, setores e espaços são, portanto, imediatamente excluídos, mesmo quando o espaço financeirizado está se expandindo (CORPATAUX; CREVOISIER, 2011).

Em resumo, na economia real, retorno e risco são compreendidos em relação aos espaços e temporalidades da produção e dos ciclos econômicos. A incerteza em torno desses processos é radical e sua probabilidade não pode ser calculada. Na economia financeira, dentro da esfera financeirizada da economia, o paradigma risco-retorno é como uma solução para um problema em um exercício de engenharia financeira que depende de concepções de espaço e tempo muito específicas. À medida que a comunidade financeira continua a desenvolver seus próprios critérios, representações e comportamentos de investimento cada vez mais distintos, veremos que a indústria financeira toma uma dinâmica própria, expandindo e desenvolvendo seu domínio sobre o restante da economia. De fato, esta era de finanças liberalizadas e globais parece inaugurar uma nova dinâmica de expansão financeira, um novo "ajuste espacial", para usar a expressão de Harvey (1982), ou seja, um novo meio (nunca duradouramente bem-sucedido) de resolver as tendências de crise inerentes ao capitalismo, uma tentativa sempre renovada de encontrar novas fontes de lucros ampliados que os capitalistas buscam incessantemente. Essa força expansiva é o que infla a criação permanente de novas bolhas financeiras.

3.2. A criação permanente de novas bolhas financeiras e a expansão da rede financeira para o restante da economia

Nos últimos vinte e cinco anos, as finanças, lideradas pelos mercados de ações, seguiu seu próprio padrão de expansão, movendo-se em direção ao restante da economia e da sociedade. Um bom exemplo desse processo é a maneira como, após a queda da bolsa no início dos anos 2000, os atores financeiros dirigiram-se para novos setores anteriormente negligenciados (por exemplo, imóveis, infraestrutura urbana, investimentos alternativos, etc.). Diante da crise temporária no mercado de ações, os investimentos agiram como vasos comunicantes, deslocando-se para produtos tradicionais (*commodities*, ouro, petróleo, etc.) ou novos setores da economia, como imóveis ou infraestrutura urbana, os quais, até aquele ponto, haviam permanecido mais ou menos independentes dos mercados financeiros. Isso levou a um aumento no valor de mercado dessas áreas e à gradual financeirização da economia. Os mercados financeiros subsequentemente focaram em uma sucessão de ativos e setores específicos, até mesmo regiões específicas, como o mercado de ações, imóveis, *commodities*, países emergentes, etc. Esses ativos, cuja seleção é impulsionada pela especulação, são os que mais frequentemente se beneficiam das inovações mais recentes dentro da esfera financeira. A maneira como novos atores, setores e espaços estão sendo incorporados à rede financeira é particularmente marcante. Essa expansão da esfera financeira para o resto da economia ocorre de duas maneiras distintas.

A expansão dos mercados financeiros se dá através de um maior envolvimento com as poupanças das famílias. Atualmente, essas reservas estão, de fato, se tornando cada vez mais

“financeirizadas”. Em sistemas financeiros controlados por bancos, os indivíduos depositam suas economias em um banco, que então transformam essas economias em crédito bancário ou empréstimos habitacionais. Os saques eram protegidos por um sistema de distribuição, frequentemente garantido pelo Estado, e os fundos mal entravam nos mercados financeiros, se é que o faziam. No entanto, com a institucionalização da poupança coletiva (feita, entre outras formas, através de fundos de pensão e outros fundos mútuos), e o aumento concomitante do poder dos investidores institucionais que estamos vendo atualmente, uma parte cada vez maior desses recursos está entrando nos mercados financeiros. Além disso, esse aumento no fluxo de novos recursos é frequentemente facilitado por reformulações periódicas da estrutura legal, tornando-se mais maleável, alinhada com princípios e critérios da indústria financeira (para a transformação da estrutura institucional na Suíça, veja Theurillat et al., 2008).

