

Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG
Faculdade de Ciências Econômicas – FACE
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional – CEDEPLAR

Marcelo de Brito Brandão

Ensaio sobre Capital Fictício, Renda da Terra e Financeirização no Brasil

Belo Horizonte
2022

Marcelo de Brito Brandão

Ensaio sobre Capital Fictício, Renda da Terra e Financeirização no Brasil

Versão Final

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia Regional e Urbana.

Orientador: Roberto Luís de Melo Monte-Mór

Coorientador: Renan Pereira de Almeida

Belo Horizonte
2022

Ficha Catalográfica

B817e
2022 Brandão, Marcelo de Brito.
Ensaaios sobre capital fictício, renda da terra e financeirização no Brasil [manuscrito] / Marcelo de Brito Brandão. – 2022.
327 f., il., gráfs e tabs.

Orientador: Roberto Luís de Melo Monte-Mór.
Coorientador: Renan Pereira Almeida.
Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.
Inclui bibliografia (f. 292-309) e anexos.

1. Renda – Distribuição – Brasil – Teses. 2. Capital (Economia) – Teses. 3. Economia Marxista – Teses. I. Monte-Mór, Roberto Luís de Melo. II. Almeida, Renan Pereira de. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. IV. Título.

CDD: 335.412

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG. – LVR/088/2022



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FOLHA DE APROVAÇÃO

MARCELO DE BRITO BRANDÃO

“ENSAIOS SOBRE CAPITAL FICTÍCIO, RENDA DA TERRA E FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL”

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia Regional, Urbana e Desenvolvimento.

APROVADO EM 12 DE JULHO DE 2022.

BANCA EXAMINADORA: (Participações por Videoconferência)

Prof. Roberto Luís de Melo Monte-Mor (Orientador) (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof. Renan Pereira Almeida (Coorientador) (Universidade Federal de São João Del-Rei)

Prof. João Bosco Moura Tonucci Filho (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof. Leonardo Gomes de Deus (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof. Daniel de Mello Sanfelici (Universidade Federal Fluminense)

Prof. Marcelo Soares Bandeira de Mello Filho (Universidade Federal de São João Del-Rei)

PROF. ÉDSON PAULO DOMINGUES

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia



Documento assinado eletronicamente por **João Bosco Moura Tonucci Filho, Professor do Magistério Superior**, em 13/07/2022, às 09:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Renan Pereira Almeida, Usuário Externo**, em 13/07/2022, às 10:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).

Documento assinado eletronicamente por **Roberto Luis de Melo Monte Mor, Professor do Magistério Superior**, em 13/07/2022, às 14:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento



no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Edson Paulo Domingues, Coordenador(a) de curso de pós-graduação**, em 14/07/2022, às 10:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Leonardo Gomes de Deus, Professor do Magistério Superior**, em 14/07/2022, às 14:26, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daniel de Mello Sanfelici, Usuário Externo**, em 14/07/2022, às 20:02, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Soares Bandeira de Mello Filho, Usuário Externo**, em 19/07/2022, às 21:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1571390** e o código CRC **385E2333**.

Esta tese é dedicada à Jane, ao Fernando e à
Cecília.

Agradecimentos

Primeiramente gostaria de agradecer a todos que comigo conviveram no CEDEPLAR, desde os tempos da rua Curitiba, a eles devo o espírito de equipe e de colaboração Cedeplariano. Não gostaria de citar nomes de forma a deixar alguém importante de fora. Mas em especial gostaria de lembrar do amigo Rodrigo Simões que nos deixou precocemente.

Com o mais profundo carinho, gostaria de agradecer a Jane, Fernando, Cecília, Jacy e Myrthes por participarem comigo desta jornada me apoiando, incentivando.

Roberto que além de orientador, foi companheiro de várias pesquisas como a do norte de Mato Grosso, onde iniciei a minha atividade de pesquisador. Nesta mesma viagem, gostaria de agradecer a Diana Sawyer, pelo papel de “Chefia”, acho que ela acreditou mais no meu doutoramento do que eu mesmo. Roberto coordenou também o projeto de elaboração do Macrozoneamento Metropolitano da RMBH, onde brotou boa parte das ideias que me levaram ao doutorado.

Aos professores, dos quais destaco Mauro Borges Lemos pelas oportunidades a mim oferecidas, pela confiança e pelas experiências comigo compartilhadas. Roberto, Marco Flávio e Frederico Gonzaga pelo apoio e as conversas encorajadoras.

Outro agradecimento especial, à turma da 2062, Pedro, Ramon e Renan, pelas conversas que despertaram as ideias que geraram esta tese. Desde já devo deixar claro que Renan, além de co-orientador, foi o maior responsável por eu ter iniciado e concluído esta empreita. Espero poder agradecê-lo de alguma forma, ou ao menos, não lhe causar constrangimentos.

Finalmente agradeço a CAPES e ao CNPQ pelas bolsas concedidas de forma a possibilitar financeiramente este projeto.

E o Diabo, levando-o a um alto monte,
mostrou-lhe num momento de tempo todos os
reinos do mundo. E disse-lhe o Diabo:

- Dar-te-ei todo este poder e a sua glória,
porque a mim me foi entregue e dou-o a quem
quero; portanto, se tu me adorares, tudo será
teu.

E Jesus, respondendo, disse-lhe:

- Vai-te, Satanás; porque está escrito:
adorarás o Senhor teu Deus e só a Ele
servirás.

Lucas, cap. V, vs. 5-8.

Era ele que erguia casas
Onde antes só havia chão.
Como um pássaro sem asas
Ele subia com as casas
Que lhe brotavam da mão.
Mas tudo desconhecia
De sua grande missão:
Não sabia, por exemplo
Que a casa de um homem é um templo
Um templo sem religião
Como tampouco sabia
Que a casa que ele fazia
Sendo a sua liberdade
Era a sua escravidão.

(Vinícius de Moraes) Operário em Construção.

Resumo

A categoria do capital fictício foi apresentada por Marx em O Capital. Esta obra teve início em 1867, mas o volume em que essa categoria foi desenvolvida (ou seja, o volume três), só foi publicado em 1894. Parece ser uma peça fundamental para a compreensão do capitalismo contemporâneo, onde há uma proliferação de ativos que não encontram contrapartida real na economia.

Apesar de “fictício”, este capital exige, em contrapartida, uma remuneração “real” que não só determina o que produzir, mas como e para quem produzir. A renda da terra apresenta algumas características semelhantes ao capital fictício. Não encontra contrapartida no trabalho e possibilita também um fluxo futuro de renda. Ambos estão ligados a uma expectativa futura que é altamente especulativa. A expansão do capital fictício levou a um movimento de expansão geográfica dos capitais, ocupando as mais diversas localidades do planeta, onde se busca a maior rentabilidade possível.

Esta expansão exigiu dos governos locais mudanças jurídicas de forma a possibilitar a livre movimentação de capitais (não de pessoas); “flexibilização” das legislações trabalhistas de forma a baratear a mão de obra e assim conseguir redução dos custos de produção, aumentando a competitividade.

Paralelamente à diminuição dos direitos trabalhistas e da queda dos salários reais, observamos um aumento do endividamento dos trabalhadores, de forma a compensar a queda dos seus rendimentos. Este movimento ganhou força nos países do G7 através do financiamento imobiliário.

No Brasil, também observamos, nos últimos 15 anos, expansão do setor imobiliário. No entanto, diferentemente do G7, o aumento dos financiamentos imobiliários não está majoritariamente ligado ao “mercado”, e sim, aos programas habitacionais governamentais.

Os governos, pressionados para criarem condições atrativas ao investimento, passam a escolher entre privilegiar a entrada de capitais externos ou a qualidade de vida de seus habitantes. Neste sentido, a primeira alternativa tem apresentado maior frequência, e assim, esses governos contraem dívidas de forma a financiar a infraestrutura necessária à atração destes capitais, o que lhes deixa ainda mais vulneráveis. Quando estes investimentos se mostram inviáveis, vêm

as crises que socializam as perdas, através do aumento do endividamento público, das desvalorizações cambiais, dos aumentos inflacionários e do desemprego. Capital "fictício", mas com ônus "real".

Palavras Chaves: Capital Fictício. Renda da Terra. Financeirização. Crises.

Abstract

The concept of fictitious capital was presented by Marx in *Capital*. His work began in 1867, but the volume in which this concept was developed (i.e., volume three), was only published in 1894. It seems to be a fundamental piece for the understanding of contemporary capitalism, where there is a proliferation of assets that find no real counterpart in the economy.

Despite being “fictitious”, this capital demands a “real” remuneration that not only determines what to produce, but how and for whom to produce. Land rent has some characteristics similar to the fictitious capital. There is no counterpart in labor and also allows for a future flow of income. Both are linked to a future expectation that is highly speculative. The expansion of fictitious capital led to a movement of geographical expansion of capital, occupying the most diverse locations on the planet, where the greatest possible profitability is sought.

This expansion required legal changes from local governments in order to allow the free movement of capital (not people); “flexibility” of labor laws in order to make labor cheaper and thus achieve a reduction in production costs, “increasing competitiveness”.

Along with the decrease in labor rights and the fall in real wages, we observe an increase in workers' indebtedness, in order to compensate for the fall in their income. This movement gained strength in the G7 countries through real estate financing. In Brazil, we have also noticed, in the last 15 years, an expansion of the real estate sector. However, unlike the G7, the increase in real estate financing is not mostly related to the “market”, but to government housing programs.

Governments, pressured to create attractive conditions for investment, start to choose between privileging the inflow of foreign capital or the quality of life of its inhabitants. In this sense, the first alternative has been more frequent. Thus, these governments contract debts in order to finance the necessary infrastructure to attract capitals, which makes them even more vulnerable. When these investments prove to be unviable, the crises come to socialize the losses, through the increase in public indebtedness, exchange devaluations, increases in inflation and unemployment. “Fictitious” capital, but with a “real” burden.

Keywords: Fictitious Capital. Land Rent. Financialization. Crises.

Lista de Figuras

Figura 1: Desdobramento da forma valor: a sucessão sistemática de categorias em Marx	31
Figura 2: Elementos comuns das mercadorias	33
Figura 3: Circulação simples de mercadoria	40
Figura 4: Circulação Capitalista de mercadoria	41
Figura 5: Fórmula geral do capital industrial	42
Figura 6: Tempo de trabalho excedente	46
Figura 7: Capital constante e capital variável.....	47
Figura 8: Taxa de mais valor.....	47
Figura 9: Modelo de circulação de ações.	51
Figura 10: Determinação da taxa de lucro	55
Figura 11: Rendas urbanas	60
Figura 12: Instrumentos de recuperação de mais valor fundiário	63
Figura 13: Ciclos sistêmicos de acumulação	78
Figura 14: Rede internacional de interligações transnacionais 2007	98
Figura 15: As trajetórias do valor em movimento.....	114
Figura 16: Trajetória do valor nos circuitos primário, secundário e terciário	117
Figura 17: Tempo de viagem, em horas, entre Edimburgo - Londres - 1658-1966.....	124
Figura 18: Processo de securitização segundo Jobster.....	141
Figura 19: Definição dos graus na escala de ratings	145
Figura 20: Revoluções tecnológicas e paradigmas tecnoeconômicos	152
Figura 21: As sobreposições na gestação, difusão e declínio de surtos tecnológicos sucessivos	157
Figura 22: Emissões de capitais anteriores a crise de 1929	160
Figura 23: Subdivisões do Sistema Financeiro da Habitação	175
Figura 24: Síntese da evolução do Sistema Financeiro da Habitação	214
Figura 25: Processo de securitização brasileiro.....	219
Figura 26: Rede de acionistas e empresas.....	281
Figura 27: Comunidades da componente gigantes.....	282
Figura 28: Principais acionistas da rede da comunidade gigante	283

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Renda absoluta e diferencial	58
Gráfico 2: Exemplo simples de imbricação espacial de rendas urbanas	61
Gráfico 3: Número de publicações sobre financeirização na Scopus	69
Gráfico 4: Investimento estrangeiro direto na China 1908-2009	101
Gráfico 5: Inflação anual nos Estados Unidos	104
Gráfico 6: Taxa de desemprego nos Estados Unidos	105
Gráfico 7: Parcela de ativos de posse da população dos 1% mais ricos nos Estados Unidos (1922-1988)	106
Gráfico 8: Taxas de juros dos principais títulos da dívida estadunidense (1954- 2021)	109
Gráfico 9: Ascensão e queda dos empréstimos subprime nos Estados Unidos 1996-2008	133
Gráfico 10: Indicadores do mercado imobiliário estadunidense 1890 - 2014	134
Gráfico 11: Dispendio nacional em pesquisa e desenvolvimento (P&D), em relação ao total de P&D e ao produto interno bruto (PIB), 2000-2019	162
Gráfico 12: Comparação da valorização acumulada dos valores das prestações do BNH.....	180
Gráfico 13: Evolução da taxa de inadimplência do SFH no período 1980/1996	181
Gráfico 14: Financiamentos do SFH, por faixa de renda em 1983	182
Gráfico 15: Unidades habitacionais financiadas - FGTS E SBPE	184
Gráfico 16: Evolução e tendências dos recursos não onerosos para a produção habitacional e urbanização de assentamentos precários - recursos do OGU e do FGTS (desconto) 2002-2008	189
Gráfico 17: Atendimento habitacional por faixa de renda com recursos do FGTS (2002-2007)	190
Gráfico 18: Financiamento habitacional com recursos da poupança (SBPE) -valores contratados em milhões	190
Gráfico 19: Distribuição histórica acumulada dos recursos do PMCMV Faixa 1, 2009 a junho de 2020	197
Gráfico 20: Proporções dos tipos subsídios no PMCMV de 2009 a 2019	203
Gráfico 21: Proporções dos tipos de subsídios no PMCMV, por ano	203
Gráfico 22: Volume de CRIs securitizados (2005-2019)	223
Gráfico 23: Segmento do lastro dos CRIs emitidos pelas empresas imobiliárias (2004-2020) ..	224
Gráfico 24: Patrimônio líquido dos fundos de investimentos (milhares de R\$ de junho 2021)...	226
Gráfico 25: Participação percentual dos FIIs no patrimônio líquido dos fundos de investimentos	227
Gráfico 26: Patrimônio líquido dos fundos de investimentos imobiliários (milhares de R\$ de junho 2021).....	230
Gráfico 27: Participação percentual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos por tipo de fundo	234
Gráfico 28: Participação percentual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos por número de imóveis nos ativos dos fundos	235
Gráfico 29: Comparação da performance do IBOVESPA, IFIX e IMOB	243
Gráfico 30: Número de investidores e os volumes financeiros negociados nos FIIs	245

Gráfico 31: Participação nos FIs por tipo de investidor	246
Gráfico 32: Número de pessoas físicas com posições custodiadas em ações e FIs	247
Gráfico 33: Evolução da Selic mensal, real e nominal	249
Gráfico 34: Captação líquida da caderneta de poupança em R\$ milhões	250
Gráfico 35: Saldo da caderneta de poupança em R\$ milhões	250
Gráfico 36: Volume financeiro anual movimentado na [B3]	251
Gráfico 37: Evolução do volume financeiro médio diário, anual de ADR's e Bolsa [B3] em US\$ milhões	252
Gráfico 38: Ofertas Públicas e IPOs	253
Gráfico 39: Evolução do Ibovespa e da taxa Selic real	254
Gráfico 40: Variação do PIB brasileiro e da construção civil (%)	255
Gráfico 41: Participação da construção civil no PIB	256
Gráfico 42: Participação do setor da construção civil na geração total de empregos no Brasil ..	257
Gráfico 43: Taxas de juros anuais nas modalidades de financiamento imobiliário de pessoas físicas	258
Gráfico 44: Valor contratado e estoque das carteiras de crédito imobiliárias (pessoas físicas e jurídicas)	258
Gráfico 45: Estoque das carteiras de crédito imobiliárias (pessoas físicas)	259
Gráfico 46: Índice de valores de garantia de imóveis residenciais financiados (IVG-R)	260
Gráfico 47: Índice nacional de custo da construção (INCC-DI) x IPCA	261
Gráfico 48: Índice de valores de garantia de imóveis residenciais financiados (IVG-R) deflacionado pelo INCC-DI	261
Gráfico 49: Composição da dívida bruta do governo geral - DBGG	262
Gráfico 50: Fatores condicionantes da evolução da dívida bruta do governo geral - DBGG	263
Gráfico 51: Principais componentes da evolução da conta de juros da DBGG	264
Gráfico 52: Composição da receita do governo geral – 2020/2021 Dados em: % PIB	265
Gráfico 53: Composição do gasto do governo geral - 2020/2021 Dados em: % PIB	266
Gráfico 54: Necessidade de financiamento líquido por esfera de governo – 2010/2021 Dados em: % PIB	266
Gráfico 55: Evolução do investimento líquido, consumo de capital fixo e investimento bruto do governo geral - 2010/2021 Dados em: % PIB	267
Gráfico 56: Estoque, em 31/12/2021, dos indicadores em % PIB	268
Gráfico 57: Volume de crédito total e habitacional, junho 2012 a dezembro de 2021*	268
Gráfico 58: Volume de crédito por segmento 2012-2021	269
Gráfico 59: Composição das dívidas familiares em relação ao PNB dos Estados Unidos 1945-2009	270
Gráfico 60: Participação das principais fontes de captação de recurso das empresas imobiliárias e o volume de créditos securitizados (2014-2019)	271
Gráfico 61: Comparativo entre o crédito habitacional com e sem destinação específica*	272
Gráfico 62: O papel das instituições bancárias e do FGTS na securitização residencial (2005-2020)	273
Gráfico 63: Participação das faixas de renda nos componentes e no déficit habitacional do Brasil – 2016	273

Gráfico 64: Volume financeiro anual, juros da DBGG, crédito imobiliário contratado e IBOVESPA	275
Gráfico 65: Simulação 1 - Início em março de 2001 e término em dezembro de 2021	277
Gráfico 66: Simulação 2 - Início em setembro de 2001 e término em dezembro de 2021	278
Gráfico 67: Simulação 3 - Início em julho de 2005 e término em dezembro de 2021	278
Gráfico 68: Comparação das carteiras mais rentáveis no período de março de 2001 a dezembro de 2021	279

Lista de Tabelas

Tabela 1: Abordagens sobre financeirização	71
Tabela 2: PMCMV Urbano: evolução das faixas de renda familiar	195
Tabela 3: Contratações e entregas do PMCMV: 2009 a setembro de 2020	200
Tabela 4: Contratações no PMCMV Faixa 1 e custo por UH, entre 2009 e julho de 2020	202
Tabela 5: Comparativo entre o PMCMV e o Programa Casa Verde e Amarela.....	207
Tabela 6: Estoques da DBGG, segundo a metodologia utilizada pelo BCB em milhões R\$.....	241
Tabela 7: Evolução da participação da posição das pessoas físicas na [B3], por investidores .	247
Tabela 8: Evolução da participação do estoque da posição das pessoas físicas na [B3].....	248
Tabela 9: Principais acionistas da componente gigante, por pagerank	283

Lista de Mapas

Mapa 1: Distribuição geográfica dos imóveis nas carteiras dos fundos de investimento imobiliário em 2022	237
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----

Lista de Siglas e Abreviações

[B3] - Brasil, Bolsa, Balcão

ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança

ABRAINC - Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias

ADR - American Depositary Receipts

AIG - American International Group, Inc

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

AR - Abordagem da Regulação

BCB - Banco Central do Brasil

BDR - Brazilian Depositary Receipts

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR - Bndes Participações SA

BNH - Banco Nacional da Habitação

CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior

CBIC - Câmara Brasileira da Indústria da Construção

CCI - Cédula de Crédito Imobiliário

CDHU - Companhia de Desenvolvimento Habitacional e Urbano

CDOS - Collateralized Debt Obligation

CDS - Credit Default Swap

CEF - Caixa Econômica Federal

CEPACS - Certificados de Potencial Adicional de Construção

CES - Coeficiente de Equiparação Salarial

CF - Capital Fixo

CLT - Consolidação das Leis do Trabalho

CMN - Conselho Monetário Nacional

CNAES - Classificação Nacional de Atividades Econômicas

CNPJ - Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica

CNPQ - Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico

COHAB - Companhia de Habitação Popular

COOPHAB's - Cooperativas Habitacionais

COPOM - Comitê de Política Monetária

CORG - Composição Orgânica do Capital

CPF - Cadastro de Pessoa Física

CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio

CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVV - Capital Variável

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DBGG - Dívida Bruta do Governo Geral

DIEESE - Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos

DLSP - Dívida Líquida do Setor Público

FAR - Fundo de Arrendamento Residencial

FCVS - Fundo de Compensação de Variações Salariais

FDS - Fundo de Desenvolvimento Social

FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos

FESSUD - Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development

FGHAB - Fundo Garantidor da Habitação Popular

FGTS- Fundo de Garantia Trabalhador Social

FHC - Financial Holding Companies

FIDIC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FIES - Foreign Invested Enterprises

FII - Fundo de Investimento Imobiliário

FIP - Fundos de Investimentos em Participações

FMI - Fundo Monetário Internacional

FNH - Fundo Nacional de Habitação

FOFS - Fundos de Fundos Imobiliários

G20 – Grupo das 19 maiores Economias Mundiais e a União Européia

G7 - Grupo dos sete Países mais Industrializados

G8 - Grupo dos sete Países mais Industrializados e a Rússia

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBOVESPA - Índice que indica o desempenho das ações negociadas na B3

IFIX - Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários

IMOB - Índice Imobiliário Composto de Ações Deste Setor

IN - Índice de Negociabilidade

INCC - Índice Nacional da Construção Civil

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO - Initial Public Offering

IPTU - Imposto Predial e Territorial Urbano

IVGR - Índice de Valor de Garantias Reais

L - Taxa de Lucro

LCI - Letra de Crédito Imobiliário

LH -Letras Hipotecárias

LIG - Letras Imobiliárias Garantidas

MBS - Mortgage-Backed Securities

MDR - Ministério do Desenvolvimento Regional

NAFTA - North American Free Trade Agreement

NATO - North Atlantic Treaty Organization

NFLSP - Necessidade de Financiamento Líquido do Setor Público

OGU - Orçamento Geral da União

OMC- Organização Mundial do Comércio

ON - Ordinárias Nominativas

ORTN - Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OSU - Orçamento de Subsídios da União

OTAN - Organização do Tratado do Atlântico Norte

P&D - Pesquisa e Desenvolvimento

PAC - Programa de Aceleração do Crescimento

PAEG - Programa de Ação Econômica do Governo

PAIH - Plano de Ação Imediata Para Habitação

PAR - Programa de Arrendamento Residencial

PCVA - Programa Casa Verde Amarela

PES - Plano de Equivalência Salarial

PIB - Produto Interno Bruto

PMCMV - Programa Minha Casa Minha Vida

PN - Preferenciais Nominativas

PNB - Produto Nacional Bruto

PNH - Política Nacional de Habitação

PNHR - Programa Nacional de Habitação Rural

PNHU - Programa Nacional de Habitação Urbana

RAIS - Relação Anual de Informações Sociais

RAU - Renda Absoluta Urbana

RD1 - Renda Diferencial Tipo 1

RD2 - Renda Diferencial Tipo 2

RDC - Renda Diferencial de Comércio Rdc

RDI - Renda Diferencial e de Monopólio Industrial

RDS - Renda de Monopólio de Segregação

RDV - Renda Diferencial de Habitação

REURB - Regularização Fundiária Urbana

RTN - Resultado do Tesouro Nacional

s - Mais Valia

S - Taxa de Mais Valia

S&P - Standard and Poor's

SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SCIS - Sociedades de Crédito Imobiliário

SCR - Sistema de Informações de Crédito

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SEPURB - Secretaria de Política Urbana

SFH - Sistema Financeiro da Habitação

SFI- Sistema de Financiamento Imobiliário

SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais

SNHIS - Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social

SPE - Sociedade de Propósito Específico

SPV - Special Purpose Vehicle

TARP - Troubled Assets Relief Program

TCC - Transnational Capitalist Class

TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

TNCS - Non-Financial Transnational Corporations

TR - Taxa Referencial

TTE - Tempo de Trabalho Excedente

TTSN - Tempo de Trabalho Socialmente Necessário

UN - United Nations

UNMP - União Nacional de Moradia Popular

UPC - Unidade-Padrão de Capital

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	25
OBJETIVOS.....	28
HIPÓTESES.....	28
1 REFERENCIAL TEÓRICO.....	30
1.1 Rumo ao Capital Fictício.....	30
1.1.1 A Mercadoria.....	32
1.1.2 Valor.....	35
1.1.3 O Fetichismo da Mercadoria.....	37
1.1.4 A Circulação Simples.....	39
1.1.5 A Fórmula Geral do Capital Industrial.....	42
1.1.6 O Capital Portador de Juros.....	48
1.1.7 O Capital Fictício.....	49
1.2 Renda da terra.....	53
1.2.1 Renda Absoluta.....	56
1.2.2 Renda Diferencial.....	57
1.2.3 Renda de Monopólio.....	59
1.3 Financeirização.....	66
1.3.1 Diversidade de Classificações.....	70
1.3.2 Classificação de Lapavitsas.....	75
1.3.2.1 A Monthly Review.....	76
1.3.2.2 Teoria da Mudança de Hegemonia na História do Capitalismo.....	77
1.3.2.3 A Teoria Francesa da Regulação.....	81
1.3.2.4 “Seminaire d’Etudes Marxistes”.....	84
1.3.2.5 “Financeirização” das Corporações não Financeiras.....	86
1.3.2.6 Shareholding Capitalism.....	88
1.3.2.7 A Americanização das Finanças.....	91
1.3.2.8 David Harvey.....	101
1.3.3 Em busca de um consenso sobre a financeirização.....	137
1.3.4 Securitização.....	139
1.3.4.1 O Processo de Securitização.....	140
1.3.4.2 Processo de classificação de ativos (Rating):.....	142

1.3.4.3	Securitização no Brasil.....	145
1.4	Capital Financeiro, Crises, Tecnologia.....	147
1.4.1	O Empresário e o Banqueiro.....	149
1.4.2	O Crédito.....	150
1.4.3	Trajetórias Tecnológicas.....	152
1.4.3.1	O investimento em empresas dentro do atual paradigma.....	155
1.4.3.2	O financiamento de novos paradigmas,.....	155
1.4.3.3	A especulação completamente dissociada da atividade produtiva.	157
1.4.3.4	O Investimento em P&D no Brasil.....	162
1.5	Expansão Geográfica ou Globalização.....	163
2	SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO - SFH E O SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO - SFI.....	167
2.1	Sistema Financeiro da Habitação – SFH.....	167
2.1.1	A Institucionalização da Correção Monetária.....	171
2.1.2	Banco Nacional da Habitação.....	171
2.1.3	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).....	173
2.1.4	SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo.....	177
2.1.5	Evolução do Sistema Financeiro da Habitação.....	178
2.2	O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI.....	215
2.2.1	Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel.....	216
2.2.2	Securitização imobiliária no Brasil.....	218
2.2.2.1	Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs.....	220
2.2.2.2	Fundos de Investimentos.....	224
2.2.2.3	Fundos de Investimentos Imobiliários – FIs.....	227
2.2.2.4	Fundos de Fundos Imobiliários - FoFs.....	233
2.2.2.5	Fundos Híbridos.....	233
2.2.3	Composição dos FIs brasileiros.....	233
3	DINÂMICA DO CAPITAL FICTÍCIO NO BRASIL.....	239
3.1	Bolsa de Valores.....	242
3.2	Setor da Construção Civil.....	255
3.3	Dívida Pública.....	262
3.4	Dinâmica Recente do Capital Fictício no Brasil.....	267
4	CONCLUSÃO.....	286
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	292

Anexo 1 Composição dos Índices IBOVESPA, IMOB e IFIX	310
Anexo 2 Simulações: IBOVESPA, Imóveis, Selic	317

INTRODUÇÃO

Diante da crise que se instaurou na economia global a partir de 2008, diversas interpretações e tentativas teóricas vêm emergindo, de acordo com os conceitos formulados previamente pelas diferentes correntes econômicas.

De acordo com a perspectiva Marxiana, partimos da constatação de que, no sistema capitalista, há um descolamento entre a produção e a demanda de capital. Este excesso de capital precisa encontrar um destino, uma vez que, segundo Harvey (2018, p. 47), “O Capital é valor em movimento”. Capital parado ou entesourado é capital morto, improdutivo.

Dado o descompasso entre produção e demanda, o capital tem de encontrar novas formas de realizar sua produção. Diversas estratégias são utilizadas com este fim, desde a ação direta do Estado via investimentos em infraestrutura, criação de políticas de bem-estar social, gastos militares, desenvolvimento de novas tecnologias dentre outras, até atividades privadas como criação, ou acesso (a), (de) novas necessidades de consumo.

A partir da década de 1970, vem se observando a combinação de três estratégias para a absorção deste excedente:

- 1) Expansão Geográfica ou Globalização;
- 2) Investimento em Tecnologia;
- 3) Financeirização.

Estas três estratégias são inter-relacionadas e ambas apresentam um fator comum: o “Capital Fictício”. Nesse panorama, o que alguns autores vêm fazendo é explorar conceitualmente a categoria de Capital Fictício, derivado originalmente da obra de Karl Marx, como um instrumento heurístico capaz de dar conta dos fenômenos das últimas décadas no sistema econômico mundial (ALBUQUERQUE, 2012; GERMER, 1994; MOLLO, 2011; PAULANI, 2009). Diferente do capital financeiro (*Money capital*), o capital fictício não apresenta “lastro” em valor-trabalho, representando uma dissociação entre preço (de um ativo) e valor. O capital financeiro,

operacionalizado através do crédito, é capaz de potencializar a acumulação de capital, ampliando o ritmo e a escala de produção, antecipando rodadas de rotação de capital e realização da mais-valia (ALBUQUERQUE, 2010a, 2010b; BRUNHOFF; FOLEY, 2006).

Esta tese está dividida em cinco capítulos, quais são:

No primeiro capítulo, o referencial teórico será dividido em 4 tópicos: quais são:

- 1) O desenvolvimento conceitual da categoria do capital fictício em Marx onde serão discutidas as categorias básicas indo da mercadoria, do valor, do capital portador de juros até o capital fictício.
- 2) Posteriormente serão discutidos as categorias relativas à renda da terra, indo da renda absoluta, às rendas diferencias e até à renda de monopólio.
- 3) Em seguida serão discutidas as diversas abordagens a respeito da financeirização e a importância que este assunto vem ganhando no meio acadêmico. Dentro da discussão do tema da financeirização será abordada a questão da securitização, com um breve relato da securitização no Brasil.
- 4) Outro ponto discutido neste referencial teórico é a questão dos ciclos dos paradigmas tecnológicos e o papel do capital fictício no financiamento destes. Finalmente serão apresentados dados relativos ao dispêndio nacional em pesquisa e desenvolvimento (P&D), no período de 2000-2019.
- 5) O último tópico deste capítulo é relativo à expansão geográfica do capitalismo ou, dizendo de uma forma mais popular, a globalização.

No segundo capítulo será feita uma comparação entre o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), uma vez que o SFI representa uma importante porta de entrada para a aplicação do Capital Fictício no setor imobiliário. Com relação ao SFH, será apresentada a sua evolução desde 1964 até os dias atuais. Quanto ao SFI, será apresentada a sua evolução bem como os principais mecanismos desenvolvidos e atualmente existentes no SFI. Também será abordada neste capítulo a evolução do processo de securitização do setor imobiliário no Brasil, englobando as mudanças na legislação, a evolução do setor e o desenvolvimento de seus produtos.

No terceiro capítulo será discutida a dinâmica do capital fictício no Brasil nos últimos anos. Também será investigado como o capital fictício vem atuando no setor imobiliário, no mercado de títulos da dívida pública e na bolsa de valores. Para tanto algumas questões serão levantadas: O Capital fictício penetrou no circuito imobiliário brasileiro? Quais fatores foram determinantes para sua entrada? Qual o papel da dívida pública na concorrência pelo Capital Fictício? Qual o papel das estatais? A abertura de capitais das construtoras e incorporadoras teve impacto significativo na construção civil? Quais as principais fontes de financiamento do setor? Quais fatores alternativos ao Capital Fictício que não o mercado imobiliário?

Por fim será feita uma conclusão abarcando todas estas categorias, dinâmicas e questões levantadas nas seções anteriores.

OBJETIVOS

Diante do que foi brevemente exposto na Introdução desta tese, esta seção visa esclarecer mais concretamente quais são os objetivos aqui propostos. No campo teórico, pretende-se:

- i) Explorar e buscar interpretações da categoria Capital Fictício, a fim de resgatá-lo e defini-lo com alguma exatidão. Esse esforço teórico envolve uma revisão da categoria, tomando como ponto de partida o Livro I até o Livro III d'O Capital, e caminhando até os dias atuais.
- ii) Operar a ligação teórica entre o Capital Fictício e a Renda da Terra (em Marx).
- iii) Discutir as diversas definições e implicações do termo Financeirização.
- iv) Descrever o processo de Financeirização do setor imobiliário brasileiro através do Sistema Financeiro Imobiliário.
- vi) Analisar o processo de inserção do capital fictício no mercado imobiliário brasileiro.
- vii) Comparar a inserção do capital fictício no mercado imobiliário com as demais alternativas.

HIPÓTESES

A partir do que foi exposto nas seções anteriores, é possível delinear as seguintes hipóteses:

- i) A partir do fim do tratado de Breton Woods (1973), a renda passou a se sobrepor ao capital no processo de acumulação capitalista, ao menos para as economias americanas e brasileiras. Isso implica que o capital fictício – medido através dos preços dos ativos financeiros e imobiliários – descolou-se do valor adicionado da indústria.

ii) Esse processo de domínio do rentismo sobre o excedente não é neutro no espaço, provocando destruição de capitais em alguns lugares e ao mesmo tempo localizando novos empreendimentos em outras localidades.

iii) Diferentemente dos países centrais, vide Harvey (2005a, 2005b, 2006, 2008, 2011a, 2011b, 2016, 2018), a financeirização penetrou de maneira *sui generis* no Brasil, ora privilegiando a dívida pública, ora a bolsa de valores, no entanto no mercado imobiliário esta inserção se deu em uma escala menor.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, serão apresentados os desdobramentos necessários ao desenvolvimento da categoria do capital fictício bem como as diversas categorias da renda da terra. Logo em seguida, discutiremos os diversos conceitos de financeirização. Também serão abordadas questões como a expansão geográfica (globalização), o papel do capital financeiro, as crises e os investimentos tecnológicos na absorção do capital fictício.

1.1 Rumo ao Capital Fictício

Segundo Durand (2017, p. 46), o conceito de capital fictício está associado a dois grandes pensadores: Karl Marx e Friedrich Hayek. Para o mesmo autor,

The notion first appeared in a treatise on monetary questions written by Charles Jenkinson, Earl of Liverpool, addressed to King George III and published in 1805. It appeared in a chapter in which Jenkinson sought to warn the sovereign against the serious risks posed by the proliferation of paper money. (p. 47)

Viner (1955), citado por Durand (2017, p. 49) mostra que, já em 1819, Ricardo foi questionado, na câmara dos Lordes, sobre como o capital fictício estimulava a atividade econômica.

Ricardo, seguindo o princípio da neutralidade da moeda, respondeu:

I do not think that any Stimulus is given to production by the Use of fictitious Capital, as it is called.' However, he conceded that, on rare occasions, it could encourage capital accumulation by increasing profits at the expense of wages. Jacob Viner, Studies in the Theory of International Trade, London: George Allen & Unwin, 1955, pp. 214–15 (DURAND 2017, p.49).

A posição de Hayek, na visão de Durand (2017), é a de que o aumento do crédito sem a contrapartida do aumento da poupança levará a um aumento do lançamento de novos projetos.

Ao mesmo tempo, o consumo mantendo-se constante, provocará a falta de recursos que fatalmente levaria a uma crise com o abandono de projetos de investimento e ou diminuição do consumo. A criação de capital fictício, ao invés de aumentar o capital acumulado, acarretaria simplesmente má utilização dos recursos disponíveis e ao desperdício.

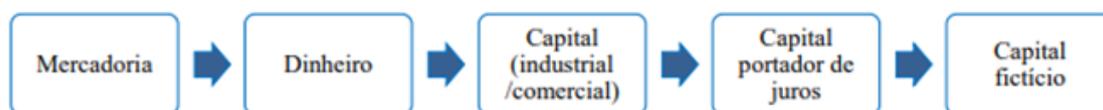
Este problema de desperdício de recursos também é tratado por Schumpeter, embora não use o termo “capital fictício”.

Marx, em O Capital, trata do capital fictício. Somente no livro III o termo “fictício” (ou “fictitious”), relacionado ao crédito ou ao dinheiro, aparece 20 vezes. Apesar do Título do Capítulo 25 ser “Crédito e Capital Fictício”, o mesmo já se inicia com uma advertência:

Uma análise detalhada do crédito e dos instrumentos de que ele se vale (dinheiro creditício etc.) está além de nosso escopo. Aqui devemos ressaltar apenas alguns aspectos necessários para a caracterização do modo de produção capitalista em geral. Para isso, temos de nos ocupar somente do crédito comercial e do crédito bancário. Deixaremos de fora da análise a relação entre o desenvolvimento desses dois tipos de crédito e o crédito público (Marx, 2017, P. 389).

Utilizaremos a categoria Capital Fictício proposta por Marx no Livro III d'O Capital, afim de desenvolver a categoria de “Capital Fictício”, e levaremos em conta o desdobramento proposto por Paludetto & Rossi (2018)

Figura 1: Desdobramento da forma valor: a sucessão sistemática de categorias em Marx



Fonte: PALLUDETTO, A. W. A & ROSSI, P., 2018.p. 6

1.1.1 A Mercadoria

Marx tem como ponto de partida, tanto no “Capital” como na “Contribuição à crítica da economia política”, a análise da mercadoria.

À primeira vista, a riqueza da sociedade burguesa aparece como uma imensa acumulação de mercadorias, sendo a mercadoria isolada a forma elementar dessa riqueza. Mas, cada mercadoria se manifesta sob o duplo aspecto de valor de uso e de valor de troca (Marx 2008, p.43).

Já no segundo parágrafo d’O Capital, ele desenvolve a categoria mercadoria:

A mercadoria é, antes de tudo, um objeto externo, uma coisa que, por meio de suas propriedades, satisfaz necessidades humanas de um tipo qualquer. A natureza dessas necessidades – se, por exemplo, elas provêm do estômago ou da imaginação – não altera em nada a questão. Tampouco se trata aqui de como a coisa satisfaz a necessidade humana, se diretamente, como meio de subsistência [Lebensmittel], isto é, como objeto de fruição, ou indiretamente, como meio de produção (Marx 2013, p.157).

Há de se notar o duplo caráter da mercadoria, enquanto valor de uso, capacidade de satisfazer as necessidades humanas e, por outro lado, valor de troca, ser depositária de valor.

Enquanto valor de uso, as mercadorias apresentam diferenças qualitativas. Diferenças estas produzidas pela habilidade humana, em transformar a natureza de forma a satisfazer as mais diversas necessidades humanas (trabalho útil).

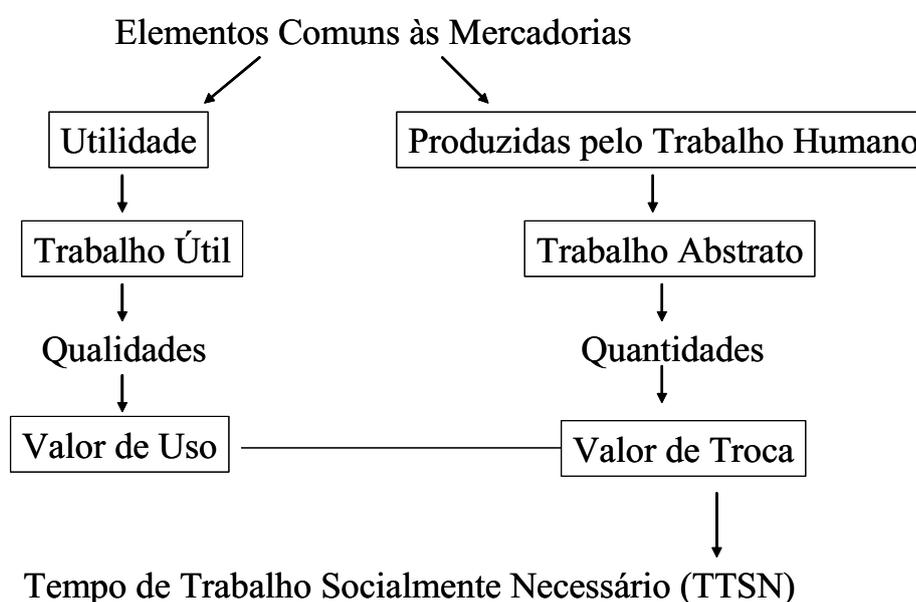
Todo trabalho é, por um lado, dispêndio de força humana de trabalho em sentido fisiológico, e graças a essa sua propriedade de trabalho humano igual ou abstrato, ele gera o valor das mercadorias. Por outro lado, todo trabalho é dispêndio de força humana de trabalho numa forma específica, determinada à realização de um fim, e, nessa qualidade de trabalho concreto e útil, ele produz valores de uso (Marx 2013, p.172).

Este esforço de transformação é fruto do esforço humano e, neste quesito, abstraindo todas as diferenças qualitativas, podemos reduzir todos os tipos de trabalho a um trabalho abstrato. Este

trabalho abstrato seria o denominador comum dos diferentes tipos de trabalhos e o trabalho qualificado seria um múltiplo do trabalho não qualificado.

Os valores de uso são, de modo imediato, meios de existência. Inversamente, esses meios de existência são produtos da vida social, resultado da força vital gasta pelo homem, de trabalho objetivado. Como materialização de trabalho social, todas as mercadorias são cristalizações da mesma unidade (Marx 2008, p.53).

Figura 2: Elementos comuns das mercadorias



Fonte: Elaboração própria

Outro ponto comum a todas as mercadorias é que elas têm de ser produzidas com a intenção de serem vendidas. Já que foi produzida com a intenção de ser vendida, ela não apresenta valor de uso para o seu produtor, para este, esta mercadoria apresenta-se somente como valor de troca. Por outro lado, o comprador desta mercadoria está interessado em seu valor de uso, ou seja, sua capacidade de satisfazer alguma necessidade. Portanto, abre mão do valor, acumulado previamente, para usufruir deste valor de uso.

Nota-se que o vendedor só produziu aquela mercadoria com a intenção de vendê-la, e o fez pensando em comprar outra mercadoria que apresentava um valor de uso diferente daquele da sua, ou seja, a mercadoria pressupõe uma divisão social do trabalho.

Os objetos de uso só se tornam mercadorias porque são produtos de trabalhos privados realizados independentemente uns dos outros. O conjunto desses trabalhos privados constitui o trabalho social total. Como os produtores só travam contato social mediante a troca de seus produtos do trabalho, os caracteres especificamente sociais de seus trabalhos privados aparecem apenas no âmbito dessa troca. (...) . A partir desse momento, os trabalhos privados dos produtores assumem, de fato, um duplo caráter social. Por um lado, como trabalhos úteis determinados, eles têm de satisfazer uma determinada necessidade social e, desse modo, conservar a si mesmos como elos do trabalho total, do sistema natural-espontâneos da divisão social do trabalho. Por outro lado, eles só satisfazem as múltiplas necessidades de seus próprios produtores na medida em que cada trabalho privado e útil particular é permutável por qualquer outro tipo útil de trabalho privado, portanto, na medida em que lhe é equivalente (Marx 2013, p.207-8).

Seria muito difícil para um produtor de determinada mercadoria encontrar outro produtor com uma mercadoria interessante e, ao mesmo tempo, interessado na sua mercadoria. Portanto, a mercadoria também exige a existência de um mercado amplo, em que as transações sejam feitas em dinheiro.

Esta relação social entre as mercadorias representa o “Tempo de Trabalho Socialmente Necessário – TTSN”. Se um indivíduo A gasta 10 horas de trabalho e o indivíduo B, 8 horas na produção da mesma mercadoria, não é que a mercadoria de A vai conseguir 10 horas e a de B 8 horas. Na sociedade, como um todo, o usual é que esta mercadoria seja produzida em um número determinado de horas (por exemplo, 9 horas), e o que vai acontecer é que ambos, A e B, vão ter como reconhecimento de seu trabalho 9 horas de trabalho.

O tempo de trabalho representado no valor de troca é o tempo de trabalho do indivíduo, mas do indivíduo que não se distingue dos demais indivíduos, enquanto realizam um trabalho igual, de tal maneira que o tempo de trabalho gasto por um em produzir uma mercadoria determinada, é o tempo de trabalho necessário que qualquer outro empregaria em produzir a mesma mercadoria (Marx 2008, p.57-58).

Esta relação social entre as mercadorias se dá através do desenvolvimento da expressão da forma contida nas mercadorias, de sua forma mais simples até a forma-dinheiro. Marx começa explicando a forma simples.

1.1.2 Valor

Lembre-mos, todavia, de que as mercadorias possuem objetividade de valor apenas na medida em que são expressões da mesma unidade social, do trabalho humano, pois sua objetividade de valor é puramente social e, por isso, é evidente que ela só pode se manifestar numa relação social entre mercadorias (Marx 2013, p.173).

A) A forma de valor simples, individual ou ocasional

Temos nesta forma duas mercadorias, sendo que a primeira apresenta um papel ativo, e a segunda mercadoria um valor relativo ou equivalente à primeira. Marx (2013, p.174) cita como exemplo:

(20 braças de linho = 1 casaco ou: 20 braças de linho têm o valor de 1 casaco.)

B) A forma de valor total ou desdobrada

Nesta forma, o valor de uma mercadoria – o tecido, por exemplo – é agora expresso em inúmeros outros elementos do mundo das mercadorias, excetuando-se a si mesmo. Tomemos como exemplo (Marx 2008, p.74):

1 metro de tecido = 2 libras de café

1 metro de tecido = 1/2 libra de chá

1 metro de tecido = 8 libras de pão

1 metro de tecido = 6 metros de algodão

1 metro de tecido = etc.

C) A forma de valor universal

Tomando ainda como exemplo (Marx 2008, p.74): há uma inversão das séries de equações nas quais uma mercadoria em particular - o tecido - assume o papel de equivalente geral:

2 libras de café = 1 metro de tecido

1/2 libra de chá = 1 metro de tecido

8 libras de pão = 1 metro de tecido

6 metros de algodão = 1 metro de tecido.

Em “O Capital”, Marx explica detalhadamente a forma universal:

A forma universal do valor só surge, ao contrário, como obra conjunta do mundo das mercadorias. Uma mercadoria só ganha expressão universal de valor porque, ao mesmo tempo, todas as outras expressam seu valor no mesmo equivalente, e cada novo tipo de mercadoria que surge tem de fazer o mesmo. Com isso, revela-se que a objetividade do valor das mercadorias, por ser a mera “existência social” dessas coisas, também só pode ser expressa por sua relação social universal [allseitige], e sua forma de valor, por isso, tem de ser uma forma socialmente válida (2013, p.198).

D) A forma-dinheiro

A forma-dinheiro se diferencia da forma de valor universal, pelo fato de que agora, em vez de uma mercadoria qualquer (tecido), é o ouro que possui a forma de equivalente universal.

20 braças de linho 1 casaco 10 libras de chá 40 libras de café 1 <i>quarter</i> de trigo ½ tonelada de ferro x mercadoria A	}	2 onças de ouro
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---	-----------------

Fonte: (Marx 2013, p.203)

O ouro, devido suas características físicas, durabilidade, divisibilidade, homogeneidade, uniformidade de todas as procedências, além de ser uma mercadoria que carrega uma grande quantidade de trabalho necessário à sua produção, o levou a desempenhar o papel de equivalente universal.

O ouro funciona como padrão dos valores por ser mercadoria, valor, consubstanciação do tempo de trabalho socialmente necessário; assim sendo, seu valor é mutável em função da variação de seu tempo de produção (Hilferding, 1985, p.41).

Paulani coloca que “o elemento principal que caracteriza o dinheiro como meio de circulação, ou seja, como moeda, é justamente a possibilidade que ele abre de ser substituído por representantes de si mesmo” (2009, p. 58).

1.1.3 O Fetichismo da Mercadoria

O processo de circulação é fundamental, uma vez que é nele que trabalhos privados realizados independentemente, tornam-se sociais, mediante o processo de troca. Através da troca, o trabalho útil satisfaz determinadas necessidades sociais e, por outro lado, satisfaz a necessidade de seus produtores, uma vez que propiciam o valor necessário à compra de outros valores de uso equivalente.

Marx, em O Capital, mostra como o dinheiro (ouro, prata) acaba assumindo ilusoriamente o papel de uma relação social sem devidamente sê-lo. O segundo capítulo do Capital trata do processo de troca. Neste processo, a transformação de valor em valor de troca se dá através de um equivalente universal. Tal equivalente torna-se necessário no processo social, de forma que cada produtor troque o seu produto pelo equivalente universal e assim troque este equivalente universal por outro produto de seu interesse.

Uma mercadoria aparenta ser, à primeira vista, uma coisa óbvia, trivial. Sua análise resulta em que ela é uma coisa muito intrincada, plena de sutilezas metafísicas e melindres teológicos. Quando é valor de uso, nela não há nada de misterioso, quer eu a considere do ponto de vista de que satisfaz necessidades humanas por meio de suas propriedades, quer do ponto de vista de que ela só recebe essas propriedades como produto do trabalho humano (Marx 2013, p.204).

Já que não é de seu valor de uso que surge o seu caráter enigmático, este surge então da sua característica de valor (de troca), onde os diversos produtos do trabalho humano encontram substância comum, qual seja, dispêndio de força humana.

Se as mercadorias pudessem falar, diriam: é possível que nosso valor de uso tenha algum interesse para os homens. A nós, como coisas, ele não nos diz respeito. O que nos diz respeito materialmente [dinglich] é nosso valor. Nossa própria circulação como coisas-mercadorias [Warendinge] é a prova disso. Relacionamo-nos umas com as outras apenas como valores de troca (Marx 2013, p.217).

Segundo Klagsbrunn (2012, p.7) Marx “não toma o dinheiro como um dado da realidade, mas se propõe a explicar a sua gênese lógica a partir da circulação das mercadorias”.

Depois de se compreender o valor de uso e o valor de troca, estuda-se a mercadoria como unidade direta de ambos, tal como entra no processo de troca (...). Advertimos que essas contradições não têm tão-somente um interesse teórico abstrato, mas refletem ao mesmo tempo as dificuldades que surgem da natureza da relação de troca direta, do simples ato da troca, e as impossibilidades nas quais essa primeira forma rudimentar de troca necessariamente tropeça. A solução para essas impossibilidades é alcançada transferindo a uma mercadoria especial - o dinheiro - a qualidade de representar o valor de troca de todas as demais mercadorias (Engels 2008, p.284-285).

Ao trocar determinada mercadoria pelo dinheiro, o vendedor não está interessado nas propriedades desta mercadoria, equivalente geral. Tomemos como exemplo o vendedor de tecidos, que troca duas braças de linho por dois gramas de ouro. Ele não está interessado nas qualidades metálicas, ou ornamentais do ouro. Ele está interessado na capacidade deste ouro transformar-se em qualquer outra mercadoria, como, por exemplo, 40 libras de café ou em um casaco.

(...) uma relação social determinada entre os próprios homens, que assume, para eles, a forma fantasmagórica de relação entre coisas. Desse modo, para encontrarmos uma analogia, temos de nos refugiar na região nebulosa do mundo religioso. Aqui, os produtos do cérebro humano parecem dotados de vida própria, como figuras independentes que travam relação umas com as outras e com os homens. Assim se apresentam, no mundo das mercadorias, os produtos da mão humana. A isso eu chamo de fetichismo, que se cola aos produtos do trabalho tão logo eles são produzidos como mercadorias e que, por isso, é inseparável da produção de mercadorias. Esse caráter fetichista do mundo das mercadorias surge, como a análise anterior mostrou, do caráter social peculiar do trabalho que produz mercadorias (Marx 2013, p.147-148).

Rocha (2015, p.2) resume da seguinte forma: “a produção de mercadorias confere ao equivalente geral uma existência própria, mediada pelo valor de uso que lhe é fornecido pelas suas funções sociais específicas, e não mais como o metal que lhe empresta a forma”.

1.1.4 A Circulação Simples

O segundo capítulo da “Contribuição à Crítica da Economia Política” chama-se “O Dinheiro ou A Circulação Simples” - mesmo título do capítulo três do Capital. Marx desenvolve neste capítulo, bem como no segundo capítulo do Capital, o processo de circulação da mercadoria.

Assim, a existência do ouro como moeda se separa radicalmente de sua substância de valor. Coisas relativamente sem valor, como notas de papel, podem, portanto, funcionar como moeda em seu lugar. (...) Trata-se, aqui, apenas de papel-moeda emitido pelo Estado e de circulação compulsória. Ele surge imediatamente da circulação metálica. O dinheiro creditício [Kreditgeld] implica, por outro lado, condições que nos são totalmente desconhecidas do ponto de vista da circulação simples de mercadorias. (Marx 2013, p.268).