No lado dos investimentos, o envolvimento dos mercados financeiros na economia real também tende a crescer. Até recentemente, parcelas bastante amplas da economia conseguiram escapar da influência dos mercados financeiros, seja porque podiam funcionar de forma independente, seja porque estavam apenas parcialmente integradas a eles. Assim, todas as empresas estatais e controladas pelo Estado, bem como as indústrias artesanais tradicionais e uma proporção considerável da agricultura, do turismo, das pequenas e médias empresas etc., continuaram a se orientar total ou parcialmente por lógicas distintas.

Com a privatização dos grandes serviços públicos (telecomunicações, transportes, eletricidade, etc.) na Europa, no final da década de 1980 e ao longo da década de 1990, houve um aumento considerável no número de empresas listadas na bolsa de valores e sujeitas às suas regras. Além disso, a lógica por trás dessa expansão é teoricamente válida, uma vez que o princípio da diversificação, que constitui a base de parte substancial da teoria financeira moderna, orienta os agentes financeiros a investir em novos setores/mercados, etc.

Em resumo, a institucionalização da poupança coletiva renovou o fluxo de capital para os mercados financeiros e é, em parte, responsável pelo crescimento da indústria financeira. Isso fez com que muitas empresas e áreas de atividade que antes funcionavam mais ou menos independentemente dos mercados financeiros passassem, a partir de então, a ser controladas por eles. Esse processo de expansão e crescente autonomia é particularmente notável em uma dimensão espacial, pois implica novas escalas e direções espaciais diferentes. Assim, procuraremos explicar como a governança financeira atual se baseia em um horizonte espacial distinto: ele aplaina as escalas geográficas, enquanto a organização da economia real se mantém muito mais próxima de uma estrutura tradicional dessas diferentes escalas.

4. A governança territorial da indústria financeira de hoje

A globalização financeira deve ser vista como a sobreposição de dois sistemas de governança e, portanto, de dois sistemas geográficos. Atualmente, o sistema de acumulação financeira define, por um lado, uma economia real baseada em escalas regionais, nacionais e internacionais e, por outro lado, uma economia financeira organizada em redes ao redor da cidade global.

4.1. O jogo sistemático do outro lugar

O capital real (máquinas, edifícios, infraestruturas de comunicação e transporte, bem como habilidades, marcas, etc.) tem pouca ou nenhuma mobilidade e, conseqüentemente, sujeita seus proprietários às restrições sociais da proximidade. Em contrapartida, as estruturas atuais das

finanças, baseadas no desenvolvimento dos mercados financeiros e no crescimento da mobilidade/liquidez do capital, mitigam o risco da imobilidade do capital ao oferecer aos proprietários a possibilidade de retirar-se em qualquer momento. Esse crescimento da mobilidade/liquidez incentiva o jogo sistemático do outro lugar e as estratégias de saída.

Além disso, como a finança contemporânea foca exclusivamente nas noções de risco e retorno, podemos compreender melhor por que os laços multidimensionais que existiam entre as esferas financeira e real durante a era fordista se dissolveram. A situação geral, portanto, se transformou radicalmente.

Os investidores financeiros são levados a se preocupar puramente com a lucratividade financeira e a ignorar as consequências sociais e territoriais de suas ações (CORPATAUX; CREVOISIER, 2011). Em outras palavras, eles são encorajados a se comportar como *free riders*⁴.

Se comparamos a relação de uma empresa com os proprietários de capital a uma relação social, o que chama atenção é que, no caso dos mercados financeiros e do método de gestão do portfólio, essa relação se torna extremamente estreita: tudo o que parece importar agora é o retorno financeiro e o risco. Em contraste, o vínculo social entre os proprietários de capital e as empresas fora do mercado financeiro sempre envolve outras questões: lidar com os (muitas vezes indesejados) efeitos ambientais e sociais das políticas empresariais, o envolvimento político, mais ou menos voluntário, na sociedade local ou nacional, etc. Todos esses aspectos tendem agora a ser negligenciados quando se opera nos mercados financeiros.

Esse afastamento entre investidores financeiros e empresários é espacial e territorial por natureza. Simplificando, poderia-se argumentar que onde há proximidade, não há possibilidade do investidor se afastar dos diversos aspectos da sociedade local ou nacional. Ao criar e explorar a mobilidade/liquidez do capital, os mercados financeiros tornam possível investir à longa distância, através de circuitos complexos e opacos, o que reduz as identidades e as qualidades dos investidores e dos atores da economia real a noções quantitativas de risco e retorno.

4.2. A globalização financeira e o curto-circuito das escalas tradicionais de governança

Do ponto de vista espacial, o contexto institucional da globalização financeira permitiu que empresas e atores financeiros criassem um curto-circuito nas hierarquias operacionais tradicionais da economia do Estado-nação. Segundo Yeung (2002), a globalização costuma ser definida especificamente como a capacidade de certos atores operarem indiscriminadamente em diversos níveis espaciais. Essa capacidade vai além do poder de realocar certas operações aqui ou ali. Ela é caracterizada pela emergência gradual de um novo nível operacional, onde as empresas adotam uma abordagem global para a otimização dos negócios, que não segue a tradicional rota local-nacional-internacional. A abordagem global curto-circuita as fronteiras e hierarquias tradicionais, não apenas colocando lugares e Estados uns contra os outros, mas também, por exemplo, colocando Kunming contra a França, a Citi contra o peso argentino, etc.

De acordo com Yeung (ibidem), é necessário entender como essa hierarquia foi estabelecida ao longo de vários períodos históricos. Nos últimos vinte e cinco anos, foi a indústria financeira que presidiu, como nunca antes, a integração de grandes grupos, suas subsidiárias e seus investidores através dos mercados financeiros. Estamos, portanto, vendo uma sobreposição entre dois estilos de

⁴ O termo *free-rider*, sem tradução ideal ao português, se refere ao indivíduo ou entidade que obtém benefícios de um bem ou serviço coletivo sem arcar com os custos correspondentes, aproveitando-se da contribuição dos demais. [NT]

governança com características espaciais totalmente diferentes. Por um lado, a economia real, com empresas amplamente dependentes de sua situação de produção e mercado, precisa fazer concessões a autoridades locais e nacionais, sindicatos, regulamentações de trabalho, saúde e segurança, leis ambientais, etc. Por outro lado, a regulação financeira, em posição de liderança graças à sua capacidade de saída e ao distanciamento que criou entre investidores e empresas, conecta diretamente as subsidiárias a grupos listados em bolsas de valores distantes e formula suas exigências de acordo com corriqueiras bolhas.

4.3. Uma reavaliação dos compromissos sociais e territoriais tradicionais

Os compromissos sociais e territoriais feitos sob o regime fordista foram fundamentalmente colocados em questão. A configuração atual trabalha inequivocadamente a favor de alguns atores e territórios e em detrimento de outros. Nos últimos vinte e cinco anos, a autonomização das finanças, ligada ao distanciamento espacial e funcional entre investidores financeiros e empresas, tem sido lucrativa para os proprietários de capital, para a indústria financeira e para os gestores de empresas listadas na bolsa de valores. Isso poderia ser visto como uma reversão das relações de poder entre esses atores e as sociedades locais e nacionais, sendo que estas últimas, geralmente, se veem obrigadas a subordinar suas políticas públicas em áreas como tributação, treinamento e pesquisa, mercado de trabalho, meio ambiente, etc., aos critérios de risco e retorno. Para colocar de forma simples: devido ao desenvolvimento da indústria financeira, as regiões e nações não são mais espaços de acumulação de capital. Elas agora são espaços estruturados pela lógica da cidade global, nos quais predominam os canais de atração de poupança e de controle das empresas.

Ainda assim, a competitividade econômica de uma empresa pode apenas ser parcialmente dissociada dos locais de onde ela opera. Nos últimos vinte e cinco anos, pesquisas sobre competitividade nacional e regional (clusters, ambientes inovadores, sistemas de produção regional, etc.) mostraram amplamente que essa hipótese é precisa. De fato, o que determina a competitividade é a capacidade local de articular os diversos aspectos do desenvolvimento e de conciliar praticamente os aspectos quantitativos (como rendimentos) e qualitativos (como inovação). Nessa perspectiva, não são apenas as empresas que estão competindo, mas também, crucialmente, os territórios. Alguns sobrevivem ilesos, outros são pressionados.