As mercadorias para se transformarem em outras necessitam primeiramente que seus possuidores estabeleçam relações sociais uns com os outros.

A utilidade da mercadoria começa com sua saída da circulação, enquanto a utilidade do dinheiro, como instrumento da circulação, consiste no fato de que circula. O movimento da mercadoria na circulação não é mais que um movimento fugitivo, enquanto que a função do dinheiro consiste em mover-se na circulação sem descanso. (Marx 2008, p.135).

O processo de troca de Mercadorias na sua forma simples ou comercial é ilustrado abaixo. O possuidor de uma determinada mercadoria a troca pela quantidade de moeda equivalente e por meio dela, é feita uma nova troca, transformando-se em outra mercadoria:

Figura 3: Circulação simples de mercadoria

Circulação Simples de Mercadorias (vender para comprar)

Mercadoria	→	Moeda	→	Mercadoria
100	→	X	→	100

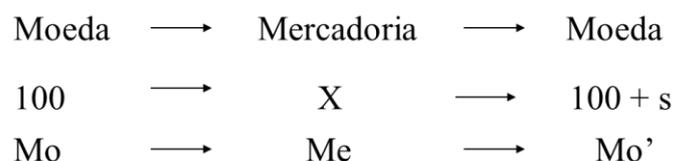
Fonte: Elaboração própria

A troca real destas, isto é, a troca social da matéria, opera-se numa metamorfose na qual se desdobra o duplo caráter da mercadoria como valor de uso e de troca, mas em que sua própria metamorfose se cristaliza ao mesmo tempo nas formas determinadas da moeda. Descrever essa metamorfose é descrever a circulação. (Marx 2008, p.119).

Por outro lado, se alguém compra de outrem, tem de vender. Esta operação apresenta como contrapartida, a forma capitalista de mercadoria:

Figura 4: Circulação Capitalista de mercadoria

Circulação Capitalista de Mercadorias (comprar pra vender)



Fonte: Elaboração própria

Nesta outra forma de circulação, temos, no início, a moeda e esta é trocada por mercadoria, de forma a se transformar novamente em moeda. No entanto, neste processo o capitalista não está interessado em obter a mesma quantidade original de moeda. Ele deseja obter algo a mais, algum mais valor.

Todavia, na prática não se compra para vender: compra-se barato, para se vender mais caro. Troca-se dinheiro por mercadoria para trocar, em seguida, a mesma mercadoria por maior quantidade de dinheiro, de modo a fazer diferirem os extremos D-D, se não qualitativa, quantitativamente. Essa diferença quantitativa pressupõe a troca de não-equivalentes, enquanto a mercadoria e o dinheiro, como tais, são apenas formas antitéticas da própria mercadoria; isto é, modalidades distintas da existência da mesma magnitude de valor. (Marx 2008, p.159).

No processo de circulação capitalista de mercadorias, esta parcela extra não se justifica, uma vez que se a mercadoria representa, por exemplo, 100 unidades de trabalho, se comprá-la por 90 unidades de trabalho e logo vendê-la por 100 unidades, teríamos “lucro” de 10 unidades. Este ganho seria exatamente a perda ou prejuízo do vendedor, não havendo então crescimento da riqueza, apenas transferência de riqueza entre compradores e vendedores.

Se o comprador comprar e vender esta mercadoria por, digamos, 100 unidades, não haveria lucro nem prejuízo, tão pouco houve criação de riqueza. Outra forma possível seria o caso de comprar por 100 unidades de trabalho e vendê-la, digamos, por 110 unidades. Neste caso, o segundo comprador estaria comprando algo que vale 100 unidades por 110. Assim, o lucro do vendedor é igual ao prejuízo do comprador. Desta forma, fica claro que o processo de comercialização por si só não é capaz de criar mais valor.

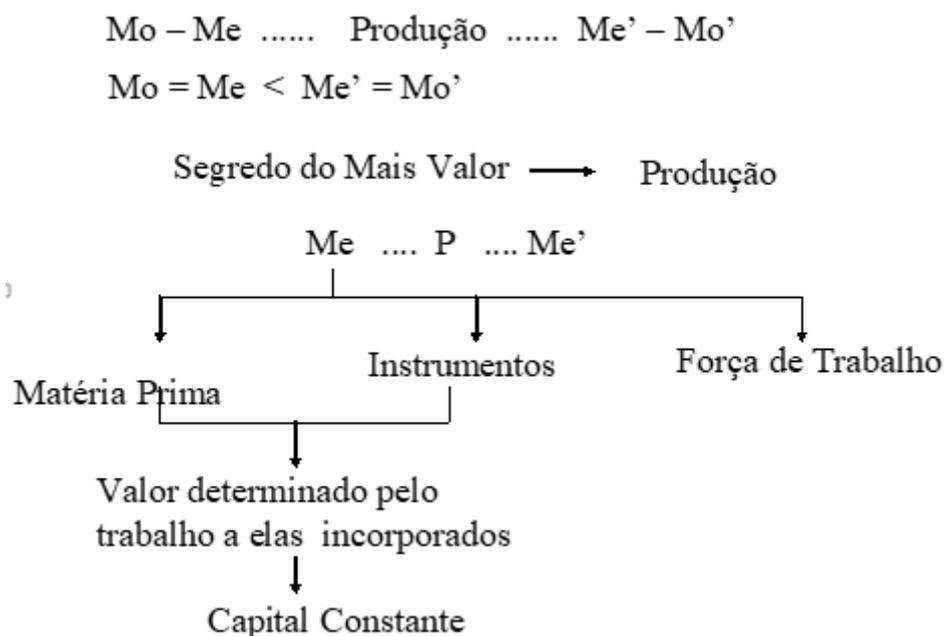
Como o motor do capitalismo é a busca incessante de lucro, ou melhor dizendo, acumulação de valor, temos que buscar a origem deste em outro circuito. Saindo da esfera da circulação, adentramos na esfera da produção.

Assim, o valor de uso jamais pode ser considerado como finalidade imediata do capitalista. Tampouco pode sê-lo o lucro isolado, mas apenas o incessante movimento do lucro. Esse impulso absoluto de enriquecimento, essa caça apaixonada ao valor é comum ao capitalista e ao entesourador, mas, enquanto o entesourador é apenas o capitalista ensandecido, o capitalista é o entesourador racional (Marx 2013, p.296-7).

1.1.5 A Fórmula Geral do Capital Industrial

Neste novo processo, o capitalista, possuindo a moeda, a troca por mercadorias, estas se dividem em matérias primas, instrumentos e força de trabalho. Estes três elementos combinados através do processo de produção, resultam em uma nova mercadoria que, em seguida, é levada ao mercado onde novamente é trocada por moeda. Ao terminar este processo percebemos que a quantidade de moeda no final é superior à quantidade inicial.

Figura 5: Fórmula geral do capital industrial



Fonte: Elaboração própria

Neste novo processo, o capitalista, possuindo a moeda, a troca por mercadorias, estas se dividem em matérias primas, instrumentos e força de trabalho. Estes três elementos combinados

através do processo de produção, resultam em uma nova mercadoria que, em seguida, é levada ao mercado onde novamente é trocada por moeda. Ao terminar este processo percebemos que a quantidade de moeda no final é superior à quantidade inicial. A diferença entre elas é o que denominamos “mais valor”.

Dado que as mercadorias iniciais, (matérias primas, instrumentos, e força de trabalho) equivalem à quantidade de moeda inicial e que a mercadoria final equivale à quantidade de moeda final, concluímos que o processo de criação de mais valor se deu no intervalo denominado produção.

Finalmente, a produção tampouco é somente particular. É sempre, ao contrário, um corpo social dado, um sujeito social, que exerce sua atividade em um agregado mais ou menos considerável de ramos da produção (Engels 2008, p.241).

No processo de produção, matéria prima, instrumentos e força de trabalho combinados dão origem a nova mercadoria. No entanto, as matérias primas somente transferem valor às mercadorias. Se, por exemplo, ao comprarmos uma caneta, e desejarmos que ela apresente uma pena de ouro, necessitaremos pagar a diferença entre o valor do aço para o ouro. A caneta com a pena de ouro vai valer mais do que a caneta com bico de aço, pois conseguir o ouro é mais difícil e, portanto, dá mais trabalho do que conseguir o aço.

Para o artesão, tanto faz fabricar a caneta com pena de ouro ou de aço, desde que seja a ele fornecida a matéria prima.

O indivíduo que ao produzir desenvolve suas faculdades, as gasta também, as consome no próprio ato da produção, exatamente como a reprodução natural é uma espécie de consumo das forças vitais. Em segundo lugar, produzir é consumir os meios de produção que se tenham utilizado e que se desgastam, e parte dos quais (na calefação, por exemplo), dissolvem-se de novo nos elementos do universo. Também se consome a matéria-prima, a qual não conserva a sua forma e constituição naturais, e que por isso mesmo é consumida. O próprio ato de produção é, pois, em todos os seus momentos, também um ato de consumo (Engels, 2008, p. 246).

No caso dos instrumentos, observamos que eles também transferem valor à mercadoria. Ao utilizarmos uma ferramenta, a mesma se desgasta e cedo ou tarde terá de ser substituída. Por exemplo, se uma chave de fenda é capaz de apertar 10.000 parafusos e para produzir esta chave de fenda utilizarmos, digamos, 10 horas de trabalho, temos que a cada apertada de parafuso um milésimo de hora é transferido à nova mercadoria.

Portanto, tanto instrumentos quanto matérias primas apenas transferem valor às mercadorias, sendo por isso, denominado “Capital Constante”.

Para poder extrair valor do consumo de uma mercadoria, nosso possuidor de dinheiro teria de ter a sorte de descobrir no mercado, no interior da esfera da circulação, uma mercadoria cujo próprio valor de uso possuísse a característica peculiar de ser fonte de valor, cujo próprio consumo fosse, portanto, objetivação de trabalho e, por conseguinte, criação de valor. E o possuidor de dinheiro encontra no mercado uma tal mercadoria específica: a capacidade de trabalho, ou força de trabalho (Marx 2013, p.312).

A força de trabalho, por outro lado, tanto quanto as outras mercadorias também se desgastam e têm de ser substituída. O custo de reprodução da força de trabalho, assim como qualquer outra mercadoria, é o custo de substituir esta mercadoria por outra de igual qualidade.

O valor da força de trabalho se reduz ao valor de uma quantidade determinada de meios de subsistência e varia, portanto, com o valor desses meios de subsistência, isto é, de acordo com a magnitude do tempo de trabalho requerido para a sua produção. (Marx 2013, p.321).

No entanto, esta mercadoria apresenta uma característica especial, ela é capaz de criar mais valor do que custa. O trabalhador ao executar a sua tarefa é capaz de criar valor suficiente para a sua manutenção e reprodução, além de um excedente.

Consequentemente, é na esfera da produção e através da força de trabalho que se produz o excedente. O trabalhador, durante a sua jornada de trabalho, produz valor de troca suficiente para o pagamento de sua manutenção (salário) a que denominamos “tempo de trabalho necessário” e, após esta produção, sua jornada de trabalho continua. A partir deste momento, ele passa a produzir não mais para si, mas para o seu patrão, o dono do capital.

O valor passa constantemente de uma forma a outra, sem se perder nesse movimento, e, com isso, transforma-se no sujeito automático do processo. Ora, se tomarmos as formas particulares de manifestação que o valor que se autovaloriza assume sucessivamente no decorrer de sua vida, chegaremos a estas duas proposições: capital é dinheiro, capital é mercadoria. (Marx 2013, p.297).

A força de trabalho então é uma mercadoria especial, especial no sentido em que é a única que produz mais do que custa a sua reprodução, única mercadoria capaz de gerar mais valor.

Então nos perguntamos por que alguém a vende? E a resposta é óbvia, vende porque seus possuidores não têm mais nada para vender. Eles só têm a si mesmos para se venderem e o fazem por um período determinado.

A continuidade dessa relação requer que o proprietário da força de trabalho a venda apenas por um determinado período, pois, se ele a vende inteiramente, de uma vez por todas, vende a si mesmo, transforma-se de um homem livre num escravo, de um possuidor de mercadoria uma mercadoria. (...) A segunda condição essencial para que o possuidor de dinheiro encontre no mercado a força de trabalho como mercadoria é que seu possuidor, em vez de poder vender mercadorias em que seu trabalho se objetivou, tenha, antes, de oferecer como mercadoria à venda sua própria força de trabalho, que existe apenas em sua corporeidade viva (Marx 2013, p. 313-4).

Os donos do capital (os capitalistas) consomem a força de trabalho fazendo com que trabalhadores trabalhem. Durante sua jornada de trabalho, eles incorporam seu trabalho às mercadorias. Fazem-no transformando o capital constante em novos valores de uso, que agora apresentam novas utilidades e como foi dispendido tempo nesta transformação, esta mercadoria incorpora também o tempo necessário à sua transformação.

Como exemplo, tomemos as matérias primas e o desgaste dos instrumentos em digamos 12 horas de trabalho. Ao trabalharmos 10 horas, estaremos não só transformando o capital constante, como incorporando a ele mais 10 horas de trabalho. Desta forma a nova mercadoria passa a valer 22 horas de trabalho.

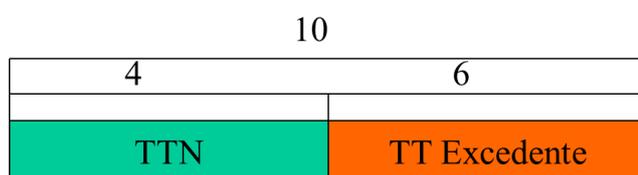
Se tomarmos estas 10 horas de trabalho acrescidas, teremos que repor o desgaste deste trabalhador, uma vez que: “todo homem morre 24 horas a cada dia” (Marx 2013, p. 359). Substituir este desgaste não custa 10 horas de trabalho. Custa bem menos do que isto. Por exemplo, 4 horas de trabalho. Estas quatro horas são suficientes para que o trabalhador produza o valor de uso equivalente ao valor (de troca) de uma quantidade determinada de meios de subsistência “de acordo com a magnitude do tempo de trabalho requerido para a sua produção” (Marx 2013, p.318). É o que se denomina “Tempo de Trabalho Necessário”.

As seis horas restantes seriam o segundo período do processo de trabalho:

O segundo período do processo de trabalho, em que o trabalhador trabalha além dos limites do trabalho necessário, custa-lhe, de certo, trabalho, dispêndio de força de trabalho, porém não cria valor algum para o próprio trabalhador. Ele gera mais-valor, que, para o capitalista, tem todo o charme de uma criação a partir do nada. A essa parte da jornada de trabalho denomino tempo de trabalho excedente [Surplusarbeitszeit], e ao trabalho nela despendido denomino, mais-trabalho [Mehrarbeit] (surplus labour) (Marx 2013, p.374).

Se compararmos os dois momentos da jornada de trabalho, teremos:

Figura 6: Tempo de trabalho excedente



10 horas = Trabalho Potencial

4 horas = Tempo de Trabalho Necessário

Jornada de Trabalho de 10 horas (Vlr. de Uso)

Custava apenas 4 horas (Vlr. de Troca)

4 horas de trabalho adicionava 10 horas de valor de troca

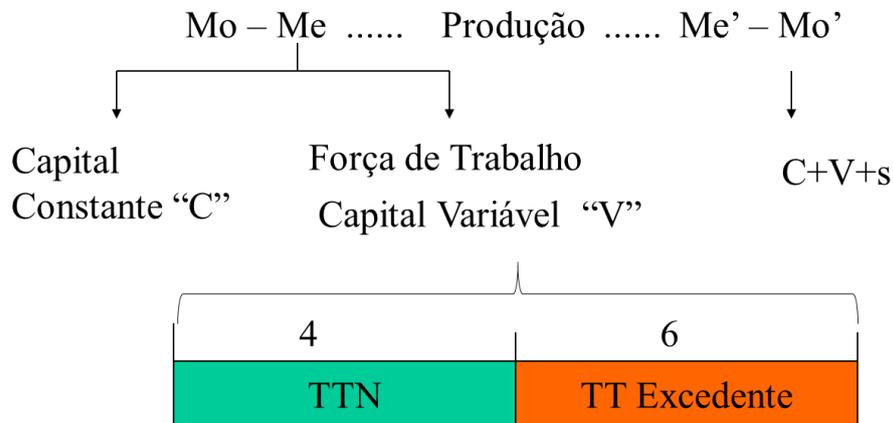
$10 - 4$ horas = Tempo de Trabalho Excedente

Excesso de duração da jornada de Trabalho

Fonte: Elaboração própria

Voltando à fórmula geral do capital industrial, verificaremos que as mercadorias iniciais se dividem em capital constante e variável. Neste ponto agora, estamos interessados apenas no capital variável.

Figura 7: Capital constante e capital variável



Fonte: Elaboração própria

Apesar de o trabalhador trabalhar dez horas no total e, portanto, agregando a nova mercadoria Me' 10 horas a mais do que Me, o trabalhador, como toda e qualquer outra mercadoria, vai receber o equivalente à sua substituição. Neste caso, quatro horas de trabalho. As seis horas restantes são a única fonte de criação de riqueza, e esta é livremente apropriada pelos capitalistas que, afinal, compraram temporariamente a força de trabalho.

Neste exemplo específico, a jornada de trabalho de 10 horas se divide em 4 horas para o trabalhador e seis horas para o patrão. Ao dividirmos a última pela primeira, teremos a taxa de mais valor, ou melhor, a taxa de exploração do trabalhador. Neste caso, o trabalhador trabalha uma hora e meia para o patrão a cada hora que trabalharia para si.

Figura 8: Taxa de mais valor

$$\frac{s}{V} = \text{Taxa de Mais Valor} \quad \frac{6}{4} = 1,5$$

Juros
 Lucros
 Alugueis
 Rendas

 = Divisões do Mais Valor
 → Parasitas

Fonte: Elaboração própria

Deste mais valor, o capitalista terá de reparti-lo na forma de juros, lucros, aluguéis e quaisquer outras rendas parasitárias.

O capitalista que produz o mais-valor, isto é, que suga trabalho não pago diretamente dos trabalhadores e o fixa em mercadorias, é, decerto, o primeiro apropriador, porém de modo algum o último proprietário desse mais-valor. Ele tem ainda de dividi-lo com capitalistas que desempenham outras funções na totalidade da produção social, com o proprietário fundiário etc. O mais-valor se divide, assim, em diversas partes. Seus fragmentos cabem a diferentes categorias de pessoas e recebem formas distintas, independentes entre si, como o lucro, o juro, o ganho comercial, a renda fundiária etc. (MARX, 2013, p. 777-8).

1.1.6 O Capital Portador de Juros

Para Marx, a acumulação de dinheiro por si só não é capital. Ele se torna capital monetário a partir do momento em que pode ser emprestado ao capitalista produtor de mercadorias ou mesmo ao capitalista comercial. Assim, passa a assumir outro valor de uso: o de produção de lucro.

Com base na produção capitalista, o dinheiro – [...] – pode ser convertido em capital e, mediante essa conversão, deixar de ser um valor dado para se transformar num valor que valoriza a si mesmo, incrementa a si mesmo. Ele produz lucro, isto é, permite ao capitalista extrair dos trabalhadores determinada quantidade de trabalho não pago, de mais-produto e mais-valor, e de apropriar-se desse trabalho. [...] Em outras palavras, o capital como tal torna-se mercadoria (MARX, 2017, p. 332).

O dinheiro, uma vez convertido em capital e transformado em mercadoria, pode transformá-lo em capital portador de juros:

O possuidor de dinheiro, que quer valorizá-lo como capital portador de juros, aliena-o a um terceiro, lança-o na circulação, converte-o em mercadoria como capital; (...), como valor que possui o valor de uso de criar mais-valor, lucro; como um valor que conserva a si mesmo no movimento e que, depois de ter funcionado, retorna àquele que o desembolsou originalmente, (...) que só transita temporariamente das mãos de seu proprietário para as mãos do capitalista em atividade e que, por conseguinte, não é pago nem vendido, mas apenas emprestado; um valor que só é alienado sob a

condição de, em primeiro lugar, retornar a seu ponto de partida após determinado prazo e, em segundo lugar, retornar como capital realizado, isto é, tendo cumprido seu valor de uso, que consiste em produzir mais-valor (MARX, 2017. p. 337).

1.1.7 O Capital Fictício

Segundo Lapyda (2011, p. 211), “O capital fictício é uma forma do capital portador de juros que não possui base material de valorização” (na produção de mercadorias).

Visando atender ao propósito de fornecer uma definição precisa do termo “capital fictício”, uma diferenciação faz-se fundamental. Capital financeiro e capital fictício são categorias necessariamente diferentes na literatura que está sendo adotada aqui. O capital financeiro e o crédito possuem uma contrapartida no valor-trabalho, ao mesmo tempo que proporcionam uma maior velocidade na rotação do capital, e, portanto, na realização da mais-valia. Como o capitalista realiza o lucro a partir do circuito $Mo - Me - Mo'$, é necessário que se “compre dinheiro” e se venda mercadoria para que ocorra o processo de ampliação do capital. Nesse sentido, Albuquerque (2010b, p. 153) destaca que “o desenvolvimento do crédito é causa e efeito da grande indústria.

Entretanto, o capital fictício não é lastreado no valor-trabalho, como vimos, diferentemente do capital financeiro. Ao contrário, trata-se de uma possibilidade de venda em que se penhora a expectativa futura de rendas. É nesse sentido que Brunhoff e Foley (2006) definem o capital fictício como aquele decorrente da capitalização. Dentre os exemplos de capital fictício encontrados na obra de Marx estão os títulos da dívida pública, as ações da bolsa de valores e o dinheiro de crédito obtido através da multiplicação dos meios de pagamento secundários (letras de câmbio, notas promissórias, etc.) pelos bancos.

In sum, fictitious capital is an incarnation of that capital which tends to free itself from the process of valorisation-through-production. According to the Marxist approach, capital is fictitious to the extent that it circulates without production yet having been realised, representing a claim on a future real valorisation process (DURAND, 2017, p. 57).

Gontijo apresenta a dualidade do capital fictício entre a sociedade e o indivíduo: “Do ponto de vista da reprodução e da sociedade, trata-se, por isso, de uma riqueza imaginária, ilusória, constituindo apenas direito a uma riqueza futura, embora, do ponto de vista individual, apareçam como capital real” (2009. p. 9).

1.1.7.1 Títulos da dívida pública

Segundo Marx (2017, p. 449), “Mesmo nos casos em que o título de dívida – o título de valor – não represente, como ocorre com a dívida pública, um capital puramente ilusório, o valor-capital desse título é totalmente ilusório”. Ou, como aponta Hilferding (1985, p. 114), “Os títulos da dívida pública não precisam de forma alguma representar nenhum capital existente”. Lapyda (2011, p. 58-59) aponta uma importante contradição:

Segundo Marx, o título da dívida contra o Estado não é e não pode ser capital. (...) o preço de mercado do título é então calculado a partir de um raciocínio às avessas: tomando-se a taxa de juros vigente e o montante do rendimento pago, calcula-se o valor do “capital” representado pelo título: o juro tem a capacidade de transformar em “capital” aquilo que não o é.

Marx (2017, p. 447) explicita o fato da dívida pública ser uma espécie de capital fictício:

O que o credor do Estado possui é: 1) um título de dívida pública, digamos de £100; 2) o direito, que esse título de dívida lhe confere, de participar das receitas anuais do Estado, isto é, sobre o produto anual dos impostos, em determinada soma – digamos, de £5 ou 5%; 3) a possibilidade de vender a outros, quando quiser, esse título de dívida de £100. [...] Porém, o capital, do qual o pagamento pelo Estado é considerado um fruto (juros), é, em todos esses casos, ilusório, fictício.

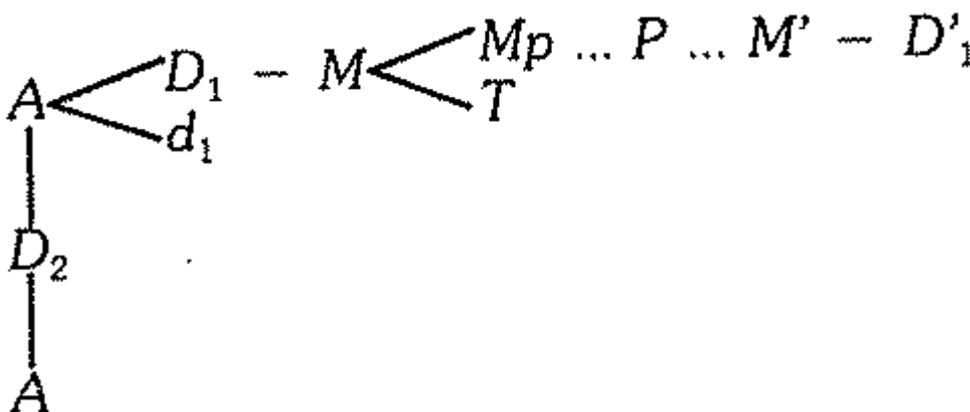
1.1.7.2 Ações

HILFERDING (1985) analisa o papel das ações e das bolsas de valores, sendo uma de suas principais contribuições a categoria “Lucro do Fundador”. No entanto, para o autor:

A ação é, pois, sem dúvida, um título de rendimento, um título de dívida sobre a futura produção, uma ordem de pagamento de lucros. Uma vez que o lucro é capitalizado e a soma capitalizada constitui o preço da ação, o preço da ação parece conter um segundo capital. Mas é ilusão. O que existe, de fato, é o capital industrial e o respectivo lucro. Isso não impede, todavia, que esse “capital” fictício exista para fins de cálculo e que seja tratado como “capital acionário”. Na realidade, não é capital, mas apenas o preço de um rendimento (p. 114).

A figura 9, extraída de Hilferding (1985), mostra que ao ser emitida uma ação (A), a mesma é vendida em dinheiro (D). Este dinheiro divide-se entre (d1) lucro do fundador (a ser explicitado posteriormente) que sai de circulação e (D1) que se transforma em capital produtivo, iniciando o ciclo do capital industrial. No entanto, estas mesmas Ações que propiciaram o lucro de fundador e o capital produtivo representam para os seus possuidores um título sobre rendimentos futuros, que podem ser negociados, por exemplo, em bolsa de valores. Podem também serem dados como garantias de empréstimos entre outras coisas. Caso estas Ações sejam negociadas, faz-se necessária uma nova soma de dinheiro (D2), por um terceiro, como contrapartida à venda destas ações.

Figura 9: Modelo de circulação de ações.



A venda das ações (A) - D2 - (A) representa uma duplicação do capital e não contribui em nada para a produção, mas representa um capital fictício que exige uma remuneração que influi de outras maneiras.

As ações de companhias ferroviárias, de mineração, de navegação etc. representam um capital real, a saber, o capital investido e em funcionamento nessas empresas, ou o montante de dinheiro desembolsado pelos sócios para ser investido como capital em tais empresas. O que não exclui, de forma alguma, a possibilidade de que se trate de mera fraude. Mas esse capital não existe duas vezes: a primeira, como valor-capital dos títulos de propriedade, das ações, e a segunda, como capital realmente investido ou que tem de ser investido naquelas empresas. Ele só existe nesta última forma, e a ação não é mais que um título de propriedade que dá direito a participar pro rata [proporcionalmente] do mais-valor que aquele capital vier a realizar (MARX, 2017, p. 449).

A multiplicação dos meios de pagamento secundários pelos bancos será analisada, com maiores detalhes, posteriormente. No entanto, é possível afirmar que o preço de uma fração de capital fictício pode ser dado por equação:

$$P_S = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} = \sum \frac{R_j}{(1+i)^j} \quad (1)$$

Fonte: ALMEIDA (2015, p. 49)

“na qual P_S é o preço do ativo, R_j é a renda esperada para o j -ésimo período, e i é a taxa de juros real da economia (que, a rigor, pode variar ao longo do tempo, foi mantida constante na equação (1) por parcimônia)¹ (ALMEIDA, 2015, p. 49).

Mas esses papéis, quando se trata de títulos públicos, são capital apenas para quem os comprou, para quem, portanto, eles representam seu preço de compra, o capital neles investido; em si mesmos, não são capital, mas meros títulos de dívida; em se tratando de hipotecas, são meros direitos a receber a renda fundiária futura; e, em se

¹ Essa formulação segue a obra de (GUIGOU, 1982). Esta equação foi pensada para tratar da capitalização da renda da terra em preços da terra urbana. Como será discutido a frente, e como se pode perceber da citação de Marx, há uma marcante conexão.

tratando de ações comuns, são meros títulos de propriedade, que autorizam a receber o mais-valor futuro. Nada disso é capital real (MARX, 2017, p. 441).

1.2 Renda da terra

O direito dos proprietários fundiários tem sua origem no roubo. Say, p. 1361. Os proprietários fundiários gostam, como todos os homens, de colher onde não semearam e exigem renda inclusive pelo produto natural da terra. Smith, p. 99.2 (MARX, 1978.p.61)

Engels na introdução do Livro II d'O Capital mostra que Smith já havia apontado sobre a renda da terra:

Mais adiante, no livro I, capítulo 8, diz também A. Smith: Tão logo o solo se torna propriedade privada, o proprietário fundiário exige uma parcela de quase todo o produto que o trabalhador pode nele produzir ou coletar. Sua renda fundiária constitui a primeira dedução do produto do trabalho aplicado sobre o solo (MARX, 2014, p. 92).

Ricardo a justificava: “Essa renda é a porção do produto da terra paga ao seu proprietário pelo uso das forças originais e indestrutíveis do solo” (RICARDO, 1996, p. 49). Para Ricardo, nem toda a terra teria a produtividade da mais fértil, então a diferenciação das produtividades entre as terras fazia com que os arrendatários disputassem as terras mais produtivas.

Primeiramente (T1), seriam cultivadas as terras de maior produtividade. Caso a produção destas fosse suficiente para atender a demanda total, não haveria renda da terra uma vez que não haveria diferenciação de produtividade e bastaria que o interessado em cultivar alguma terra se dirigisse a outra de igual fertilidade. Então, a taxa de lucro seria a diferença entre a produção total e os custos de produção, que consistia no trabalho e nos insumos necessários.

^{2 2}Sav. Jean-Baptiste. *Traité d'économie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, cit. A passagem acima encontra-se no 1.1, p. 136, nota de rodapé: "Ils établissent un droit supérieur à celui des propriétaires de terre, qui remonte à une spoliation ...". Vide Marx, Karl. *Exzerpte aus Jean-Baptiste Sav: Traité d'économie politique*, cit., p. 306.30.

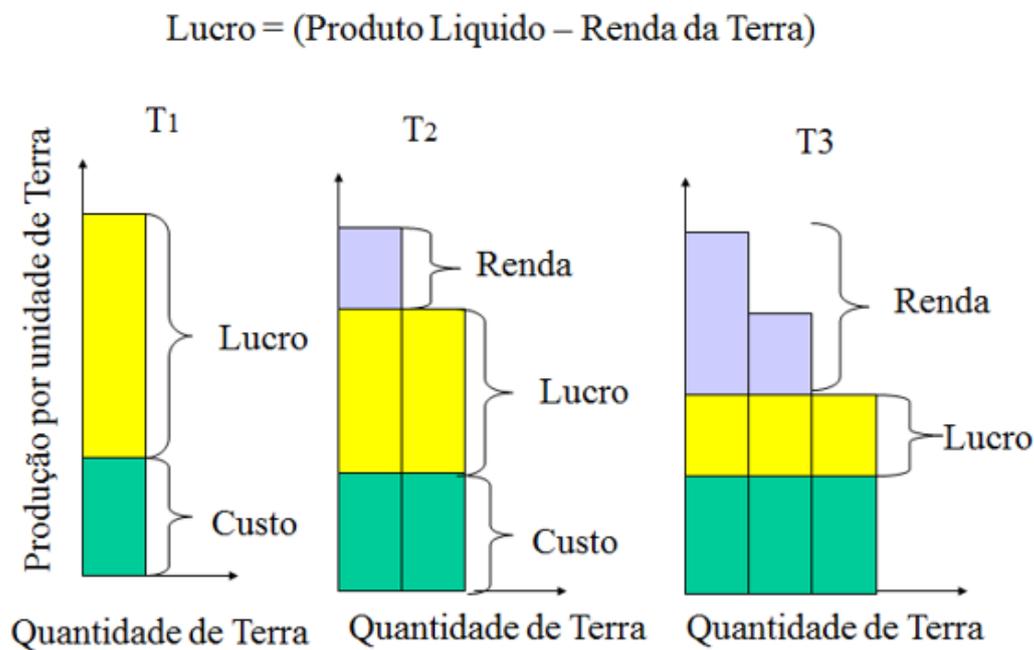
² Smith, Adam. *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, cit., 1.1, p. 99: "...les propriétaires, comme tous les autres hommes, aiment à recueillir ou ils n'ont pas semé, et ils demandent une rente, même pour le produit naturel de la terre". Vide Marx, Karl. *Exzerpte aus Adam Smith: Recherches...*, cit., p. 341.40-342.2.

Como Ricardo concordava com Malthus a respeito do aumento populacional, haveria uma população crescente que demandaria o cultivo de novas terras. Uma vez esgotadas as terras de maior fertilidade, (T2) o arrendatário de terras teria de cultivar uma terra de pior qualidade. O problema é que o novo arrendatário prefere cultivar a terra de maior produtividade, sendo assim ele vai oferecer ao proprietário da terra um pagamento para que ele possa cultivar esta terra. Os demais arrendatários, também vão disputar estas terras escassas, de forma que a renda da terra irá aumentar até o ponto em que a renda paga ao proprietário das terras seja exatamente igual ao diferencial de produtividade. A partir deste momento torna-se indiferente cultivar a terra mais produtiva, que implica em pagar o arrendamento, ou a terra de menor produtividade, mas sem ter de pagar pelo seu cultivo. “A renda da terra é estabelecida pela luta entre arrendatário e o proprietário fundiário” (MARX, 1978, p. 64).

Com o aumento da população e da demanda, nem mesmo as terras de segunda qualidade conseguirão suprir a demanda, então teremos de cultivar terras de terceira qualidade (T3), elevando a renda das terras de primeira qualidade. As Terras de segunda qualidade passam também a ser disputadas fazendo com que seus arrendatários também paguem uma renda, no montante equivalente ao diferencial de produtividade destas para as de terceira qualidade.

Este movimento continua até que todas as terras capazes de produzir mais do que seus custos fossem cultivadas; a partir deste ponto seria impossível aumentar a produção (Tn) e na impossibilidade de importação de alimentos e matérias primas, a fome e a escassez seriam inevitáveis.

Figura 10: Determinação da taxa de lucro



Elaboração Própria

Desta forma temos que o crescimento populacional levaria ao encarecimento dos arrendamentos, fazendo com que a grande massa de lucro em (T1) seja comprimida até que em (Tn) todo o lucro fosse convertido em renda da terra.

O proprietário fundiário procura, na estipulação dos termos do arrendamento, um modo possível de não deixar nada mais do que o suficiente ao arrendatário para repor o capital, que proporciona as sementes, paga o trabalho, compra e mantém animais e outros instrumentos e, além disso, rende o ganho habitual dos outros arrendamentos no cantão (Canton). [...] Este excedente (surplus) pode sempre ser considerado como a renda natural da terra ou como a renda pela qual a maior parte dos terrenos é naturalmente arrendada. Smith. T. I, p. 299-300 (MARX, 1978, p. 64).

Segundo Corazza a questão da renda da terra foi um grande desafio para Ricardo uma vez que:

O desafio teórico maior de Ricardo consistia em explicitar a conexão entre a teoria do valor trabalho, a lei dos rendimentos decrescentes da agricultura, a elevação dos salários e a queda dos lucros, para explicar a variação do produto nacional de forma

independente de sua distribuição entre salário, lucro e renda da terra. Com isso, Ricardo constrói um modelo analítico simples, usando um número reduzido de variáveis, definidas com precisão, o qual podia ser empregado para analisar problemas econômicos complexos e justificar diretrizes de política econômica. (CORAZZA, 2010, p.117)

“Marx vai concordar, em parte, com a análise de Ricardo, discordando, porém, de sua proposição de que a única renda fundiária possível seria a renda diferencial.” (PAULANI, 2016, p. 517). A própria renda diferencial será subdividida em renda diferencial 1 (RD1) e renda diferencial 2 (RD2), e também será apontada a renda de monopólio e a renda absoluta.

Na explicação do surgimento da renda fundiária, não é a diferença natural (fertilidades distintas) que importa, mas sua condição de ser monopolizável. Ao não ter clareza disso, Ricardo julgou que a renda fundiária era resultado apenas da existência de diferenças naturais. Não pôde, por isso, perceber que esse tipo de rendimento pode existir, e existe, também sob a forma absoluta, sendo essa a prova maior de que “a apropriação da renda é a forma econômica em que a propriedade fundiária se realiza” Marx, 1985/1894, p. 137), sendo que uma pressupõe a outra. (PAULANI, 2016, p. 517)

Essas categorias foram extraídas da obra de Marx e serão detalhadamente discutidos mais adiante. Para o que se pretende nesta seção, é importante notar que Almeida (2015) destaca que a categoria da renda absoluta elaborado por Marx representa uma inovação em relação ao trabalho de David Ricardo, e que foi através dessa categorização que o primeiro conseguiu resolver o aparente paradoxo de que “a terra tem preço, mas não tem valor.”

1.2.1 Renda Absoluta

Ao contrário de Ricardo, Marx não acredita que os donos de terra permitissem a utilização de suas terras sem qualquer pagamento. PAULANI, citando Marx, faz uma introdução à categoria da renda absoluta:

“Posto o caso em que a demanda exige a incorporação de novas terras, menos férteis [...] então o proprietário as arrendará de graça, pois o preço de mercado do produto agrícola subiu o suficiente para que o investimento de capital nesse solo

“pague o preço de produção, proporcionando assim o lucro corrente?”. E responde: “De jeito algum. O investimento de capital precisa proporcionar-lhe renda. Ele só arrenda suas terras quando um arrendamento pode ser pago” (Marx, 1985/1894, p. 225). [...] Mostra-se com isso a necessidade de incluir no conjunto de rendimentos proporcionados pela terra também uma renda que se deve tão somente ao instituto da propriedade privada, ou seja, uma renda absoluta” (PAULANI, 2016, p. 520).

“Assim, podemos definir a renda absoluta como uma metamorfose da mais-valia agrícola, transformação de uma parte dessa mais-valia em renda fundiária” (PAULANI, 2016, p. 521). Ou seja, a renda absoluta seria a renda básica paga ao dono da terra, incluindo assim a terra que tem menor fertilidade e sobre a qual, portanto, não incide a renda diferencial.

1.2.2 Renda Diferencial

A categoria renda diferencial em Marx é dividida entre RD1 e RD2, mas no entanto, ao contrário de Ricardo, para Marx, “Toda renda fundiária é mais-valor, produto de mais-trabalho” (MARX, 2017, p. 595).

Onde quer que haja renda, a renda diferencial se apresenta por toda parte e obedece sempre às mesmas leis que a renda diferencial agrícola. Onde quer que forças naturais possam ser monopolizadas e proporcionem um lucro extra ao industrial que as explora, seja uma queda-d'água, uma mina rica, águas com abundância de peixes, seja um terreno para construção bem localizado, a pessoa cujo título sobre uma parte do globo terrestre a caracteriza como proprietária desses objetos naturais subtrai esse lucro extra, na forma de renda, ao capital em funcionamento (MARX, 2017, p. 728).

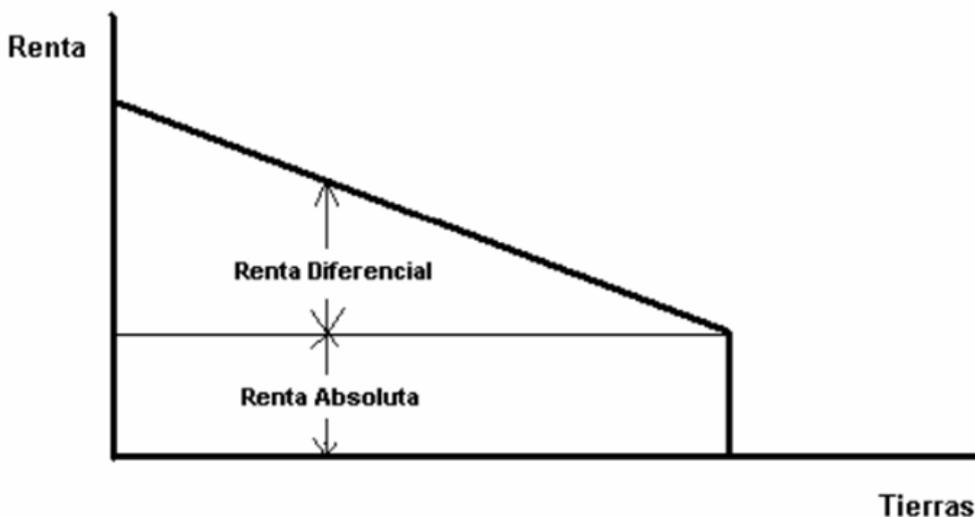
1.2.2.1 A Renda Diferencial Tipo I (RD1)

A Renda diferencial I, seria uma renda decorrente do diferencial de produtividade entre as distintas terras, desde que em todas elas fosse utilizada a mesma quantidade de capital. Ou seja, a categoria RD1 é muito similar a renda da terra proposto por Ricardo.

Não se trata aqui, portanto, como na renda absoluta, de a posição monopolista permitir a captura de uma porção de valor que de outra forma não lhe seria

acessível, mas de a posição monopolista permitir a retenção integral para si do excesso de valor que tal condição excepcional de produção propicia, excesso esse que não existiria, como valor produzido, na inexistência dessa condição especial. (PAULANI, 2016, p. 525)

Gráfico 1: Renda absoluta e diferencial



Fonte: JARAMILLO, 2003, p.16

1.2.2.2 A Renda Diferencial Tipo II (RD2)

Marx desenvolve a categoria da Renda diferencial II ao associar a utilização do recurso natural, no caso a terra, a aportes maiores de capital. A renda diferencial do tipo II apresenta-se como uma forma interessante de ampliação dos lucros, já havendo uma produtividade esta pode ser ampliada, utilizando volumes maiores de capitais, o investimento adicional, como por exemplo, através do investimento na drenagem de uma terra poderíamos aumentar a área cultivada e desta forma a produção, gerando assim um lucro extra. Muitas vezes torna-se mais interessante arrendar uma terra de produtividade inferior e nela aplicar uma quantidade maior de capital ampliando desta forma a sua produtividade. A teoria da renda da terra de Ricardo levava em conta tão somente a diferença de produtividade entre os diversos tipos de terras, o que seria representado pela Renda Diferencial do Tipo I.

Os investimentos feitos na terra (construção civil, por exemplo), propiciam lucro, mas, regra geral, o aumento na renda que o investimento propicia ultrapassa em muito o lucro proporcionado por esses investimentos, pois, em geral, potencializam as diferenças naturais. A existência desse tipo de parceria, forjada principalmente pelos diferenciais de localização dos terrenos, parece a prova maior do acerto de Marx quando afirma que há uma interrelação difícil de deslindar entre a renda diferencial de tipo 1 (aquela que tem fundamento nos diferentes tipos de terrenos naturais) e a renda diferencial de tipo 2 (aquela que tem fundamento numa diferença construída pelos investimentos) (PAULANI,2016, p. 528)

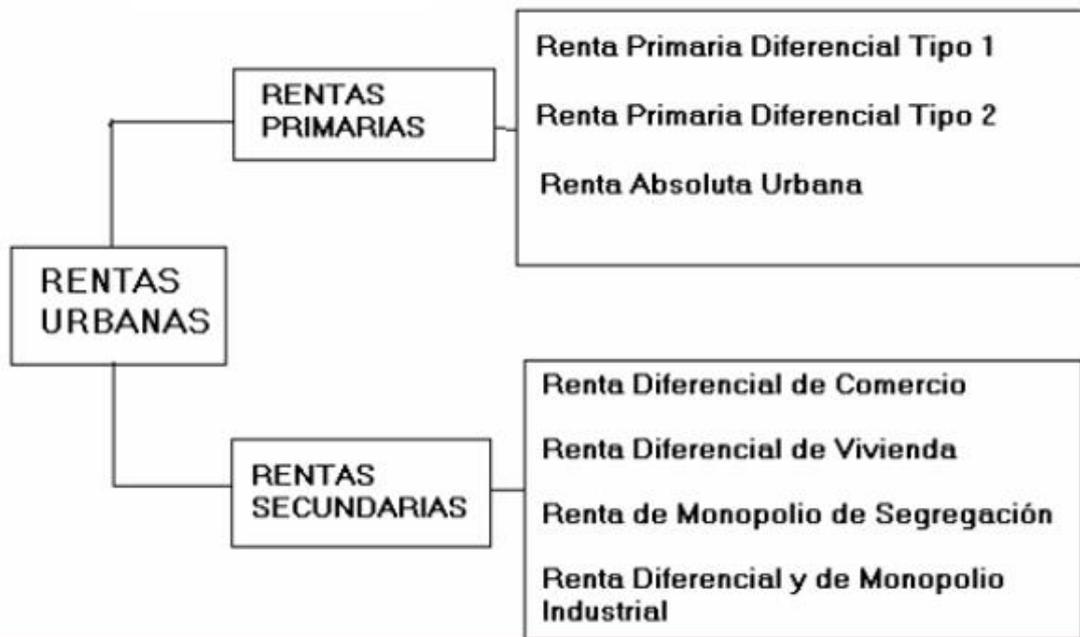
1.2.3 Renda de Monopólio

A renda de monopólio é apontada por Marx como aquelas rendas provenientes da escassez. O Exemplo clássico é a de vinhedos que só podem ser cultivados em poucos solos que não são capazes de atender a toda a demanda. A competição por estes vinhos, fazem com que eles consigam preços acima do que seria normal para outros vinhos, este sobrelucro faz com que haja disputa por estes terrenos elevando a renda fundiária. Este aumento da renda fundiária é chamado de renda de monopólio.

É claro que, na prática, aparece como renda fundiária tudo o que o arrendatário paga como arrendamento ao proprietário da terra em troca da autorização para cultivar o solo. Quaisquer que sejam os componentes desse tributo, quaisquer que sejam as fontes das quais ele provenha, ele tem em comum com a renda fundiária propriamente dita o fato de que o monopólio de uma porção do globo terrestre capacita o proprietário a cobrar o tributo, a impor essa taxa (MARX, 2014, p. 588).

Jaramillo (2003) nos apresenta as rendas urbanas, incluindo também rendas secundárias, como a renda diferencial de habitação RDV, a renda diferencial de comércio RDC, a renda diferencial e de monopólio industrial - RDI, além da renda de monopólio de segregação RDS.

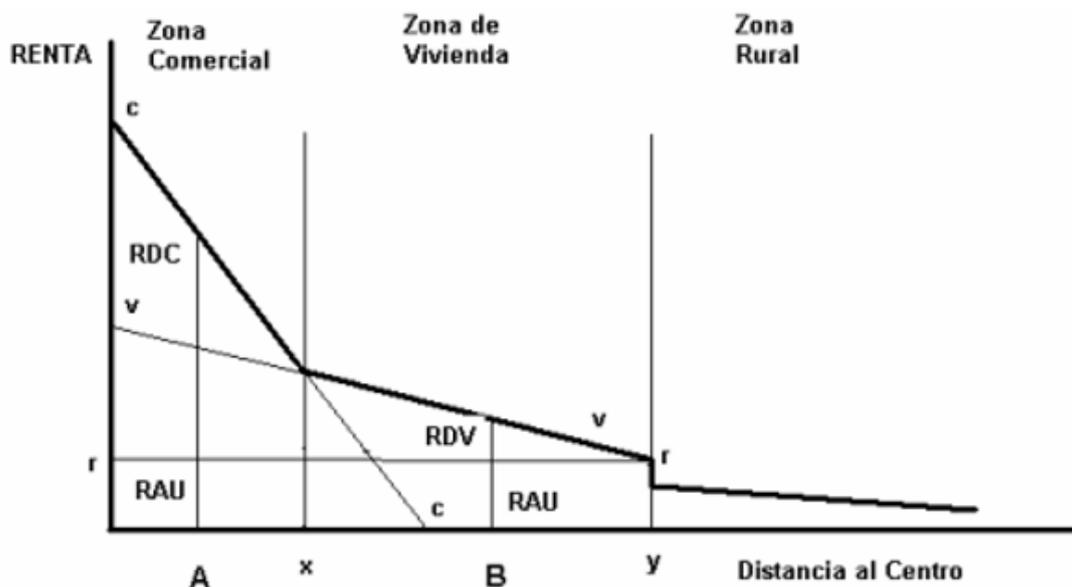
Figura 11: Rendas urbanas



Fonte: Jaramillo, 2003 p. 42.

O Gráfico 2 nos mostra que as melhores localizações comerciais conseguem uma rentabilidade maior e a disputa pelo espaço faz com que elas passem a ser disputadas pelos setores mais rentáveis, que exigem melhores localizações. Um comércio ou serviço sofisticado exige uma localização nobre e valorizada, próxima a um público seletivo e longe dos problemas urbanos como poluição e violência, o que nos remete também a uma renda de segregação. À medida que se distancia desta localização extremamente privilegiada, a renda de comércio cai até que em uma determinada localização, a RDC fica abaixo da renda diferencial de habitação. Neste caso, a melhor utilização deste espaço passa a ser a habitação. Note-se que as localizações habitacionais mais valorizadas estão mais próximas das zonas comerciais, e quanto mais longe, menor a RDV. De forma semelhante, chega-se a um ponto em que a RDV se iguala à renda absoluta urbana. A partir deste ponto, passa-se a ter a zona rural.

Gráfico 2: Exemplo simples de imbricação espacial de rendas urbanas



Fonte: JARAMILLO, 2003, p. 44.

Analisando o esquema proposto por Jaramillo e levando em conta o crescimento urbano nas últimas décadas, há de se esperar um crescimento na demanda por terrenos, tanto da zona de habitação quanto da zona comercial. Localizações rurais próximas à área urbana podem, com o crescimento urbano, fazer jus à renda absoluta urbana, o que significaria um salto no seu preço. Da mesma forma, a maior demanda por terra faz com que os mais bem localizados atraiam outros moradores, possibilitando que áreas anteriormente consideradas de habitação, aos poucos, vão se tornando comerciais. Isso implica uma renda maior, não só pelo aumento da demanda como da alteração da utilização do terreno. Esta possibilidade de valorização imobiliária leva a um processo de especulação, como demonstrado por Smolka: “o preço estipulado para que determinado lote seja negociado envolve dois componentes referentes à realização do valor potencial e à expectativa de valorização futura” (1979, p. 7, grifos originais).

Furtado (2004) afirma que o valor dos terrenos urbanos é formado por quatro componentes: o esforço do proprietário, a ação de outros indivíduos, alterações normativas urbanísticas e os investimentos públicos. Com a exclusão do primeiro componente, os demais representam os componentes de ações alheias ao proprietário, sendo os dois últimos referentes à atuação do estado na paisagem urbana.

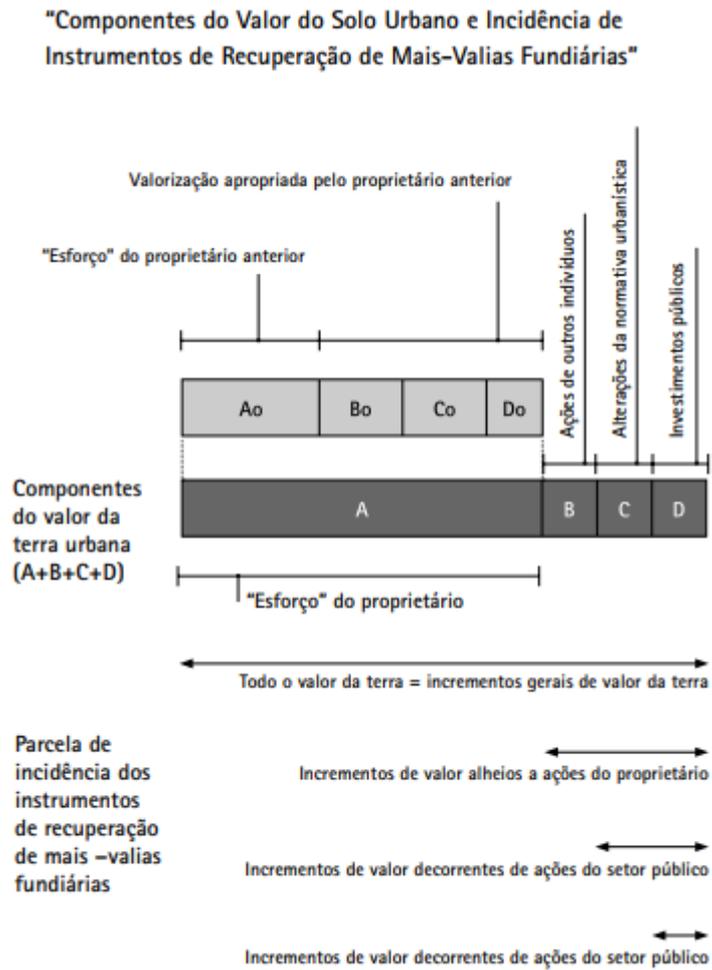
O primeiro componente refere-se ao esforço do proprietário em alterar o valor de uso de um imóvel, como por exemplo, uma reforma, que possibilite uma melhoria no conforto ou na estética de um imóvel. Tais atributos podem ser reconhecidos e agregados ao valor do imóvel.