Do ponto de vista econômico, trata-se de (re)produzir habilidades, desenvolver inovação, gerenciar custos, desenvolver infraestruturas, etc. Do ponto de vista social, uma situação de emprego harmônica, seguridade social, etc., depende de uma capacidade local para estabelecer um compromisso. Por fim, do ponto de vista ambiental, são as sociedades locais que estão na linha de frente com relação à (re)produção de recursos ou, de fato, ao seu esgotamento.

Essas entidades territoriais são caracterizadas por organizações e especializações únicas, qualitativamente distintas. Ao mesmo tempo, estão sujeitas à mesma restrição quantitativa de retorno financeiro. Como será possível conciliar uma forma de competitividade com forte componente regional e nacional com empresas majoritariamente listadas na bolsa de valores e que operam em dezenas, senão centenas, de locais em países bastante diversos? Esses efeitos de transbordamento não levam a novos compromissos. A situação parece estruturalmente instável.

Conclusão

Este artigo teve como objetivo fornecer uma visão abrangente de como as finanças de mercado se desenvolveram durante os últimos trinta anos, de seus efeitos sobre o restante da economia e da

sociedade e de como isso corresponde a uma organização territorial específica. Nesse quadro, os processos financeiros, econômicos e sociais, assim como a forma territorial, são as duas faces de uma mesma moeda. Em resumo, como podemos descrever essas formas?

Para entender a conexão entre as esferas real e financeira sob uma perspectiva geográfica, este artigo afirma que a governança corporativa é uma construção espacial entre as funções empreendedoras e financeiras, que separa, distancia, abstrai, estratifica e hierarquiza. Essa governança institucionaliza estratégias de saída (HIRSCHMAN, 1970). A separação é uma divisão clara do trabalho entre, de um lado, os investidores, que estão primordialmente preocupados com o investimento, desinvestimento e reinvestimento de seu capital, e, do outro, uma pessoa ou entidade empreendedora que controla a produção e a inovação. A distância é o espaço geográfico, institucional ou social que agora separa o investidor da pessoa empreendedora, bem como da empresa e do território em que está sediada. Essa distância é composta pelas relações financeiras entre as empresas, os mercados financeiros globais e os investidores finais.

Abstração é um processo realizado pelos agentes financeiros. Consiste, por um lado, em reduzir qualquer atividade econômica a dois critérios quantitativos, a saber, lucro estimado e risco calculado, duas ideias abstraídas de uma realidade muito mais complexa. Por outro lado, ela torna os detentores de capital parcialmente ou totalmente anônimos pela separação do capital acionário da circulação das ações. E, finalmente, a organização hierárquica espacial, pois essa criação de distância caminha de mãos dadas com a oportunidade constante dos investidores de sair, graças à liquidez dos mercados financeiros.

Essa hierarquia define, de um lado, aquelas regiões centrais densamente interconectadas conhecidas como a cidade global (SASSEN, 1991) e, de outro, um mosaico de territórios que estão cada vez mais sujeitos aos padrões de gestão da finança globalizada e liberalizada. Esses territórios competem entre si dentro da economia real, com o custo orientando a competição quantitativa e a inovação impulsionando a competição qualitativa. Além dessas (des)conexões específicas entre as esferas real e financeira, como podemos caracterizar a evolução geral do sistema financeiro e econômico durante esse período, a evolução das principais teorias a respeito e os padrões correspondentes de espaço-tempo?

Em um sistema onde os bancos atuam como intermediários entre, de um lado, as poupanças e, de outro, os circuitos de investimentos, o dinheiro pode fluir em duas direções. Primeiro, segundo a visão neoclássica, as poupanças são constituídas pelas famílias e, depois, investidas nas empresas por meio de empréstimos concedidos pelos bancos. Segundo, de acordo com as teorias keynesianas, os créditos originam-se de acordos entre banqueiros e empresários e, depois, criam depósitos; nesta perspectiva, as poupanças não induzem o investimento, elas apenas enfraquecem o consumo. De uma forma ou de outra, a forma espacial desse sistema intermediado consiste no caminho mais curto das poupanças até o banco e das empresas para os bancos, ou seja, algo como um padrão de lugares centrais.