O segundo elemento, a ação de outros indivíduos, pode valorizar determinada localização, uma vez que a melhoria que um vizinho fez, pode alterar a percepção daquela região. Uma rua, ou um bairro em que as casas são bem cuidadas, ser vizinho de uma pessoa famosa, a construção de um centro comercial nas proximidades, possibilitam a valorização de um determinado imóvel. Outra forma de valorização deste componente refere-se a uma demanda maior por imóveis na cidade, devido ao crescimento demográfico, que acaba ampliando a concorrência pelo espaço melhor localizado.

O terceiro elemento, alterações normativas urbanísticas, não decorre de investimentos públicos ou privados e sim, da simples alteração da legislação do uso do solo. Por exemplo, um terreno em que se possa construir determinados imóveis, que não eram permitidos anteriormente, ou alterações que ampliem a relação entre a área edificável e a área do terreno, acabam por valorizar estes imóveis.

O último elemento, investimentos públicos, alteram o valor dos imóveis uma vez que modificam as condições físicas das regiões onde estão inseridos. Um exemplo é a implantação de rede de água e esgoto, como também a provisão de serviços de transporte, entre outros.

Figura 12: Instrumentos de recuperação de mais valor fundiário



Fonte: Furtado, 2004, p.69.

Capital Fictício, Renda da terra e Mercado Imobiliário

Outro aspecto que se pretende abordar é a possibilidade de interligação entre o capital fictício e os bens imóveis. Essa interligação pode ser operada pela renda da terra, presente na literatura

econômica desde, no mínimo, 1650³, mas que ganha um relevo específico e importante no livro III do Capital (ALMEIDA, 2015; GUIGOU, 1982).

A importância da renda da terra na teoria marxiana e a relevância de sua retomada são apontadas por Lefebvre, ao afirmar:

Isto quer dizer que a teoria do "ramo imobiliário" (...) durante longo tempo setor secundário, progressivamente integrado ao capitalismo, está ainda em processo de elaboração. Esta teoria (crítica) trata precisamente do processo de integração, de subordinação ao capitalismo, de um setor por longo tempo exterior, solidariamente, com a integração da agricultura inteira (salvo as periferias), à indústria e ao capitalismo (LEFEBVRE, 2001b, p.161).

Nesse contexto, o autor citado (2001) destaca a importância da teoria da renda fundiária para a compreensão do espaço urbano capitalista contemporâneo:

A questão da renda fundiária parecia fora de moda; porém, ela conserva sua importância. Ela se amplia mesmo, pois os terrenos disponíveis para a construção da cidade industrial, seus preços, a especulação que se apossa deles, são do domínio dessa teoria, aparentemente marginal em relação à do lucro e do salário (LEFEBVRE, 2001a, p. 162).

Assim, reconhecendo essa importância para a teoria da renda da terra e após realizar uma longa revisão de literatura sobre o tema, Almeida (2015, p.49) chega exatamente à mesma formulação para a renda da terra que aquela apontada por ele na equação (1):

$$P_S = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} = \sum \frac{R_j}{(1+i)^j} \quad (1)$$

³ “Nesse sentido, as primeiras contribuições da ciência econômica para as questões da renda da terra e do uso do solo podem ser encontradas entre os anos de 1650 e 1810, em autores como William Petty, S. de Le Prestre de Vauban, Richard Cantillon, François Quesnay e Anne Robert Jacques Turgot, chamados de fisiocratas” (Almeida, 2015, p.32).

na qual P_s é o preço do solo, R_j é a renda esperada para o j -ésimo período de tempo, e i é a taxa de juros real da economia. Nesse caso, a taxa de juros real também pode variar. Para esse autor, a renda da terra pode ser expressa como a capitalização da soma da renda diferencial I, renda diferencial II, renda absoluta e renda de monopólio, “O preço da terra, de fato, não é outra coisa senão renda capitalizada” (MARX, 2017, p. 629).

Eis o que Mollo (2011) afirma sobre o capital fictício:

É essa autonomia entre preço e valor, que abre a possibilidade de que coisas sem valor tenham preço, e abre a possibilidade formal de existência do capital fictício. (...) Tanto na circulação simples de mercadorias quanto na circulação do capital, mas, em particular, com o desenvolvimento do crédito e do capital fictício, e de maneira crescente, Marx chama atenção para o aumento da autonomia relativa dos valores e dos preços, e da circulação relativamente à produção. Isso ocorre exatamente porque o capital fictício é um caso de preço sem contrapartida em valor-trabalho gerado (MOLLO, 2011, 480-481).

Dessas duas interpretações, uma sobre a renda da terra e outra sobre o capital fictício, fica clara a relação entre essas duas categorias. Ou seja, é possível estabelecer uma interpretação da terra e dos bens imóveis (no caso urbano), como formas de se apresentar o capital fictício. Essas duas categorias distintas partem da mesma percepção, de ativos que possuem preço, mas não possuem valor e cujos preços são determinados a partir da lógica da capitalização das rendas futuras.

Harvey, em “Limits to Capital”, também aponta a relação entre a renda da Terra e o Capital Fictício:

If land is freely traded, then it becomes a commodity of a rather special sort. Because the earth is not the product of labour it cannot have a value. The purchase of land 'merely secures for the buyer a claim to receive annual rent' (Capital, vol. 3, p. 808). Any stream of revenue (such as an annual rent) can be considered as the interest on some imaginary, fictitious capital (HARVEY, 2006. p.347).

1.3 Financeirização

O significado do termo “financeirização” está longe de chegar a um consenso. Lapavitsas chega a afirmar que “There is no generally agreed definition, or even understanding, of financialization” (2011, p. 611), porque encontramos na literatura o emprego desse neologismo, cujo significado vai desde o aumento da utilização de instrumentos financeiros até a um novo padrão de acumulação de riquezas. Fine (2013) pontua: “Although financialization is a relatively new term and entirely confined to heterodoxy, it has benefitted from a proliferation of definitions” (p. 47) e aponta três razões: a primeira refere-se à expansão e proliferação dos mercados financeiros; a segunda, à conectividade dos financiamentos ao restante da economia e, por último, à compreensão de como a economia capitalista evolui sistematicamente. Sanfelice afirma que “a financeirização não pode ser compreendida simplesmente como uma dominação do setor financeiro sobre o setor produtivo, sob o risco de simplificar um fenômeno que possui uma complexidade apreciável” (2013, p. 28).

Foster e Magdoff (2009) vinculam o uso do termo a década de 1990:

The current usage of the term “financialization” owes much to the work of Kevin Phillips, who employed it in his *Boiling Point* (New York: Random House, 1993) and a year later devoted a key chapter of his *Arrogant Capital* to the “Financialization of America,” defining financialization as “a prolonged split between the divergent real and financial economies” (New York: Little, Brown, and Co., 1994). In the same year Giovanni Arrighi used the concept in an analysis of international hegemonic transition in *The Long Twentieth Century* (New York: Verso, 1994) (Foster e Magdoff, 2009, p. 148)

A origem do termo também é controversa. Chesnais afirma “The word ‘financialisation’ appears in English in the very late 1990s. In the 2000s, work by Anglophone Marxists takes off and attains a critical mass with the acceleration of work after 2008” (2016, p. 14), mas poderíamos buscar seu sentido na obra de Hobson, de 1899: “Evolução do Capitalismo Moderno” ou na obra de Hilferding, de 1910, “O Capital Financeiro”. Maria da Conceição Tavares (1996) na apresentação da edição brasileira da obra de Hobson, atribui a este e a Hilferding o protagonismo da análise do “Capital Financeiro”:

Ambos os autores tratam de forma abrangente a análise do capital financeiro em suas relações com a indústria e a grande empresa. A principal diferença reside na natureza do conceito de “capital financeiro”. Este corresponde em Hilferding a uma visão da

“totalidade orgânica” do grande capital, enquanto Hobson realiza uma operação mais complexa de decomposição e efetiva também uma transposição. Em vez do conceito globalizante de “capital financeiro”, identifica uma classe especial de capitalistas financeiros (e não-rentistas como em Keynes, ou meros especuladores) que exerce uma dominação financeira sobre a indústria capitalista. É verdade que o capital financeiro também resulta da fusão de interesses do capital industrial com o bancário, para promover o grande capital monopolista, como em Hilferding (Tavares, 1996, p.14).

Foster (2007), aponta que a origem do termo é obscura, mas que o termo passa a ser utilizado com mais frequência na década de 1990, embora já havia registros na década de 1960:

The fundamental issue of a gravitational shift toward finance in capitalism as a whole, however, has been around since the late 1960s. The earliest figures on the left (or perhaps anywhere) to explore this question systematically were Harry Magdoff and Paul Sweezy, writing for Monthly Review (Foster, 2007, p.1).

Segundo Guttmann e Plihon (2008), “a financeirização foi um processo global iniciado primeiro nos EUA e Reino Unido, no final da década de 1970, de onde se disseminou com ritmos diferentes para os outros principais países industrializados” (p. 580). A desregulação, a globalização e as inovações financeiras somaram-se nesse processo de convergência global rumo ao “capitalismo conduzido pelas finanças”.

Segundo Palludetto e Felipini (2019) e Sawyer (2013), a definição provavelmente mais difundida do termo “financeirização” é a fornecida por Epstein (2005, p. 3): “[...] financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”. Braga, em 2017, na palestra intitulada “financeirização” e dinâmica do capitalismo contemporâneo⁴, afirma que esta definição é uma espécie de tautologia. Basta substituir o termo “financeirização” por qualquer outro que continua verdadeiro. Em sua tese de doutorado (BRAGA, 1985), ao invés de tratar do tema como “financeirização”, utiliza os termos “Dominância Financeira” e “Dominância Financeira-Monetária”. Para BRAGA (2015) trata-se de um “padrão de acumulação de riqueza”

⁴ “Financeirização” e dinâmica do capitalismo contemporâneo, IE Instituto de Economia da Unicamp, disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=WdG7DKAsdPg&t=831s> acesso em 29/12/2020.

cuja participação dos ativos financeiros ocupam papel crescente na composição da riqueza contemporânea.

A valorização e a concorrência operam sob a dominância da lógica financeira, o que significa dizer - entre outras coisas - que os capitais centralizados comandam simultaneamente ativos de diversa natureza dos aparatos produtivos aos ativos financeiros. Não se trata mais apenas de que os capitais utilizem-se da intermediação financeira para um processo de produção que é o meio de valorização. Agora, a circulação financeira é um campo relativamente autônomo de valorização. Os capitais buscam valorizar-se simultaneamente através do processo renda (vinculado diretamente à produção) e do processo de capitalização. A autonomia e a simultaneidade mencionadas é que permitem afirmar a dominância financeira nesta estrutura (Braga, 1985, p. 374, Grifos originais).

Krippner (2005) também define a “financeirização” como um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam principalmente por meio de canais financeiros. Esta definição também é compartilhada por Gotham (2009) e, segundo este, por Aalbers (2008), e também Arrighi (1996).

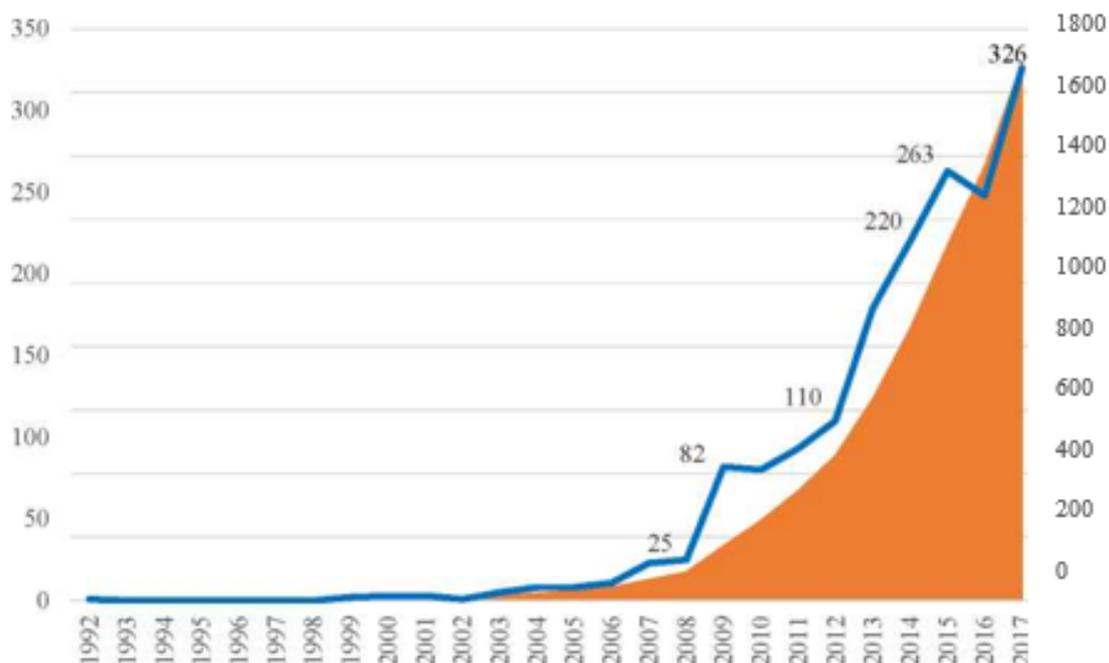
I define financialization as a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production (...). ‘Financial’ here refers to activities relating to the provision (or transfer) of liquid capital in expectation of future interest, dividends, or capital gains (Krippner, 2005, p. 174-175).

Krippner (2005) afirma que ao invés da ascensão dos neologismos “economia de serviços” ou “pós-industrialismo”, deveríamos nos concentrar na “financeirização” que surge como o ‘termo’ mais importante sobre a economia.

Indeed, there is no shortage of labels to describe the nature of recent economic change: globalization, neo-liberalism, post-fordism, flexible specialization, the new economy all in addition to post industrialism. Is it prudent to add financialization to a long list of such neologisms? (Krippner, 2005, p.198).

No entanto, Palludetto e Felipini (2019), citando Foster (2007), observam “...que a “financeirização” passa a ocupar uma posição crescente na literatura econômica heterodoxa na sua acepção atual.” (2019, p. 314). Neste mesmo trabalho, esses autores fazem uma pesquisa bibliométrica na qual o Gráfico 3 demonstra o crescente volume de publicações em que se apresenta o termo “financeirização” e suas traduções correspondentes na base de dados da Scopus:

Gráfico 3: Número de publicações sobre financeirização na Scopus



Publicações por ano (esquerda), acumulado (direita).
 Fonte: Scopus. Elaboração Palludetto e Filipini p.314.

Nota-se que a partir da crise de 2008, os artigos que tratam do tema crescem de forma significativa.

Apesar do crescente interesse pelo assunto e de não haver um consenso sobre o significado do termo “financeirização”, Epstein, em seu trabalho de 2005, trata da dificuldade de se encontrar uma definição que seja aceita pela maioria dos autores.

Por outro lado, se é difícil achar um consenso sobre o significado do termo “financeirização”, classificá-lo é tarefa igualmente difícil. Os trabalhos de Epstein (2005, 2015), Krippner (2005), Sawyer (2013), Lapavitsas (2013) traçam um panorama da utilização do termo, assim como Palludetto e Filipini (2019).

Ambas as classificações são feitas com critérios e objetivos diferentes, sendo possível encontrar semelhança entre elas, mas com várias interseções e subdivisões, o que torna difícil uma compatibilização entre elas.

1.3.1 Diversidade de Classificações

No caso de Palludetto e Filipini (2019), há uma tentativa de classificação de acordo com as principais publicações, com a utilização da base de dados SCOPUS e Elsevier, levando em consideração as citações do termo em acoplamento bibliográfico por fontes, por co-citações das fontes de publicação e por co-ocorrência de termos. Tal classificação pode ser resumida na tabela 1, retirada integralmente de Palludetto e Filipini (2019, p. 330):

Conforme Palludetto e Filipini, 2019, esta classificação deixou de fora alguns importantes autores sobre o tema, como Epstein (2005), pois somente Scopus e Elsevier padronizam as referências bibliográficas, deixando de fora a Web of Science, a Jstor e o Google Scholar, que apresentam uma cobertura maior para o tema analisado. No entanto, quando se leva em conta a utilização para o termo “financeirização” e a evolução do número de textos publicados a respeito, parecem confirmar sua importância, como apontado por Krippner (2005).

(Krippner, 2005) classifica os autores que tratam da “financeirização” em cinco grupos, dando ênfase maior às questões relacionadas ao mercado de capitais e seus subprodutos:

- 1) “valor para o acionista”, autores que estudam a governança corporativa;
- 2) “dominância financeira”, estudam o domínio do mercado de capitais sobre o sistema financeiro;
- 3) “os rentistas” que estudam o crescente poder econômico e político dos rentistas;
- 4) “explosão dos negócios financeiros”, autores que estudam o aumento do volume e dos instrumentos nas atividades financeiras;
- 5) “padrão de acumulação”, autores que apontam que a obtenção de lucros ocorre cada vez mais na esfera financeira do que no comércio e na produção.

Tabela 1: Abordagens sobre financeirização

Abordagens	Temas	Termos	Periódicos	Autores
Maximização do valor ao acionista: Critical Social Accountancy School e similares	Desempenho (indicadores) das firmas sujeitas a esse regime	shareholder value; manager; company; firm	Accounting, Organizations and Society; Accounting Forum; Academy of Management Review;	Froud; Haslam; Erturk; Williams
Regimes macroeconômicos de acumulação: pós- keynesianos e marxistas	Mudanças no paradigma de acumulação; instabilidade do sistema econômico; distribuição funcional da renda	worker; neoliberalism; income distribution; labour/labor	Cambridge Journal of Economics; Review of Radical Political Economics; Journal of Economic Issues;	Lapavitsas; Krippner; Stockhammer; Hein; Lavoie
“financeirização” do cotidiano” e cultura	Transformação do sujeito e de sua sociabilidade por meio das finanças	culture; individual; life; rationality	Journal of Cultural Economy; Theory, Culture and Society; Cultural Critique	Martin; Langley
Geografia da “financeirização”	A “financeirização” como aspecto localizado e suas repercussões sobre a vida urbana; habitação	geography; construction; housing market; city	Urban Studies; International Journal of Urban and Regional Research; Housing Studies; Geoforum	Pike; French; Hall; Christophers; Gotham
“financeirização” das commodities, estrutura agrária e desenvolvimento	A dinâmica internacional dos preços de commodities determinadas em mercados financeiros e a organização da atividade rural	commodity futures market; volatility; financial investor; speculation	Third World Quarterly; Journal of Peasant Studies;	Clapp; McMichael; Fairbairn; Buyuksahin

Fonte: Palludetto e Filipini (2019).

Epstein (2005) apresenta uma classificação alternativa, na qual a ênfase se dá em relação ao impacto da “financeirização” no sistema capitalista e, desta forma, ele agrupa os autores em sete grupos:

- 1) Autores que discutem se a “financeirização” é a causa dominante dos males que o capitalismo atual enfrenta ou se ela é apenas um sintoma de outras causas mais profundas;
- 2) Autores que discutem se a “financeirização” é uma nova fase do desenvolvimento do capitalismo ou se é apenas um desdobramento importante como “neoliberalismo”, “digitalização” e “globalização”;
- 3) Autores focados na questão empírica de medir a natureza e a extensão da “financeirização”;
- 4) Análises teóricas e empíricas sobre os impactos da “financeirização” como crises financeiras, investimentos produtivos, crescimento de produtividade, salários e distribuição de renda;
- 5) Literatura relativa a políticas públicas voltadas para mudanças estruturais que podem melhorar o papel que as finanças desempenham na economia;
- 6) Autores que acreditam que a “financeirização” tende a ser a força dominante quando a economia produtiva, hegemônica está em declínio e quando o poder global dominante está sendo questionado por outras nações;
- 7) Por último, os que estudam as causas da “financeirização”. Neste caso, existem duas hipóteses relevantes:
 - 7.1) Liberalização dos mercados financeiros a partir da década de 1980;
 - 7.2) Redução da lucratividade e estagnação da economia não financeira.

Sawyer (2013) divide os trabalhos sobre “financeirização” em dois grupos:

- 1) O grupo dos que relacionam a “financeirização” ao crescimento do setor financeiro e suas operações;
- 2) Os que veem a “financeirização” como um estágio do capitalismo, com início na década de 1980.

A seguir, Sawyer (2013) cita Fine (2011), que resumiu o trabalho da FESSUD que aponta oito características, as quais definem a “financeirização” atual de acordo com observações empíricas. Trata-se de um meio termo entre a classificação de Krippner (2005) e de Epstein (2005), que pontuo logo abaixo:

- 1) Expansão e proliferação em grande escala dos mercados financeiros;
- 2) Processo fortemente ligado à desregulamentação financeira;
- 3) Expansão e proliferação de instrumentos financeiros;
- 4) Domínio das finanças sobre a indústria;
- 5) “Financeirização” fortemente ligada a mecanismos de mercado;
- 6) Consumo que tem sido sustentado pelo crédito;
- 7) Aumento da penetração dos instrumentos financeiros na reprodução econômica e social;
- 8) “Financeirização” se tornou uma cultura particular que deve ser interpretada de forma ampla.

Prado (2013) não chega a fazer uma classificação, mas faz um comparativo de duas correntes marxistas. Ambas apontam a tendência à estagnação da economia norte-americana no período do pós-guerra. A diferença entre elas é que a primeira cita como causa, a falta de demanda efetiva, ou como diz o autor: “consequências de um problema renitente de realização do valor das mercadorias produzidas sob as condições do capitalismo monopolista” (Prado 2013, p.163) e a outra aponta como causa a tendência à queda da taxa de lucro.

O mesmo autor cita os principais expoentes da primeira corrente, a da falta de demanda efetiva, que estão ligados à revista *Monthly Review*, John B. Foster e Fred Magdoff. Outro autor, entre outros que compartilham desta tese, é Harvey (2011). São denominados por Prado (2013) de *Marxistas Keynesianos*.

A segunda corrente, a da queda da taxa de lucro, apresenta, segundo Prado (2013), como principal expoente Kliman, com seu livro de 2012: “*The failure of capitalist production - underlying causes of the great recession*”, sendo denominado “*Marxista Marxiano*”.

A primeira corrente, que está mais em voga ultimamente, aponta que a tendência da concentração e centralização do capital leva a um aumento do excedente econômico, e este, sem contrapartida do aumento da demanda efetiva, consumo resulta em cortes na utilização da

capacidade produtiva, à medida que as empresas tentam evitar a superprodução e reduções de preços que ameçam suas margens de lucro. O conseqüente aumento da capacidade produtiva excedente indica que há pouco espaço para investimento em nova capacidade. O excesso de capital, ou a escassez de oportunidade de investimento, faz com que os donos do capital busquem no setor financeiro uma forma de ampliar seu capital monetário. Foster (2007) aponta que o crescimento da demanda por ativos financeiros teve como contrapartida o aumento da especulação financeira.

This symbiosis had three crucial aspects: (1) The stagnation of the underlying economy meant that capitalists were increasingly dependent on the growth of finance to preserve and enlarge their money capital. (2) The financial superstructure of the capitalist economy could not expand entirely independently of its base in the underlying productive economy hence the bursting of speculative bubbles was a recurrent and growing problem. (3) The role of the capitalist state was transformed to meet the new imperatives of financialization. The state's role as lender of last resort, responsible for providing liquidity at short notice, was fully incorporated into the system (Foster, 2007, p.6).

Outro ponto abordado por esta corrente consiste no aumento da exploração dos trabalhadores, devido à implantação de políticas neoliberais nos Estados Unidos, principalmente na década de 1980. Apesar do aumento das taxas de lucro, não se assiste a um aumento da acumulação "real", uma vez que parte do excedente vai buscar no setor financeiro alternativa mais rentável para o seu capital monetário. No caso dos Estados Unidos a partir da década de 80 um aspecto central tem sido a especulação imobiliária. Isso permitiu que os proprietários mantivessem seus estilos de vida tomando empréstimos tendo como garantia o valor de sua casa.

A segunda corrente aponta, como causa principal das crises, a queda da taxa de lucratividade, baseada na lei da queda tendencial da taxa de lucro, proposta por Marx. Segundo esta lei, a geração de massa de mais-valia na esfera da produção tende a não acompanhar o crescimento do volume do capital acumulado. À medida que a acumulação capitalista vai se aprofundando, há uma tendência de utilizar-se uma proporção cada vez maior de capital fixo, em detrimento do capital variável, elevando-se a Composição Orgânica do Capital (que é a proporção do Capital Fixo (CF) em relação ao Capital Variável (CV)).

$$C_{org} = \frac{CF}{CV}$$

A Taxa de Lucro (L) é a relação entre o excedente (no caso, a mais valia) (s) dividida pelo Capital Total (CT), ou seja, pelo CF + CV:1

$$L = \frac{S}{CF + CV}$$

Como a taxa de mais valia (S) é o excedente sobre o capital variável, $S = \frac{s}{CV}$, então ao dividirmos todos os elementos da taxa de lucro (L) pelo capital variável, teríamos:

$$L = \frac{\frac{s}{CV}}{\frac{CF + CV}{CV}} \text{ e simplificando:}$$

$$L = \frac{S}{C_{org} + 1}$$

O exposto nos mostra que variações positivas na taxa de mais valia implicam em variações positivas na taxa de lucro. De forma oposta, variações positivas na composição orgânica do capital implicam em quedas da taxa de lucro (L). Apesar de haver fatores contrários, apontados pelo próprio Marx no livro I do Capital, como: I) Elevação do grau de exploração do trabalho, II) Compressão do salário abaixo de seu valor, III) Barateamento dos elementos do capital constante, IV) Superpopulação relativa, V) Comércio Exterior e VI) Aumento do capital por ações. Apesar destes fatores serem muito bem utilizados nos dias de hoje, à medida que a queda da taxa de lucro se manifesta, temos uma crise de superacumulação.

1.3.2 Classificação de Lapavitsas

Lapavitsas (2013) discute a origem do termo “financeirização” no contexto da Economia Política Marxista. O autor distingue oito correntes que analisam este processo, e para o propósito deste

trabalho iremos utilizar a classificação de Lapavitsas (2013) devido ao detalhamento que este confere ao tema. Desta forma iremos comentar e buscar comentários de terceiros a cada uma destas correntes. Segundo ele, a “financeirização” surgiu devido às interações entre empresas não financeiras, bancos e famílias, estando associada à ideologia neoliberal e moldada pela desregulamentação dos mercados de trabalho e financeiros, iniciados na década de 1970.

1.3.2.1 A Monthly Review

A primeira corrente proposta por Lapavitsas (2013) está associada, a falta de demanda efetiva como em Prado (2013), a Monthly Review. Segundo esta corrente, a “financeirização” “é característica de um capitalismo avançado que apresenta dificuldades na absorção da mais valia, tendo sua origem em meados da década de 1970”. Segundo Foster e Magdoff (2011) esta corrente foi lançada por Paul Baran, Paul Sweezy e Harry Magdoff, que por sua vez se baseou de várias maneiras no trabalho anterior de Marx, Veblen, Schumpeter, Keynes, Kalecki, Steindl e Minsky.

First, the important contribution made by Harry Magdoff, Paul Baran and Paul Sweezy and the Monthly Review School to contemporary understandings of financialisation should be recognised. Famously in *Monopoly Capital* (1968), Baran and Sweezy argued that rising monopolisation results in an increasing flow of profits, but falling demand for additional investment in ever more tightly controlled markets. The resulting surplus must be absorbed in unproductive consumption (Powel, 2013, p. 55).

Sawyer (2013) denomina Monthly Review como a escola de capitalismo monopolista, já Lapavitsas (2011) classifica a Monthly review como: “Radical approaches to financialization” ou mais especificamente “Marxist political economy of financial expansion” (p. 612). Apesar de concordar com Sawyer, ele afirma que, segundo a Monthly Review, a acumulação capitalista no século XX foi caracterizada por três tendências: desaceleração da taxa de crescimento, ascensão de corporações multinacionais monopolistas, e financeirização. Ou seja, Lapavitsas (2011, 2013) e Sawyer (2013) focam os estudos da Monthly Review na desaceleração da taxa de crescimento, o que vincula estas três tendências ao problema da “absorção do excedente” e que, presumivelmente, caracteriza o capitalismo maduro.

In a series of articles in *Monthly Review* and in *Monthly Review Press* books during the 1970s and 1980s, Harry Magdoff and Paul Sweezy proposed that the general economic tendency of mature capitalism is toward stagnation. A shortage of profitable investment opportunities is the primary cause of this tendency (Foster e Magdoff, 2009, p. 39).

No capitalismo maduro, os monopólios geram um excedente que não pode ser absorvido na esfera de produção. Devido à dificuldade de absorção da mais valia, o capital acaba encontrando na esfera da circulação uma alternativa para sua aplicação. Além da “financeirização”, outra alternativa encontrada é a busca de novos mercados para além das fronteiras nacionais que pode ser verificado pelo aumento das corporações multinacionais monopolísticas.

Segundo Lapavitsas (2011, p. 613) a variante mais sofisticada e influente desse argumento foi oferecida por Brenner (2002, 2006, 2009), que vinculou a estagnação na esfera da produção à teoria de Marx da tendência de queda da taxa de lucro (já discutida anteriormente). Powell (2013) afirma que Brenner representa “a form of Smithian Marxism, argues that increased international competition has resulted in overproduction and lowered profit rates since the 1970s (Powell, 2013, p. 56). Outros autores de destaque são Harman (2009, 2010) e Callinicos (2010). Já Foster e Magdoff (2009) apontam como principais autores Baran, Sweezy e Magdoff (p.8).

In analyzing the financialization of capitalism, Magdoff and Sweezy were not mere chroniclers of a statistical trend. They viewed this through the lens of a historical analysis of capitalist development. Perhaps the most succinct expression of this was given by Sweezy in 1997, in an article entitled “More (or Less) on Globalization.” There he referred to what he called “the three most important underlying trends in the recent history of capitalism, the period beginning with the recession of 1974-75: (1) the slowing down of the overall rate of growth, (2) the worldwide proliferation of monopolistic (or oligopolistic) multinational corporations, and (3) what may be called the financialization of the capital accumulation process” (Foster e Magdoff, 2009, p.78).

1.3.2.2 Teoria da Mudança de Hegemonia na História do Capitalismo

A segunda corrente apontada por Lapavitsas (2013), tem como elemento proeminente Giovanni Arrighi que, em “*The Long Twentieth Century, Money, Power, and the Origins of Our Times*” de

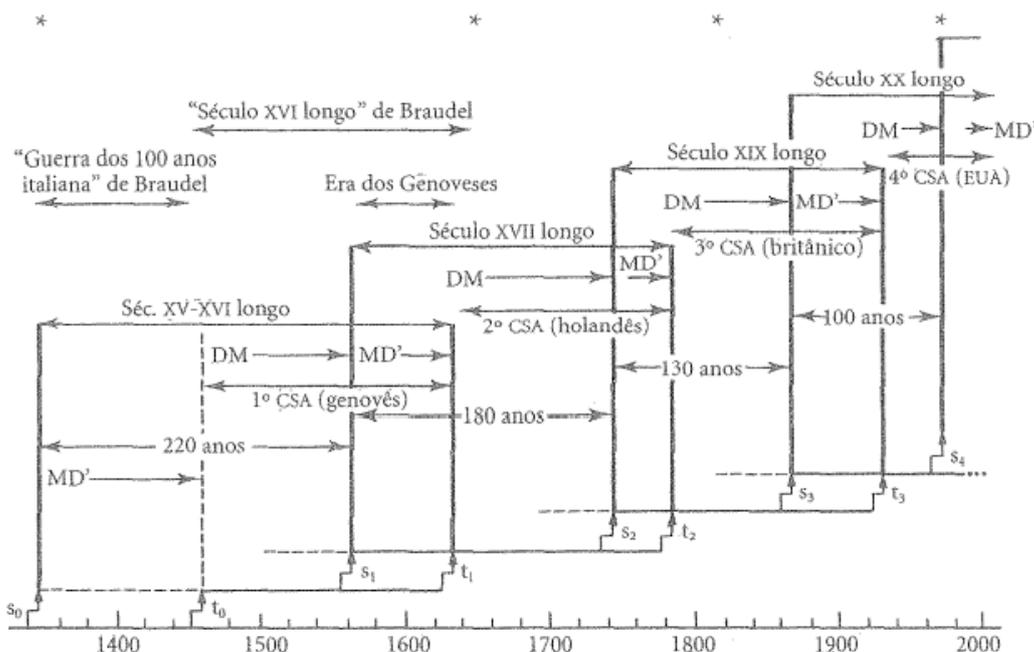
1994, desenvolve uma teoria de mudança de hegemonia na história do capitalismo. Este conceito de “hegemonia” difere de “domínio” puro e simples, e segundo Arrighi:

The concept of "world hegemony" adopted here, in contrast, refers specifically to the power of a state to exercise functions of leadership and governance over a system of sovereign states. In principle, this power may involve just the ordinary management of such a system as instituted at a given time. Historically, however, the government of a system of sovereign states has always involved some kind of transformative action, which changed the mode of operation of the system in a fundamental way (1994, p. 27).

“Com base na sua apropriação de Braudel e Polanyi, Arrighi delinea o desenvolvimento do sistema capitalista mundial em termos de quatro ciclos sistêmicos de acumulação” (Postone, 2008, p. 87). Powel (2013) reafirma a afirmação de Postone:

Leader of the Annales School Fernand Braudel (1981) claimed that structural cycles of the ‘longue durée’ mark the rise and fall of leading powers. The phase of decline, which Braudel termed the ‘autumn’, is associated with an expansion in financial activity. Braudel’s thesis has been influentially adopted by Giovanni Arrighi (Powell, 2013, p.58)

Figura 13: Ciclos sistêmicos de acumulação



Fonte: Arrighi, 1996, p.219.

Segundo Arrighi períodos de “financeirização” precedem mudanças de hegemonia desde o ciclo genovês, passando pelas hegemonias holandesa, inglesa e a dos Estados Unidos. Harvey (2011), quando analisa a obra de Arrighi, afirma: “A hegemonia normalmente pertence à entidade política que produz grande parte do excedente (ou à qual grande parte do excedente flui na forma de tributos ou extrações imperialistas)” (p. 37). Segundo Postone (2008) cada ciclo passa por um período inicial de expansão financeira, seguido por uma fase de expansão material, e finalmente por uma nova expansão financeira. Sendo que:

A financeirização desempenha um papel crucial na sucessão de um hegemom por outro, de acordo com Arrighi. (...) Neste esquema, a crescente financeirização requer a transferência de capital do hegemom natural para um novo hegemom ascendente. Esse padrão de desenvolvimento não é, entretanto, completamente cíclico. Ele tem direcionalidade. Cada novo ciclo é mais curto que o precedente; cada novo hegemom é maior, mais complexo e mais poderoso. Cada hegemom consegue internalizar custos que seu antecessor não internalizava (Postone, 2008, p.87).

Embora o ponto de partida seja diferente da primeira corrente, o resultado é bastante similar: a perda do dinamismo do setor produtivo e a ascensão do setor financeiro como alternativa mais rentável a estes capitais. Segundo Lapavitsas (2013), o problema da análise de Arrighi está no fato de não haver claramente uma alternativa à hegemonia dos Estados Unidos. Em sua primeira edição, o candidato mais provável era o Japão, hoje talvez a China, mas por outro lado, ambos os países acumulam enormes quantidades de reservas em dólares americanos, reforçando o papel do dólar como moeda internacional. Segundo Prado (2001), a hegemonia americana na ordem capitalista consolida-se após o fim da II Guerra Mundial. “Segundo Arrighi, o período que vai de 1945 a 1970 caracteriza-se pela enorme expansão do capital produtivo e das grandes empresas corporativas e transnacionais, principalmente norte-americanas” (p. 3). Esta hegemonia começa a entrar em crise a partir de 1971 iniciando-se um período de domínio do capital financeiro. “Com a expansão acelerada do mercado internacional de empréstimos, ocorre uma progressiva limitação da soberania os estados nacionais que passa, em parte, para os organismos reguladores transnacionais” (p. 3). Segundo Oliveira (2009) há dois pilares para a chamada revolução financeira global: “(a) aumento da liquidez internacional sob estímulo da liberalização financeira (...) (b) substituição das paridades cambiais fixas pelo regime de câmbio flutuante” (p. 733).

Harvey (2003) parece concordar com Prado (2001) e Arrighi:

Historicamente, assinala Arrighi (seguindo Fernand Braudel), expansões financeiras indicam “não apenas a maturidade de uma etapa particular de desenvolvimento da economia mundial capitalista como também o começo de uma nova etapa”⁵. Se a “financeirização” é um prelúdio provável a uma transferência do poder dominante de um hegemom a outro (como tem sido o caso ao longo da história), a virada norte-americana para “a “financeirização” nos anos 1970 parece ter sido uma manobra peculiarmente autodestrutiva. Os déficits (tanto internos como externos) não podem continuar indefinidamente em sua espiral de descontrole, e a capacidade e a propensão dos outros países (primordialmente na Ásia) para financiá-los não são inexauríveis (Harvey, 2005a, p. 65-66).

Powel (2013) afirma que a tese de Arrighi está em desacordo com a realidade atual e concorda neste ponto com Harvey (2003), o período atual de ascensão das finanças na potência líder, os Estados Unidos, foi acompanhado não por uma saída de capital para novos centros de poder em ascensão, mas por um influxo do resto do mundo para os Estados Unidos. Desta forma, ao contrário de Harvey (2003), Powel (2013) não vê o caráter “autodestrutivo”, mas sim uma forma de os Estados Unidos se reafirmarem como potência hegemônica através da financeirização.

Tavares afirmava em 1997 que a financeirização, junto com as armas, eram as duas estratégias de manutenção da hegemonia econômica Estadunidense:

As crises que instabilizaram a economia mundial na década de 70 foram seguidas de dois movimentos de reafirmação da hegemonia americana no plano geoeconômico (diplomacia do dólar) e no plano geopolítico (diplomacia das armas) que modificaram profundamente, o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir do começo da década de 80. As consequências dos desajustes provocados pela política norte-americana ainda não terminaram e seus efeitos globais não podem ser ainda inteiramente avaliados, quer do ponto de vista da inauguração de uma nova divisão internacional do trabalho, quer mesmo de uma trajetória provável da economia mundial nas décadas à frente (Tavares, 1997, p.55).

5 ARRIGHI, SILVER, *Chaos and Governance*, 31-33.

Para Chesnais (1996), os Estados Unidos mantêm a sua posição dominante na economia mundial por diversos fatores, entre eles: seu poder militar e ideológico, seu papel de condução e difusão da mundialização do capital, a magnitude e sofisticação de seus mercados financeiros, o poder de senhoriação que o dólar lhe confere por ser a moeda mundial e o fim da União Soviética como contraponto a seu poderio.

Gutmann e Plihon (2008) apontam o papel dos Estados Unidos como o “consumidor de última instância” do resto do mundo, “servindo, desse modo, como uma locomotiva que arrasta, para o seu imenso mercado interno, diversas outras economias extremamente dependentes de exportação (p. 603).

Albuquerque (2012) aponta que a questão da hegemonia apresenta duas alternativas, ou caminhamos “para um novo arranjo multipolar, com toda a instabilidade e pressão para construção de instituições internacionais capazes de lidar como esse cenário (...) ou, pode persistir o quadro de turbulência sistêmica sem uma redefinição do arranjo internacional atual” (p. 145). Sendo que neste, último caso, a nação hegemônica perde o seu status sem que não haja ainda outra capaz de ocupar seu lugar.

1.3.2.3 A Teoria Francesa da Regulação

Segundo Mello Filho “A escola da regulação surgiu no ambiente acadêmico francês, influenciado pelo marxismo estruturalista e pela utilização de modelos macroeconômicos de inspiração keynesiana” (2016, p.110). Arrighi (1994) afirma que:

Partly overlapping this literature, numerous studies have followed in the footsteps of the French "regulation school" and have interpreted current changes in the mode of operation of capitalism as a structural crisis of what they call the Fordist-Keynesian "regime of accumulation" (for a survey, see Boyer 1990; Jessop 1990; Tickell and Peck 1992). This regime is conceptualized as constituting a particular phase of capitalist development characterized by investments in fixed capital that create the potential for regular increases in productivity and mass consumption. (p.2)

Segundo Mello Filho, “As reflexões da AR (Abordagem da Regulação) emergiram no contexto de estagflação dos anos 1960 e 1970” (2016, p.111). O autor aponta ser necessário sublinhar dois pontos importantes para a compreensão da escola. Em primeiro lugar, o termo regulação “diz respeito à reprodução e à transformação do capitalismo, apreendidas por meio de conceitos que captem as regularidades observadas em determinada época do modo de produção.” (p.110). Outro ponto é que a Teoria da Regulação pode ser dividida em “pelo menos três abordagens: a escola Parisiense, a escola de Grenoble (da qual fazem parte Perroux e Palloix) e a escola de Boccara” (p.110). “Foi Boccara quem primeiro utilizou a expressão, no debate acerca do capitalismo monopolista de Estado, travado no âmbito do Partido Comunista Francês” (p. 120), sendo a escola parisiense considerada por Mello Filho (2016) a mais importante.

Segundo o mesmo autor, a obra de Michel Aglietta, “Régulation et crises du capitalisme”, publicado na França em 1976 e nos Estados Unidos, em 1979, com o título de “A theory of capitalist regulation: the US experience” “É considerada a obra na qual a abordagem francesa da regulação é sistematizada pela primeira vez” (2016, p. 121).

Segundo Mello Filho (2016), a teoria da regulação apresenta quatro proposições (teóricas e meta-teóricas) sobre o modo de produção capitalista, tais como:

... a acumulação de capital não ocorre em um ambiente autorregulado no qual agentes simplesmente trocam livremente bens e serviços, tal como em modelos de equilíbrio geral, por exemplo. Para ocorrer a acumulação de capital é necessário que sejam partilhados entre os agentes variados padrões de comportamento, chamados pelos autores de instituições, ou de formas institucionais; 2) um conjunto de instituições configura uma estrutura institucional característica de um espaço geográfico e de um determinado período histórico do capitalismo. Tal estrutura institucional recebe o nome de modo de regulação e estrutura social de acumulação (...); 3) o sistema econômico é atravessado por diversos conflitos estruturais, tais como o conflito de classes, a concorrência intercapitalista e as disputas entre as nações (...); 4) ao longo da história do capitalismo existem períodos nos quais a estrutura institucional vigente garante estabilidade, previsibilidade e crescimento. As contradições do capitalismo fazem com que tais estruturas institucionais acabem sendo destruídas (esse é o período das “grandes crises”). As grandes crises podem ser superadas com a construção de uma nova estrutura institucional que garanta estabilidade, previsibilidade e crescimento. (Mello Filho, 2016, p.2)

A Escola da Regulação, parte do pressuposto de que a economia Keynesina-Fordista chega ao término no final da década de 1970, e até então, segundo Arrighi, o "Keynesianism" is described as the mode of regulation that enabled the emergent Fordist regime fully to realize its potential" (1994, p. 2). A partir da década de 1970 este acaba se esgotando, enquanto regime de acumulação, dando lugar a um novo regime, baseado nas finanças, ou como propõe Chesnais (1996b): "regime de acumulação dominado pelas finanças". Já Aglietta e Breton (2001) utilizam o termo "Capitalismo Patrimonial". Chesnais (1996) aponta que o capital financeiro domina o processo de acumulação no capitalismo contemporâneo desde o início da década de 1970 substituindo o regime de acumulação industrial por um "regime de acumulação patrimonial". Segundo Prado (2014) sobre Chenais:

Por acumulação industrial, ele visa, obviamente, àquela que se dá na produção de mercadorias correntes, com base na reprodução de valor e na geração de mais-valia. Por acumulação financeira, ele entende aquela que se desenvolve fora da "produção de bens e serviços", ainda que não necessariamente em desconexão com a atividade produtiva. (Prado, 2014, p.16)

Outros expoentes da Escola da Regulação segundo Mello Filho (2016) são Boyer e Lipietz que buscaram as causas para a persistência da inflação, além disso, procuram compreender as razões dos níveis de emprego, de investimento e da taxa de crescimento.

A hipótese básica adotada pelos autores para resolver o enigma da estagflação persistente, inexplicável de um ponto de vista neoclássico, era o de que ela resultaria não de choques acidentais nos preços, mas das próprias características institucionais do sistema capitalista da época. (...) Por sua vez, uma regulação de conjunto monopolista, seria resultado de um regime de acumulação intensiva (Mello Filho, 2016, p. 131-132).

Em um panorama histórico, isso significaria uma espécie de retomada da renda sobre o capital, ou em outros termos, uma fusão entre esses dois, de tal maneira que a o circuito financeiro (ou o investimento especulativo em capital fictício) teria passado a se sobrepor à hegemonia do capital industrial (ou do investimento produtivo), ao menos em algumas economias ocidentais. Se a indústria foi o motor do capitalismo da segunda metade do século XIX até o início dos anos 1970, com a burguesia superando a classe dos rentistas, o período contemporâneo poderia ser interpretado como uma retomada da classe dos rentistas sobre a burguesia industrial.

Some authors have placed emphasis on the importance of the functions carried out by finance as outweighing the problems it creates for the management of global capitalism. Similarly the term 'rentier capital' is considered by many to be politically loaded and so to be avoided. Yet, in a Marxian, classical ('non-vulgar economic') and Kaleckian theoretical perspective, no analysis of the foundations of capital's social and political domination, domestically or internationally, can simply put the term aside (Chesnais., 2016, p. 9).

Para esta corrente, a crise dos anos 1970 é o resultado do esgotamento do Fordismo em que a produção em massa, o aumento da produtividade e do poder de compra dos trabalhadores chegaram ao seu limite, dando lugar ao aumento dos rendimentos financeiros de forma a compensar a queda dos salários reais.

1.3.2.4 “Seminaire d'Etudes Marxistes”

O quarto grupo é formado por Gerard Duménil e Dominique Lévy (2011), ligados ao “Seminaire d'Etudes Marxistes”⁶ que relacionam o crescimento das “finanças” à ascensão da tríade: neoliberalismo, financeirização e globalização. Segundo Chesnais (2016), Duménil e Lévy denotam como “finanças” as frações superiores das classes capitalistas e suas instituições financeiras. Lapavitsas (2013) afirma que para Duménil e Lévy, o capital financeiro não chegou a dominar o capital industrial. O que existe é uma disputa entre os proprietários de ativos financeiros e uma camada social de altos gestores administrativos (managerial class) que recebem altos rendimentos. Segundo Serfati (2014), Duménil e Lévy consideram os gestores administrativos como uma classe híbrida em que recebem altos salários, detêm opções de compras de ações, bem como participação no capital social das empresas.

The progress of managerial relations of production cannot be separated from the transformation of class patterns. For the traditional bipolar scheme capitalist-proletarian classes, one must substitute the threefold pattern capitalist-managerial-popular classes.

⁶ O seminário de estudos marxistas aborda os principais problemas do capitalismo contemporâneo, revivendo os fundamentos da teoria marxista, em um espírito de abertura e confronto. Tem acontecido mensalmente desde o outono de 1998. Os temas tratados foram: as tendências e crises do capitalismo; classes na dinâmica do capitalismo; alternativas ao capitalismo (disponível em: <http://www.cepremap.fr/membres/dlevy/syllepse.htm> , acesso em 17/06/2021.

The position of managerial classes was originally that of a new intermediate class, but these classes gradually move to the top, at the conquest of the status of new upper class besides capitalists (Duménil e Lévy, 2011, p. 2).

Chesnais afirma que “Duménil and Lévy 2011 have developed, on the sole basis of an analysis of US economic history, an idiosyncratic theory of class division totally alien to Marxism, in which managers are pivotal” (2016, p. 26). A necessidade de remunerar os acionistas é reforçada pela inclusão, na remuneração dos gestores, de opções de compra de ações⁷, de forma que estes busquem sistematicamente aumentar a rentabilidade de curto prazo das empresas de forma a provocar aumento do valor das ações e conseqüentemente o exercício de suas opções de compra com alta lucratividade.

Segundo Duménil e Lévy (2011), a crise dos anos 1970 levou a uma aliança entre as classes dos capitalistas e a dos altos gestores administrativos. A década de 1980 foi um período de progresso desenfreado de financeirização e globalização. Para tanto, novas políticas foram estabelecidas. O livre comércio e a livre circulação de capitais em todo o mundo bloquearam o poder dos sindicatos ao colocar os trabalhadores em situação de competição. Os governos neoliberais permaneceram fortes e desempenharam um papel crucial no lançamento e perpetuação desta nova ordem social, que Duménil e Lévy chamam de “managerial capitalism”.

Ao mesmo tempo em que se assiste a um rígido controle de custos e salários, queda de investimentos a longo prazo e aumento da desigualdade de renda.

But reaching the end of the century, the emergence of new managerial features signaled a basic transformation in relations of production, with the three revolutions at the turn of the century, namely the corporate, the financial, and the managerial revolutions. The US capitalism of the early 20th century was already a hybrid society, a “managerial capitalism”. A straightforward quantitative expression of this secular tendency is the invasion of the upper segments of the income pyramid by wages

⁷ Opções são contratos de direitos sobre determinado ativo e consistem na interação entre compradores e vendedores. O comprador paga ao vendedor um prêmio em dinheiro, para que o segundo tenha a obrigação de vender (opção de compra) ou comprar (opção de venda) este ativo a um preço previamente pactuado até uma data também pré estabelecida. O comprador que pagou o prêmio ao vendedor tem o “direito” e não o “dever” de exercer sua opção até o seu vencimento.

compared to capital income (rents, dividends, and interest). Considering the top 1 percent (the fractile 99-100) of households in the income pyramid, prior to the Great Depression in the US, capital income still amounted to 1.5 more than wages, emphasizing the capitalist nature of the fractile. In 2012, the ratio had been inverted as wages were 4 times larger than capital income. Nowadays, even within the top 1/1000th of the income pyramid, wages are twice that of capital income (Duménil e Lévy, 2011, p.1-2).

1.3.2.5 “Financeirização” das Corporações não Financeiras

O quinto grupo, liderado por Claude Serfati, concentra seus estudos na “financeirização” das corporações não financeiras, rejeitando a tese da dominação financeira. Segundo Bruno et al. (2009), Serfati “retoma a hipótese marxista sobre as origens do valor, a fim de analisar a relação entre o capital financeiro e o capital produtivo (p. 9)”. Serfati também analisa a evolução da estrutura patrimonial das grandes corporações industriais.

Serfati (2014) afirma que a consolidação do capital financeiro se operou por meio de três canais principais. No nível macroeconômico, a armadilha da dívida inicialmente atormentou os países em desenvolvimento refletindo a vitória dos credores sobre os devedores e criando fluxos maciços e permanentes de receitas para os credores. Em termos de empresa, "valor para o acionista" tornou-se o principal objetivo operacional para as empresas. E finalmente, as políticas governamentais internacionais e nacionais contribuíram para a ‘mercantilização’ das relações sociais, minando os sistemas existentes de seguridade social e substituindo-os constantemente por esquemas que tornavam os indivíduos cada vez mais dependentes dos mercados financeiros.

A noção de capital financeiro, proposta inicialmente por Hilferding, deve abranger, para Serfati, também as transações financeiras realizadas pelas empresas industriais. E dentre estas transações financeiras Serfati nos mostra que elas se concentraram na aquisição de marcas, ou seja, na aquisição de rendas de monopólios. Por outro lado, Serfati demonstra o papel que os ativos intangíveis vêm ocupando nas corporações transnacionais.

The rising attraction of the category of 'intangible assets' has resulted from a convergence between, on the one hand, economists keen to put figures on what they call 'knowledge capital' and, on the other, the financial community who, from the end of the 1990s onwards, needed some explanation for the growing gap that could be observed between firms' book value and their stock market value. Equipped with this new category, analysts were able to conclude that intangible assets accounted for as much as over 50% of large companies' stock market value (Serfati, 2011, p.21).

Serfati (2014) analisou o processo contínuo de internacionalização do capital que ganhou impulso nas últimas décadas.

Globalization provided capital with the opportunity to act with a maximum of freedom at the world level. Money-capital, for example, was made hyperliquid due to the deregulation of institutions and financial innovations. This was also true for large non-financial transnational corporations (TNCs), which have, in reality, become world-scale financial groups with industrial activities. They form a global web, with a mix of collusion and competition, structuring commodity chains and controlling a significant share of the world production of value and trade. The combined effects of outsourcing and offshoring, with the associated pressures on second- and lower-tier supplier firms, have aggravated the imbalance of power and distribution of value between capital and labour (Serfati, 2014, p. 138).