O chamado processo de desintermediação, que começou nos anos 1980 com a liberalização do setor financeiro, induziu o surgimento de um espaço distinto entre o espaço de coleta de poupança e o espaço de investimentos: a cidade global. O desenvolvimento das novas tecnologias da informação e da comunicação (NTICs) também desempenhou um papel fundamental, permitindo que bancos, bolsas de valores e outros agentes financeiros estivessem interconectados com mercados financeiros remotos. A aceleração das transações dentro desse espaço permitiu que a cidade global se tornasse progressivamente autônoma em relação aos fluxos "reais". O ponto de ruptura entre essas duas esferas é quando os investidores e altos gestores de empresas deixam de

se concentrar no que está acontecendo dentro das empresas e nos mercados consumidores reais, mas sim na evolução dos preços das ações nas bolsas de valores. As teorias e práticas de governança corporativa são os microfundamentos dessa desconexão.

Em resumo, o surgimento da cidade global veio acompanhado de grandes mudanças. Os principais atores econômicos já não são mais as empresas industriais que ganham dinheiro produzindo e/ou vendendo bens para os consumidores, mas sim sede de grupos listados, que alcançam o sucesso econômico graças à atração de investidores. Essa evolução também correspondeu a um passo adicional na evolução secular do sistema financeiro, onde o aumento da distância entre poupanças e investimentos corresponde a uma crescente centralização, um aumento na liquidez e uma maior capacidade de criação de dinheiro do sistema financeiro (DOW; RODRIGUEZ-FUENTES, 1997).

Referências

- AGLIETTA, M. (1998). *Le capitalisme de demain* (No. 101). Notes de la Fondation Saint-Simon.
- AGLIETTA, M. (2008). *Macroéconomie financière* (5^a ed.). La Découverte. <https://doi.org/10.3917/dec.aglie.2008.01>
- BILLAUDOT, B. (2001). *Régulation et croissance: Une macroéconomie historique et institutionnelle*. L'Harmattan.
- BOURGUINAT, H. (2000). La finance mondiale, équilibre et turbulence. In P. Cabin (Coord.), *L'économie repensée*. Sciences Humaines Éditions.
- BOYER, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111-145. <https://doi.org/10.1080/030851400360587>
- BOYER, R. (2009). Feu le régime d'accumulation tiré par la finance. *Revue de la Régulation*, 5, 2-34. <https://doi.org/10.4000/regulation.7367>
- CHABANAS, N. (2002). *Les entreprises françaises des groupes vues à travers les enquêtes: Liaisons financières de 1980 à 1999*. INSEE.
- CHESNAIS, F. (2001). La théorie du régime d'accumulation financiarisé: Contenu, portée et interrogations. Paper presented at Forum de la Régulation, Paris.
- CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. (2005). Increased capital mobility/liquidity and its repercussions at regional level: Lessons from Switzerland and UK. *European and Urban Regional Studies*, 12(4), 315-334. <https://doi.org/10.1177/0969776405058945>
- CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. (2011). Gouvernance d'entreprise et mobilité/liquidité du capital. *Géographie, Économie, Société*, 13, 387-411. <https://doi.org/10.3166/ges.13.387-411>
- CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O.; THEURILLAT, T. (2009). The expansion of the finance industry and its impact on the economy. *Economic Geography*, 85(3), 313-334. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01035.x>
- CREVOISIER, O. (1997). Financing regional endogenous development. *European Planning Studies*, 5, 407-415. <https://doi.org/10.1080/09654319708720407>
- CREVOISIER, O. (2001). Les NTIC, le développement économique et l'espace. In L. Vodoz (Ed.), *NTIC et les territoires* (pp. 197-210). Presses polytechniques romandes.
- CREVOISIER, O.; QUIQUEREZ, F. (2005). Inter-regional corporate ownership and regional autonomy. *Annals of Regional Science*, 39, 663-689. <https://doi.org/10.1007/s00168-005-0017-7>
- CREVOISIER, O.; THEURILLAT, T. (2011). Les territoires de l'industrie financière. *Revue d'économie industrielle*, 134, 133-158. <https://doi.org/10.4000/rei.5025>
- DEMBINSKI, P. (2008). *Finance: Servant or deceiver? Financialization at the crossroad*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/9780230595057>
- DOW, S. (1999). The stages of banking development. In R. Martin (Ed.), *Money and the space economy* (pp. 31-48). Wiley.
- DOW, S.; RODRIGUEZ-FUENTES, C. (1997). Regional finance: A survey. *Regional Studies*, 31(9), 903-920. <https://doi.org/10.1080/00343409750130029>
- ENGELÉN, E.; KONINGS, M.; FERNANDEZ, R. (2010). Geographies of financialization in disarray. *Economic Geography*, 86(1), 53-73. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01054.x>
- FRENCH, S.; LEYSHON, A.; WAINWRIGHT, T. (2011). Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography*, 35(6), 798-809. <https://doi.org/10.1177/0309132510396749>
- HAGSTROM, R. (2013). *The Warren Buffett Way*. Wiley.
- HALL, S. (2013). Geographies of money and finance III. *Progress in Human Geography*, 37(2), 285-292. <https://doi.org/10.1177/0309132512443488>
- HARVEY, D. (1982). *The limits to capital*. University of Chicago Press.
- HIRSCHMAN, A. (1970). *Exit, voice, and loyalty*. Harvard University Press.
- KLAGGE, B.; MARTIN, R. (2005). Decentralized versus centralized financial systems. *Journal of Economic Geography*, 5(4), 387-421. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbh071>