Além do processo de globalização, o desenvolvimento de novos produtos financeiros bem como crescimento de novos centros financeiros: "The development of finance capital driven globalization has meant an explosion of new financial products and the extensive development of offshore financial centres" (Serfati, 2014, p.140), também faz parte de seus estudos. Outro ponto interessante é a questão da transnacionalização das empresas e o paradoxo de que apesar das empresas atuarem de forma global, com a alta direção contando com gestores de diversas nacionalidades, a origem e sobretudo a sede destas corporações importam, uma vez que as agências classificadoras de risco levam em conta a origem das empresas. Outro ponto que joga contra e ao mesmo tempo a favor do processo de globalização é o setor militar. Do ponto de vista contrário à globalização, Serfati aponta os seguintes aspectos:

The role of military-industrial systems cannot be reduced to the functional role of defending external and internal threats to sovereignty and private property. In the core capitalist countries, in particular the US, UK and France, as well as Russia and China, these military systems have linked financial and industrial interests. Since the initial postwar GATT system, 'national security' has often been invoked to escape limits imposed by international agreements, especially in the recent period under the WTO trade rules. Based on national security mandates, defense oriented research and

development programmes have provided public funding that also aid industrial groups and public research institutions (Serfati, 2014, p.151).

Dessa forma o setor militar “dribla” acordos de comércio, direciona recursos para pesquisa e desenvolvimento, dilui riscos de P&D e garante mercado através de compras governamentais. Uma vez garantidos os recursos de P&D, a empresa passa a ter vantagens tecnológicas que podem ser utilizadas em outros processos e produtos, o que de certa forma lhe posiciona favoravelmente a seus concorrentes internacionais, favorecendo assim o seu processo de abertura de novos mercados.

As Ellen Wood argues: ‘Capital reproduces and benefits from the fragmentation of political space, so the current association of capitalism and the territorial state with all its attendant contradictions - is not just a historical relic but is reinforced by the essential dynamics of capitalism’ (Wood, Ellen 2007, p.156 apud Serfati, 2014, p.154).

Outro ponto abordado por Serfati (2000) é o papel das políticas governamentais neoliberais que buscavam reduzir os gastos sociais, incluindo benefícios de saúde e aposentadorias e seguros desemprego. Já no trabalho de (2014) o tema da concentração de renda a nível global foi analisado e pode ser resumida pela citação:

...there has been a significant rise in both the number of extremely wealthy individuals and the extent of their financial wealth. It is estimated, for example, that fewer than 100,000 people (that is, 0.001 per cent of the world’s population) now control over 30 per cent of the world’s financial wealth (Serfati, 2014, p.141).

1.3.2.6 Shareholding Capitalism

O sexto grupo propõe o termo ‘shareholding capitalism’, de forma a relacionar a ascensão das finanças e a recente transformação do capitalismo nas últimas décadas. As empresas não financeiras através dos lucros retidos e da emissão de ativos financeiros em mercados abertos, conseguem financiar seus investimentos sem necessariamente recorrerem a instituições financeiras, fortalecendo o papel dos investidores institucionais.

Os bancos, neste cenário, também se voltam ao mercado financeiro de forma a aumentar suas receitas através de taxas e comissões. Segundo Lapavitsas, este grupo tem como maior expoente Dominique Plihon (2009).

Plihon (1995) argumenta que a ascensão das finanças especulativas se apresenta como “Um dos traços marcantes da economia mundial neste fim de século XX consiste na instabilidade que afeta as relações monetárias e financeiras internacionais.” (p. 61) Segundo o mesmo autor, esta instabilidade está associada ao processo de globalização financeira. Por globalização financeira Plihon entende como “a instauração de um mercado unificado do dinheiro em âmbito planetário (...) mediante um fenômeno de “descompartimentalização dos mercados” (décloisonnement des marchés)” (p. 61). A instabilidade é devida ao fato de que as finanças internacionais estão se desenvolvendo, vertiginosamente, segundo sua própria lógica, não apresentando relação direta com os financiamentos do comércio e investimentos na economia mundial. Segundo Plihon (1995) há sim a predominância da lógica especulativa na qual:

De acordo com esta concepção, as operações especulativas possuem quatro características: a) implicam uma tomada de riscos, vale dizer, tomadas de posição em taxas de juros e/ou taxas de câmbio; b) são motivadas pela esperança de realização de mais-valias relacionadas às variações antecipadas dos preços dos ativos; c) são “puras” ou “secas”, ou seja, auto-suficientes, e não têm contrapartida direta na esfera real da economia; d) são na maioria das vezes realizadas a prazo, ou seja, os capitais envolvidos são tomados emprestados pelos especuladores (Plihon, 1995, p. 63).

Tomando emprestado as categorias de operadores dos mercados financeiros de Kaldor, Plihon coloca que já em 1994 era impossível distinguir entre “especulação pura”, “arbitragem”, e “proteção contra os riscos”. E que as ações destes operadores são cada vez mais “curto-prazistas”, e que se baseiam cada vez mais sobre “uma opinião sobre a tendência de mercado” do que nos fundamentos vinculados à realidade.

Com relação às finanças internacionais, Plihon (1995) atribui como o resultado das atividades de três categorias de operadores: os bancos, as empresas e os investidores. Estes últimos vem representando ultimamente um papel cada vez mais relevante, através dos fundos de pensão e de Fundos de Investimentos também chamados de “Mutual Funds”. Estes apresentam uma vasta heterogeneidade, seja em termos de aplicação de recursos, desde fundos de renda fixa locais até mesmo os Hedges Funds que apresentam elevado grau de alavancagem e que

segundo Plihon: “Esses hedge funds, fundos de cobertura, têm um nome muito pouco apropriado, dado que seu objetivo primeiro é a especulação.” (1995, p.67).

Plihon (1995) classifica, estas três categorias de operadores, em dois comportamentos distintos, os fundamentalistas, que buscam nos fundamentos econômicos e nos balanços empresariais as suas tomadas de decisões; e os “chartistas ou noise traders” que “reagem a rumores e procuram realizar lucros especulativos aproveitando-se da volatilidade dos mercados; seu horizonte de tempo é, em geral, muito estreito” (p. 72) e segundo o mesmo isto leva a um processo de imitação generalizada em que:

Num processo de imitação generalizada, em que cada um copia o outro pensando que está possuindo a informação, enquanto nenhum agente está informado, o preço que se forma não reflete senão a psicologia do mercado e não contém nenhuma informação. É um processo de expectativas auto-realizadoras em que um preço vai se autoconfirmar mesmo sendo muito diferente de seu nível de equilíbrio fundamental. (Plihon, 1995, p. 73).

O papel do Estado é outro fator apontado por Plihon no que se refere a ascensão das finanças internacionais. A medida que os países promoveram a desregulamentação do mercado de capitais e a isenção de impostos nas operações financeiras acabaram por facilitar a mobilidade de capital.

a desregulação fomentou a integração das atividades de banco comercial (i.e. tomar depósitos, originar empréstimos) com as de banco de investimento (i.e. organizar o mercado) em uma rede muito mais complexa de transações financeiras e contratos entrelaçados. No centro dessa rede estão os bancos transnacionais líderes do mercado mundial, que, na última década, transformaram-se em grupos financeiros multifacetados que combinam todo o espectro de atividades e serviços financeiros (e.g. de bancos comerciais e de investimento, de gestão de fundos, de seguradoras) (Guttman e Plihon, 2008, p. 579).

O estado num primeiro momento se beneficia ao facilitar o financiamento de sua dívida, mas logo a seguir torna-se refém destes capitais, uma vez que as políticas monetárias e cambiais, passam cada vez mais a serem influenciadas por este capital, que pleiteia cada vez mais uma fatia da renda nacional e a qualquer momento podem se deslocar rapidamente entre as diversas praças financeiras. Para tanto, Gutmann e Plihon (2008) apontam três forças inter-relacionadas:

a dependência aumentada do endividamento em todos os ramos de atividades econômicas, a facilitação de tal financiamento via endividamento pela inovação financeira, e a globalização financeira como a força mais transcendental na internacionalização do capital” (2008, p. 582). Com relação a inovação financeira esta “depende mais da capacidade humana de engendrar novas promessas, torná-las reivindicações legalmente exequíveis de parte da receita futura de alguém e, finalmente, organizar mercados onde possam ser negociadas com ganhos” (p. 582).

Ao contrário da teoria do “hegemon” de Arrighi (1994), Gutmann e Plihon (2008) afirmam que “No longo prazo, estamos gradualmente nos movendo em direção a um padrão de crescimento global multipolar, levado adiante pelo aprofundamento da integração regional.” (p. 604), no qual o capital financeiro e as corporações multinacionais passam a se deslocar globalmente de acordo com seus interesses.

1.3.2.7 A Americanização das Finanças

De acordo com Lapavitsas (2013), as análises marxistas mais pertinentes sobre o aumento da importância das finanças na economia vêm da Índia e compreendem o sétimo grupo de classificação. Segundo Patnaik e Patnaik (2021), a ascensão das finanças está, como em Hilferding e Lenin, associada à centralização do capital e à hegemonia de uma oligarquia financeira. Ao contrário de Hilferding e Lenin, não há o predomínio do capital financeiro de uma nação em si, mas uma fusão de diversos capitais financeiros cujo caráter “nacional” fica em segundo plano. Esta é a primeira característica apontada por Patnaik e Patnaik (2021), a qual ele denomina “capital financeiro internacional”. Diferentemente daquele proposto por Hilferding, o “capital financeiro internacional” apresentado por Patnaik e Patnaik (2021), apresenta mais duas diferenças básicas em relação ao “capital financeiro” nacional. A segunda característica é a de que não há rivalidade entre os capitais de várias nações, mas sim, uma fusão de interesses. A terceira diferença é a de que a “especulação” acaba ocupando papel central na busca por ganhos financeiros.

O papel da burguesia local, nos países de clima tropical, também é analisado por Patnaik e Patnaik (2021). Nesses lugares, a fase pós-colonial primeiramente se articula ao Estado, com o

objetivo de criar barreiras contra a concorrência dos capitais externos. Essas medidas protetivas acabaram por beneficiar, indiretamente, uma série de pequenos produtores, camponeses e artesãos, que não sofreram com a concorrência externa e, muitas vezes, foram utilizados de forma complementar à indústria nacional.

Em seguida, no período denominado por Patnaik e Patnaik (2021) como o período “neo-liberal”, a burguesia local percebe que, associando-se ao “capital financeiro internacional”, teria acesso a mercados financeiros internacionais, a cadeias globais de suprimentos e de matérias-primas, além dos grandes mercados consumidores dos países desenvolvidos. Por outro lado, os países da periferia contam com salários mais baixos e abundância de mão de obra, o que favoreceria o processo de transferência de produção de parte das atividades produtivas dos países capitalistas centrais em direção aos países periféricos.

As empresas globais, a fim de contornar as restrições de mão de obra e os salários mais elevados nas nações mais desenvolvidas, optaram por transferir sua produção à periferia, reduzindo assim o custo da mão de obra. Por outro lado, ao transferir parte de suas atividades aos países periféricos, empregos são fechados nas economias centrais, enfraquecendo os trabalhadores organizados e promovendo queda nos salários reais.

There was a genuine shift of activities from the North to the South for meeting global demand while taking advantage of the lower Southern wages. China was the major beneficiary of this shift of manufacturing activities, and India was the major beneficiary of a shift of service sector activities (Patnaik e Patnaik, 2021, p. 272).

Em relação aos países periféricos, o aumento das oportunidades de emprego faz com que a economia apresente crescimento do PIB. No entanto, esse ganho de crescimento é acompanhado por um aumento da concentração de renda e, paradoxalmente, o crescimento da miséria de parte da população.

Este processo de concentração de renda se dá de duas formas. A primeira refere-se à conversão de terras agrícolas destinadas à produção de alimentos para a população local a

outras atividades demandadas pela indústria e pelas classes mais abastadas. Aponta-se como exemplo, a conversão de terras agrícolas em terras urbanas, campos de golfe ou outras aplicações ligadas ao lazer, contribuindo para uma limitação das terras destinadas à produção de alimentos destinada à população local, resultando em aumento de preço.

Por outro lado, sob o neoliberalismo, parte das terras ainda disponível passa a ser utilizada na produção de matérias primas destinadas à indústria e também à agricultura de exportação. Isso compromete ainda mais a quantidade de terras destinadas à produção de alimentos para a população local.

A demanda por insumos, seja destinada à produção industrial ou à exportação, exige que os pequenos camponeses deem lugar a grandes proprietários de terras, capazes de aproveitar ganhos de escala e com capital necessário a extensas plantações. O processo de expulsão dos camponeses se dá através de uma política de corte de benefícios estatais aos pequenos produtores, mas não garantia de preços mínimos e seu endividamento.

Therefore, a twofold process of primitive accumulation of capital occurs under neoliberalism. There is primitive accumulation in a flow sense, where the average real incomes of the peasants and petty producers are squeezed, and there is primitive accumulation of capital in a stock sense, where they are simply deprived of their assets, either without any payment (this is true especially where the assets belong to the tribal population) or at throwaway prices. The point is that the unleashing of primitive accumulation of capital, or “accumulation through encroachment” (as one of us has called the conjoint processes of primitive accumulation at the expense of petty producers and similar accumulation at the expense of the state, through privatization of public assets), is an important feature of neoliberalism. The suicides of 300,000 peasants in India over the two and a half decades after 1990 is indicative of the virulence of the process (Patnaik e Patnaik, 2021, p. 274).

O resultado desse processo é uma inflação do preço dos alimentos e de ativos. Ainda, faz com que os rendimentos reais das camadas mais pobres se comprimam. Por outro lado, a expulsão dos camponeses para o meio urbano engrossa a massa de desempregados, fazendo com que as atividades menos qualificadas sejam ainda mais desvalorizadas.

A associação entre as burguesias locais e o capital financeiro internacional faz com que a intervenção estatal se dê de forma a atrair o capital externo, além de retirar o apoio aos camponeses, pequenos produtores, artesãos e pequenos capitalistas. Acrescente-se a privatização de serviços essenciais, transferindo ativos públicos para o grande capital privado, seja para a oligarquia corporativo-financeira doméstica ou para o capital metropolitano. Em consequência, retiram-se os esquemas de apoio aos preços para o campesinato, cortando investimentos públicos, enquanto os impostos sobre os ricos não podem ser aumentados, uma vez que o Estado-nação não ofende o capital financeiro internacional. Dessa forma, o Estado intervém quase exclusivamente segundo os interesses desse capital globalizado.

Segundo Patnaik e Patnaik (2021), apesar do elevado crescimento do PIB dessas economias que se abrem para o capital externo e devido à inflação de alimentos e ativos, assiste-se conjuntamente a um aumento da população em situação de miséria. Isso ocorre de diversas formas, sendo as principais: a deflação de renda das classes mais baixas, o aumento nos custos dos serviços essenciais como saúde e educação, fazendo com que o custo de vida das populações mais pobres seja ainda mais afetado e que tenham ainda menos recursos para sua alimentação.

... even in economies experiencing rapid GDP growth. It is significant that the per capita cereal output for the world as a whole for triennium 2015-17 (average annual output divided by 2016 population) was 344.9 kilograms, distinctly lower than the 355 kg. for 1979-81 (calculated similarly by dividing the triennium average by the mid-triennium population). Even in India, which has been one of the high-growth economies, the percentage of rural population that does not have access to 2,200 calories per person per day (the official norm for defining poverty) has increased from 58 percent in 1993-94, shortly after neoliberal policies were introduced in 1991, to 68 percent in 2011-12. For urban India, where the calorie norm is 2,100 per person per day, the corresponding figures are 57 percent and 65 percent, respectively (Patnaik e Patnaik, 2021, p. 279-280).

O movimento de capitais em direção à periferia também é analisado por Panitch e Gindin (2004, 2005, 2012 e 2019) e assim como em Patnaik e Patnaik (2021), esta relação é considerada imperialista de uma pluralidade de estados. No entanto, enquanto Patnaik e Patnaik (2021) apontam como um imperialismo de dominância de um “capital financeiro internacional”, Panitch e Gindin (2004) consideram os Estados Unidos como o “império informal”, sendo o principal

responsável pela condução das políticas econômicas do “capital financeiro internacional” no seu processo de reprodução e expansão do capitalismo em escala global.

Since the middle of the twentieth century, the American informal empire has been the primary author of capitalist globalization. This entailed the internationalization of the American state, in the sense of taking responsibility for the extension and reproduction of global capitalism even while it of course remained the state of a very distinct social formation. Panitch e Gindin (2019, p. 21).

“O império informal americano” (Panitch e Gindim, 2004) constitui-se da capacidade do Estado americano de criar as condições políticas e jurídicas necessárias à reprodução e à expansão do capitalismo internacionalmente. Estas condições são conquistadas através do papel das diferentes instâncias do Estado americano, como o Poder Judiciário, o Tesouro Americano, o Federal Reserve, além do papel de influência do próprio Poder Executivo. A articulação do Estado americano com outros Estados, seja através de organismos internacionais como o G7, o G20 ou a Organização Mundial do Comércio - OMC ou através de acordos de livre comércio, possibilitam além da maior liberdade dos fluxos de capitais e de mercadorias, a exportação de capitais e a expansão global das multinacionais, que buscam vantagens comparativas em diversos países.

The new role of the American state in global capitalism was clearly articulated in the secret 1950 National Security Council document, nsc-68, in terms of constructing a ‘world environment in which the American system can survive and flourish . . . Even if there were no Soviet Union we would face the great problem [that] the absence of order among nations is becoming less and less tolerable.’ Half a century later, the wording employed in Bush’s 2002 ‘National Security Strategy’ was not very different; but the project of global rule was now a matter for public proclamation (Panitch e Gindin, 2005, p. 107).

Segundo Panitch e Gindin (2005), o imperialismo atual abrange três aspectos: a relação com a acumulação, a forma de governo político e, por último, a forma territorial e nacional do Estado capitalista.

Com relação à acumulação capitalista, é necessário um Estado capaz de manter e atualizar o quadro jurídico regulatório e infraestrutural, fiscalizar as relações entre o capital e trabalho,

administrar a macroeconomia e atuar como prestador de última instância. Quanto à forma de governo político, este pode ser resumido pelo estabelecimento de leis como uma estrutura política. Segundo Panitch e Gindin (2019), não são as empresas, mas os Estados que firmam acordos comerciais que permitem a livre movimentação de capitais e que estabelecem leis regulatórias para o estabelecimento das condições para a atração e implantação de empresas multinacionais.

Por último, a forma territorial e nacional do Estado capitalista refere-se às tensões e sinergias entre o Estado nacional e o processo de acumulação internacional do capital e suas relações econômicas, políticas e ideológicas.

Since the end of the Cold War, the US has been seeking to perpetuate its hegemony by making the transnational space constructed under its leadership after 1945 genuinely global and preventing shifts in economic power from developing into geopolitical challenges. The institutionalized forms of cooperation among the leading capitalist states—the international financial institutions, the G8, NATO, UN, etc— provide the political frame of this process. Their role and importance, along with the development since the early 1970s of what Gowan calls the Dollar-Wall Street Regime that provides the key regulating mechanisms of global financial markets, are evidence of Panitch's and Gindin's American 'informal empire' (Callinicos, 2007 p. 546).

Ao contrário de Arrighi (1994), Panitch e Gindin (2005) não veem os Estados Unidos como um "Hegemon". Coube a eles, a partir da década 1940, o papel de liderar e impor uma nova ordem mundial que impedisse a fragmentação do sistema capitalista internacional através do livre comércio e da acumulação contínua de capital. Por outro lado, segundo os mesmos autores, esta nova ordem mundial reflete os interesses dos capitalistas norte-americanos.

The liberal-democratic legitimation of the informal US empire has led to the common usage of the term 'hegemony', rather than imperialism. (...) Such a displacement has often led to the underestimation of the scope and breadth of American structural power and its capacity to reproduce its imperial status (Panitch e Gindin, 2005, p. 108-109).

Os autores acima (2005) afirmam que apesar do desenvolvimento econômico da Europa e do Japão, estes se tornaram cada vez mais dependentes e integrados ao "império" norte-

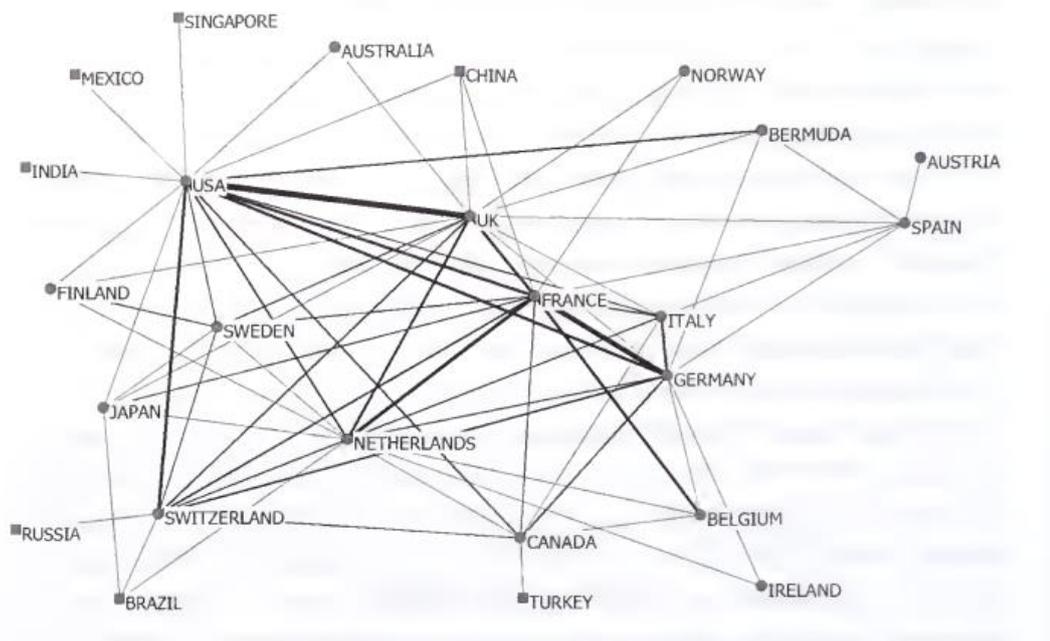
americano. “Japanese and German investment in the US auto industry, or General Motors' restructuring of the South Korean auto industry in a way the chaebols could not do, point to a further degree of integration.” (p. 111). A fim de aprofundar esta dependência, os autores citam, como exemplos, os programas de reestruturação do FMI e do Banco Mundial, e a crescente americanização do direito comercial.

The extension of capitalism as a global project through the final quarter of the twentieth century was intimately related to the development of the new mechanisms of international coordination sponsored by the renewed American empire. (...) the practice of neoliberalism reinforced the material and ideological conditions for international legal rules guaranteeing free trade and for the national treatment for foreign capital in each social formation. This was exemplified by NAFTA, European Economic and Monetary Union, and the WTO, as well as by the bilateral investment treaties promoted by the US Trade Representative. In addition to the G7's role in forging a consensus first among finance ministries and then among heads of state, the Bank for International Settlements re-emerged as the major coordinating agency for central bankers, while the IMF became the vehicle for imposing neoliberal “structural adjustments” on Third World economies (Panitch e Gindin, 2012, p. 17).

À medida em que o “capital financeiro internacional” penetra nos diversos países, as burguesias nacionais perdem sua autonomia, mas acabam se associando ao “capital financeiro internacional”, como na análise de Patnaik e Patnaik (2021). No entanto, para Panitch e Gindin (2012), a “internacionalização do Estado” seria o processo através do qual os Estados estimulam os capitalistas a expandirem as atividades para além de suas fronteiras.

Carroll (2013) apresenta um diagrama no qual aponta a nacionalidade dos executivos das 500 maiores empresas multinacionais, o qual ele domina “transnational capitalist class – TCC” que corrobora com as teses de Patnaik e Patnaik (2021) do “capital financeiro internacional” como também a de “império informal”, proposta por Panitch e Gindin (2005). Podemos verificar no diagrama de Carroll a predominância de uma elite capitalista estadunidense, na direção dessas empresas transnacionais.

Figura 14: Rede internacional de interligações transnacionais 2007



Fonte: Carroll (2013, p.176)

Carroll (2013) destaca também a interrelação de diretores residentes nos EUA e no Reino Unido, respondendo a 42% do volume total dos intertravamentos EUA-Europa. No entanto, segundo este autor, a formação de uma classe capitalista transnacional ainda está em construção e muito longe de ser concretizada.

Outro ponto abordado por Panitch e Gindim (2019) é a capacidade dos Estados Unidos de continuar a administrar o capitalismo global e apontam que a centralidade da economia daquele país pode ser verificada, uma vez que ela continua como o maior destino tanto para as exportações quanto para o investimento do mundo. O dólar segue como a moeda mundial e, segundo o relatório trienal do BIS, o dólar “has remained the dominant vehicle currency, being on one side of 88 per cent of all trades” (p. 11). A posição central de Wall Street como centro financeiro global confere aos Estados Unidos acesso da economia americana à poupança global, permitindo que aquele país importe sem restrições e sem comprometer seus objetivos.

Analisando dados da organização mundial do comércio⁸, Panitch e Gindim (2019) reforçam a centralidade da economia norte-americana na administração do capitalismo global argumentando:

The US imports one-third more goods and services than does China, which ranks second on this score, and twice as much as Germany, which ranks third. It is also the recipient of the most foreign direct investment by a significant margin (an average inflow of \$400 billion annually from 2015-17, three times that of China, which ranks second). American corporations account for more investment abroad (an annual average of \$300 billion from 2015-17) than those of the next two countries, China and Japan, taken together. (...) Insofar as both trade data and the foreign investments of US MNCs reflect a global shift in the location of production in certain manufacturing sectors, what is especially significant is the dominance of US corporations in the most dynamic and influential high tech sectors, spanning computers, telecommunications, aerospace, pharmaceuticals, and health sciences as well as key business services such as accounting, advertising, consultancy, engineering, and computer programming, as well as legal and finance services (Panitch e Gindim, 2019, p. 10-11).

Os déficits comerciais dos Estados Unidos, na visão de Panitch e Gindim (2012), ao invés de serem um ponto de fraqueza do dólar, passam a ser um indicativo da integração da Economia norte-americana com o restante do mundo, uma vez que os demais países, sobretudo os do terceiro mundo, dependem cada vez mais dos mercados financeiros e de consumo dos Estados Unidos. “It was the balance of capital flows more than the balance of trade that now determined the dollar’s value” (Panitch e Gindim, 2012, p. 292). Enfatizando o papel dos bancos e das multinacionais norte americanas na economia global.