- LEYSHON, A.; THRIFT, N. (1997). *Money/space: Geographies of monetary transformation*. Routledge. <https://doi.org/10.1177/030981689806500120>
- LORDON, F. (2000). *Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale*. Raisons d'Agir.
- MARKOWITZ, H. (1959). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. Wiley.
- MARTIN, R.; MINNS, R. (1995). Undermining the financial basis of regions. *Regional Studies*, 29(2), 125-144. <https://doi.org/10.1080/00343409512331348853>
- O'BRIEN, R. (1992). *Global financial integration: The end of geography*. Royal Institute for International Affairs.
- ORLÉAN, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob.
- ORLÉAN, A. (2011). *L'empire de la valeur: Refonder l'économie*. Seuil.
- PIKE, A.; POLLARD, J. (2010). Economic geographies of financialization. *Economic Geography*, 86(1), 29-51. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01057.x>
- POLLARD, J. (2003). Small firm finance and economic geography. *Journal of Economic Geography*, 3(4), 429-452. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbg015>
- RAINELLI-LE MONTAGNER, H. (2003). *Nature et fonctions de la théorie financière*. PUF.
- SASSEN, S. (1991). *The global city*. Princeton University Press.
- SAUVAGE, G. (1999). *Les marchés financiers: Entre hasard et raison*. Seuil.
- SIMON, Y.; MANNAI, S. (2001). Titres (Évaluation des). In C. Jessua, C. Labrousse, L. Vitry, & D. Gaumont (Eds.), *Dictionnaire des sciences économiques*. PUF.
- THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. (2008). The impact of institutional investors on corporate governance. *Competition & Change*, 12, 307-327. <https://doi.org/10.1179/102452908X357284>
- THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. (2010). Property sector financialisation. *European Planning Studies*, 18(2), 189-212. <https://doi.org/10.1080/09654310903491507>
- TORRÈS, O. (2011). Proxémies financières des PME. *Revue française de gestion*, 213, 189-204. <https://doi.org/10.3166/rfg.213.189-204>
- MOUREAU, N.; RIVAUD-DANSET, D. (2004). *L'incertitude dans les théories économiques*. La Découverte. <https://doi.org/10.3917/dec.moure.2004.01>
- YEUNG, H. (2002). The limits to globalization theory. *Economic Geography*, 78(3), 285-306. <https://doi.org/10.2307/4140811>