No caso dos países exportadores que passaram a acumular dólares, segundo Panitch e Gindim, tinham como estratégia: “The foreign reserves that not only China but other export-oriented developing states invested in US Treasuries were explicitly designed to prevent any recurrence of the vulnerability to capital outflows that South Korea and the other East Asian NICs had experienced in 1997–98” (2012, p. 19). Em se tratando dos Estados Unidos, tal política é interessante, uma vez que os países exportadores estavam dispostos a financiar os déficits

⁸ WTO, ‘World Trade Statistical Review 2017’, Geneva: WTO, 2017, Tables A6, A8, pp. 102, 104. UNCTAD, ‘World Investment Report’, 2018, Annex Table 1, pp. 184- 5.

públicos e comerciais dos Estados Unidos a uma taxa de juros muito baixa, nos títulos do tesouro americano.

A ascensão do papel da China no capitalismo internacional também é analisada por Panitch e Gindin (2012, 2019). Para esses autores, o ponto de partida dessa ascensão é a entrada da China na Organização Mundial do Comércio - OMC em 2001.

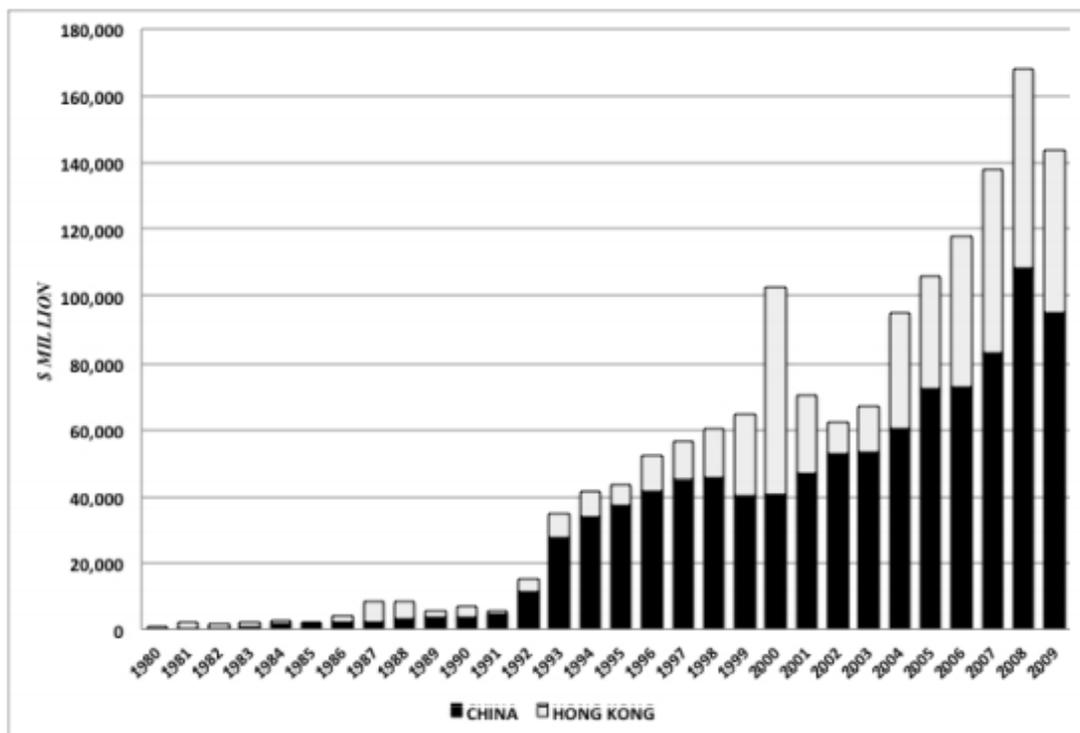
It was China's admission to the WTO in 2001 that positioned it to secure the massive export surpluses that enabled these reserves to be built up. The conditions that China agreed to in the key negotiations with the US for entry were far more stringent than the terms under which other developing countries had acceded . . . in certain respects China's liberalization commitments exceed[ed] those of advanced industrial countries. (Panitch, Gindim, 2012, p.293)

Tal fato possibilitou aumento na atração de investimentos diretos estrangeiros, por empresas transnacionais interessadas não apenas em utilizar a China como plataforma de exportações, mas também no mercado interno chinês. Conforme Panitch e Gindim “By 2002, some two-thirds of the output of “foreign invested enterprises” (FIEs) was for sale within China, not only as inputs to transnational production networks but also as final products for sale to Chinese consumers.” (2012, p. 293). No entanto o “império informal” estava interessado em que a China aceitasse “to substantially open its market in banking, insurance, securities, fund management and other financial services” (2012, p. 293).

Panitch e Gindim apontam que os “desequilíbrios” comerciais e de crédito dos EUA eram, na verdade, indicativos da extensão da integração da China na ordem capitalista global. “US imports from China provided low-cost inputs for businesses and cheap consumer goods for workers” (Panitch e Gindim, 2012, p. 19), ou seja, a China complementar a economia estadunidense, possibilitando acesso a insumos baratos e, de certa forma, a produtos que melhorariam o padrão de consumo dos norte-americanos. Um dos efeitos apontadas desta estratégia é a de que este movimento de capital acaba por pressionar a dívida dos Estados Unidos e, desta forma, pressiona a estabilidade do dinheiro mundial. Leo Panitch e Sam Gindin (2004, 2009a, 2009b apud. Lapavistas (2013b) afirmam que a globalização é uma reafirmação do império dos EUA em face às rivalidades intrainperialistas. Para eles, “a “financeirização” é a “americanização” das finanças que fortaleceu e universalizou o poder dos Estados Unidos” (p. 798). Panitch e Gindin

ênfatizam também a importância do dólar e que este não será facilmente suplantado por outra moeda. Esta posição é questionada por Lapavitsas (2013) ao colocar que: “However, financialization represents much more than the ‘Americanization’ of finance, and it is far from obvious that financialization has strengthened the hegemonic position of the USA” (Lapavitsas 2013, p.798).

Gráfico 4: Investimento estrangeiro direto na China 1908-2009



Fonte: Panitch Gindim, 2012, p.295

1.3.2.8 David Harvey

A última corrente descrita por Lapavitsas está associada a David Harvey, que aponta, como ponto de partida da financeirização, o abandono da convertibilidade do dólar em ouro, a adoção do regime de um sistema de taxa de juros flexíveis em 1973, “representando assim, uma completa abolição de Bretton Woods e o colapso do sistema fordista-keynesiano” (Harvey, 2008 p. 155).

No fim da Segunda Guerra Mundial, entendeu-se que a concorrência intercapitalista e o protecionismo estatal haviam desempenhado um papel importante nas rivalidades que levaram à guerra. (...) A principal potência capitalista da época, os Estados Unidos, usou sua posição dominante para ajudar a criar com seus principais aliados, um novo quadro para a ordem global. Incentivou a descolonização e o desmantelamento dos impérios anteriores (britânico, francês, holandês etc.) e intermediou o nascimento das Nações Unidas e do Acordo de Bretton Woods de 1944, que definiu as regras do comércio internacional (Harvey, 2011a, p. 35).

O Estado deveria concentrar-se no pleno emprego, no crescimento econômico e no bem-estar de seus cidadãos. Isto foi implementado através de políticas Keynesianas que foram utilizadas para suavizar os ciclos de negócios. Os Estados passaram a ser provedores de sistemas de bem-estar como saúde e educação, intervindo na política industrial e garantindo um salário social. Atuaram, também, no planejamento e no desenvolvimento industrial que muitas vezes implicaram na posse de empresas nestes setores.

Em um momento em que a maior parte das reservas globais de ouro se encontravam no Fort Knox e dada a necessidade de reconstrução europeia e japonesa, os Estados Unidos apresentavam-se, no mundo capitalista, como a única nação capaz de fornecer os insumos necessários a esta reconstrução, em termos de quantidade e qualidade. O dólar se tornou a moeda de troca universal (ao contrário da moeda global, fora do controle de qualquer nação, proposta por Keynes em Bretton Woods). Os Estados Unidos, assim, impuseram sua moeda como moeda global, apoiados por uma relação de convertibilidade fixa do dólar em ouro, em base fixa de 35 dólares por onça troy.

Os Estados Unidos permitiram o livre fluxo do dólar para além de suas fronteiras, de forma que o dólar funcionasse como a moeda de reserva global. O poderio militar norte-americano contribuiu também para a primazia do dólar. “O sistema funcionou bem, enquanto os EUA se abstiveram do uso de seu poder de imprimir dólares para atender apenas a seus interesses” (Harvey, 2011a, p. 36). A guerra no Vietnã, os programas de combate à pobreza nos Estados Unidos na década de 1960, os déficits comerciais dos Estados Unidos, a competição com outros países como os europeus e o Japão, associados à dificuldade de absorção dos excedentes (tanto dos Estados

Unidos quanto dos países desenvolvidos), a exportação de capitais, a expansão das empresas multinacionais globais e os processos de industrialização do terceiro mundo pressionavam o balanço de pagamentos dos Estados Unidos, levando a uma crise de convertibilidade do dólar. Por essa moeda ser conversível em ouro, o Governo dos Estados Unidos foi incapaz de manter a paridade de US\$ 35,00 por onça troy, rompendo, em 15 de agosto de 1971, unilateralmente seu compromisso. “O dólar é nosso, mas o problema é de vocês” (John Conally, ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos), citado por ROTTA, 2008.

Em retrospecto, parece que havia indícios de problemas sérios no fordismo já em meados dos anos 60. Na época, a recuperação da Europa Ocidental e do Japão tinha se completado, seu mercado interno estava saturado e o impulso para criar mercados de exportação para os seus excedentes deveria começar [...]. O consequente enfraquecimento da demanda efetiva foi compensado nos Estados Unidos pela guerra à pobreza e pela guerra do Vietnã. No entanto, a queda da produtividade e da lucratividade corporativas depois de 1966 [...] marcou o começo de um problema fiscal nos Estados Unidos que só seria sanado às custas de aceleração inflacionária. Tal fato começou a solapar o papel do dólar como moeda-reserva internacional estável. A formação do mercado do eurodólar e a contração do crédito no período 1966-1967 foram, na verdade, sinais prescientes da redução do poder norte-americano de regulamentação do sistema financeiro internacional. Foi também perto dessa época que as políticas de substituição de importações em muitos países do Terceiro Mundo (da América Latina em particular) associaram-se ao primeiro grande movimento das multinacionais na direção da manufatura no estrangeiro (no Sudeste Asiático em especial) [...] A competição internacional se intensificou à medida que a Europa Ocidental e o Japão, seguidos por toda uma gama de países recém-industrializados, desafiaram a hegemonia estadunidense no âmbito do fordismo, a ponto de fazer cair por terra o acordo de Bretton Woods e de produzir a desvalorização do dólar. A partir de então, taxas de câmbio flutuantes e, muitas vezes, sobremodo voláteis substituíram as taxas fixas da expansão do pós-guerra (Harvey 2008, p. 135).

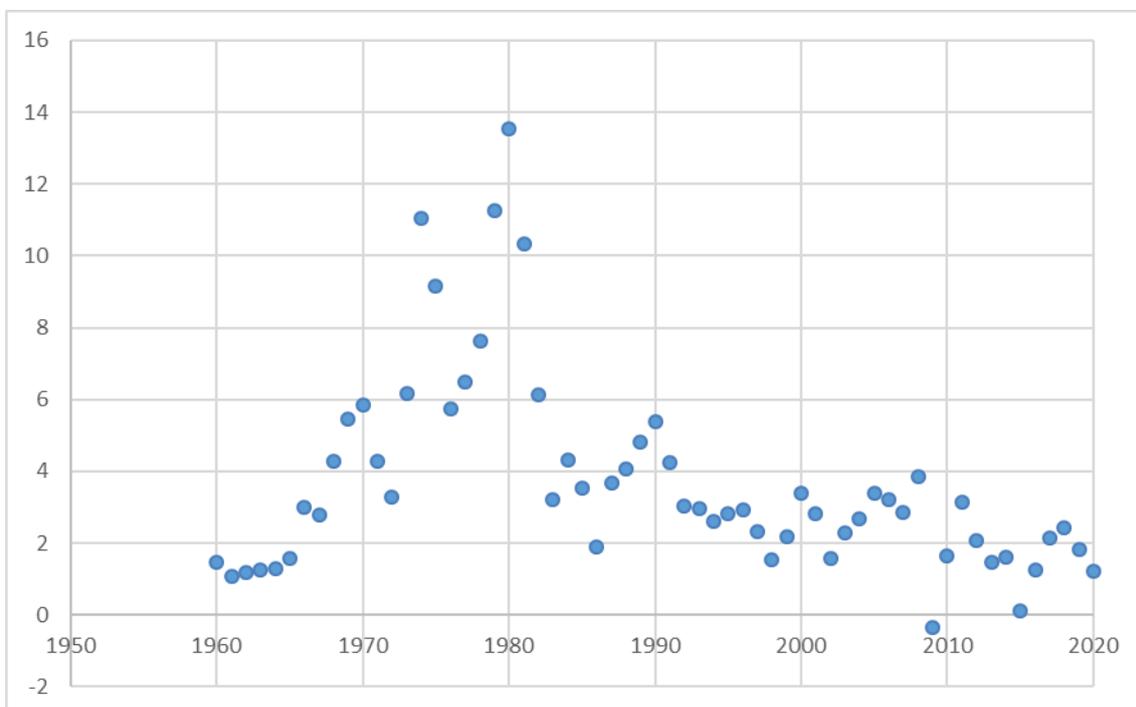
Já no final da década de 1960, este modelo de intervenção estatal começa a dar sinais de esgotamento. Segundo Harvey, “...os sinais de uma grave crise de acumulação eram em toda parte aparentes. O desemprego e a inflação se ampliavam, desencadeando uma fase global de “estagflação” que duraria por boa parte dos anos 1970” (Harvey, 2011a, p. 22), associada a crises fiscais provocadas por queda das receitas de impostos e aumento dos gastos sociais.

Os salários, nos países capitalistas avançados, estavam relativamente altos devido à organização dos trabalhadores e às acirradas lutas sindicais que contavam, de certa forma, até

com o poder político, sobretudo na Europa. Nos Estados Unidos, o governo Nixon tentou congelar preços e salários de forma a controlar a inflação.

Mesmo nos Estados Unidos, o Congresso, controlado pelos democratas, lançou uma ampla onda de reformas regulatórias no começo da década de 1970 (promulgada por Richard Nixon, um presidente republicano que, no processo, chegou a ponto de dizer que "agora somos todos keynesianos"). Regulavam tudo, da proteção ambiental à segurança e à saúde ocupacionais, passando pelos direitos civis e pela proteção ao consumidor (Harvey, 2011a, p. 22-23).

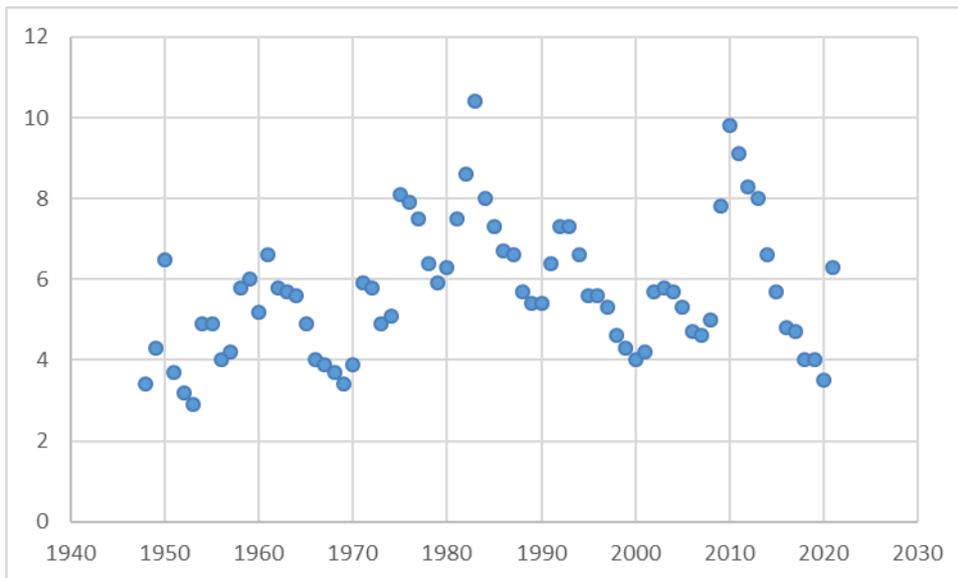
Gráfico 5: Inflação anual nos Estados Unidos



Fonte: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org>

Com o abandono das taxas de câmbio fixas, as taxas de juros passaram a ser flutuantes e a inflação mostrava-se resiliente. A guerra árabe-israelense e o embargo do petróleo, da OPEP de 1973, agravaram a inflação e o desemprego no mundo capitalista.

Gráfico 6: Taxa de desemprego nos Estados Unidos



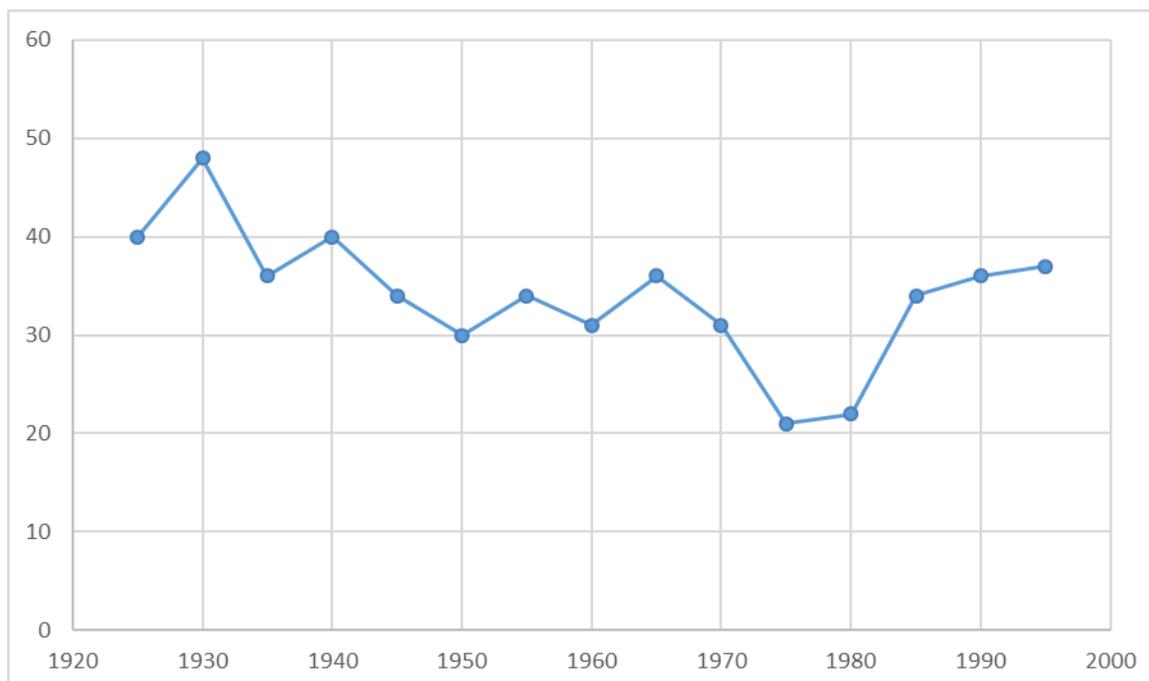
Fonte: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org>

Inflação e desemprego resultaram em descontentamento geral. Na Europa, os partidos de esquerda ganhavam espaço, nos Estados Unidos crescia a pressão dos sindicatos por reformas e mais intervenção estatal. As elites econômicas passaram a se sentir ameaçadas e, a fim de reverter a situação, valeram-se de várias estratégias, sendo a globalização uma delas. O capital, então, passa a buscar lugares onde houvesse mão de obra abundante e barata. Por outro lado, era necessário construir uma narrativa que ligasse o aumento do poder dos trabalhadores à crise. Segundo Harvey (2011b), o Neoliberalismo tem suas raízes na década de 1960, mas é na década de 1970 que ganha força, quando a classe capitalista perdia influência e riqueza. A situação da década de 1970 foi utilizada para construir uma narrativa que focava a ideia de que os trabalhadores tinham muito poder. A reforma da lei de imigração em 1965 não obteve os resultados esperados. A saída foi levar o capital para onde houvesse trabalho barato. Mudanças tecnológicas no setor de transporte e comunicação acabaram facilitando este movimento.

Uma condição do acordo do pós-guerra em quase todos os países era que o poder econômico das classes altas fosse restrito e que o trabalho recebesse uma parcela bem mais ampla do bolo econômico. Nos Estados Unidos, por exemplo, a parcela da renda nacional nas mãos do 1% mais rico caiu de uma taxa de 16% antes da Segunda Guerra Mundial para menos de 8% depois dela. Permaneceu perto desse nível, durante quase três décadas. Enquanto o crescimento se mantinha em altos níveis, essa restrição não parecia importante. Uma coisa é ter uma parcela estável de um bolo em crescimento, mas quando este entrou em colapso nos anos 1970, as taxas de juro reais ficaram negativas e a norma eram poucos dividendos e lucros, as classes altas,

em toda parte, se sentiram ameaçadas. Nos Estados Unidos, o controle da riqueza (em oposição à renda) pelo 1% mais rico da população permaneceu mais ou menos estável por todo o século XX. Entretanto, na década de 1970, sofreu uma acentuada queda [...] com o colapso do valor dos ativos (ações, imóveis, poupanças). As classes altas tinham de agir com mais vigor para se proteger da aniquilação política e econômica (Harvey, 2011b, p. 25).

Gráfico 7: Parcela de ativos de posse da população dos 1% mais ricos nos Estados Unidos (1922-1988)



Fonte: Harvey, 2011b, p.25.

A crise do petróleo não só teve impacto na inflação e no desemprego, mas também representou uma enorme transferência de renda em favor dos países produtores de petróleo que buscaram os bancos de Nova York para a sua aplicação. Como consequência, os mercados de eurodólares perderam sua posição, fortalecendo ainda mais a hegemonia financeira dos Estados Unidos.

O conluio (hoje documentado) entre a administração Nixon, os sauditas e iranianos para elevar loucamente em 1973 os preços do petróleo, prejudicou muito mais as economias europeias e japonesa do que os Estados Unidos (que na época não dependiam muito das reservas do Oriente Médio). Os bancos norte-americanos (em vez do FMI, que era o agente preferido das outras potências capitalistas) obtiveram o privilégio monopolista de reciclar petrodólares na economia mundial, trazendo de volta o mercado do eurodólar. Nova York tornou-se o centro financeiro da economia global,

o que, associado à desregulação interna dos mercados financeiros, permitiu que a cidade se recuperasse de sua crise e florescesse até o ponto da incrível opulência e do consumo ostensivo da década de 1990 (Harvey, 2005a, p. 58).

A hegemonia financeira estadunidense exigia uma abertura dos mercados em geral, bem como dos mercados de capitais. Por outro lado, todo projeto político necessita de uma ideologia para apoiá-lo e “a teoria neoliberal obteve respeitabilidade acadêmica quando Hayek, em 1974 e Friedman, em 1976, ganharam o prêmio Nobel de economia” (Harvey 2011a, p. 31). Assim, a teoria neoliberal passou a influenciar os mais variados campos políticos. “A gestão keynesiana da demanda dominou o pensamento econômico na década de 1960, enquanto as teorias monetaristas pelo lado da oferta começaram a predominar a partir dos anos 1980” (Harvey, 2016, p.185). A eleição de Margareth Thatcher na Grã-Bretanha, em 1979 e posteriormente de Ronald Reagan nos Estados Unidos, em 1980, reafirmaram a influência neoliberal.

Do ponto de vista ideológico, Harvey pontua que “para quase todos os envolvidos no movimento de 1968, o Estado intrusivo era o inimigo e tinha de ser reformado. Quanto a isso, os neoliberais concordavam facilmente” (2011a, p. 52). A ênfase na liberdade de escolha promovia o consumismo e o libertarismo individual, justificando, de certa forma, o Neoliberalismo.

As transformações causadas no trabalho e na vida social pela contrarrevolução neoliberal, que começou a ganhar impulso no mundo capitalista avançado no fim da década de 1970, tiveram efeitos devastadores sobre amplos segmentos da população. Estes foram deixados para trás e convertidos em descartáveis e dispensáveis por uma combinação de mudanças tecnológicas e deslocalização produtiva. Perdidos num mundo de desemprego prolongado, deterioração da infraestrutura social e perda das solidariedades comunais, alienaram-se profundamente, entregaram-se em grande medida a ressentimentos passivos, alternados por eventuais protestos violentos e aparentemente irracionais (Harvey, 2016, p.139).

Segundo Harvey (2011a), o projeto neoliberal, no plano teórico, pretendia reorganizar o capitalismo internacional de forma a reestabelecer as condições de acumulação de capital e reduzir o poder da classe trabalhadora, pelo fortalecimento das elites econômicas. A crise que o mundo passava desde 1973 conjugava, ao mesmo tempo inflação e desemprego. A alta do preço dos combustíveis foi um fator evidente que justificava, para a população, a necessidade de reformas. A fragilidade do mercado de trabalho, com altos níveis de desemprego, reduziu a influência e o poder dos sindicatos. A transferência de fábricas para os países do terceiro

mundo, a chegada de novos migrantes e o desenvolvimento tecnológico atuaram favoravelmente ao enfraquecimento dos sindicatos e na implantação das políticas neoliberais.

Mas não há dúvida de que, mais ou menos a partir da década de 1970, o mapa global da divisão internacional do trabalho passou por uma série excepcional de mutações. Distritos industriais que foram o centro do domínio global do capital depois de 1850 foram desmantelados e abandonados. O capital produtivo foi canalizado para fora e as fábricas do Japão, da Coreia do Sul, de Singapura, de Taiwan e, depois de 1980, talvez ainda mais espetacularmente, da China, juntaram-se aos novos centros de trabalho fabril no México, em Bangladesh, na Turquia e em muitas outras partes do mundo (Harvey, 2016, p. 133).

“Quando o dinheiro era limitado porque era lastreado, ainda que debilmente, na disponibilidade material e na relativa escassez da mercadoria dinheiro, havia uma restrição material na criação infinita do dinheiro” (Harvey 2016, p. 49). O mercado de eurodólares e petrodólares precisavam encontrar um destinatário para estes recursos, num momento em que as perspectivas de lucro em atividades produtivas eram baixas. A solução foi o empréstimo aos países em desenvolvimento, “uma forma muito particular de circulação de capital fictício, porque, como afirmou Walter Wriston⁹ de forma memorável, ‘países não desaparecem, nós sempre sabemos onde encontrá-los’” (Harvey, 2016 p. 248). Segundo o mesmo autor, este processo exigiu a liberalização do crédito e do mercado financeiro internacional. Os países em desenvolvimento foram estimulados a se endividar em dólares norte-americanos, expondo os tomadores de empréstimos aos movimentos daquela moeda e das taxas de juros dos Estados Unidos.

Ainda de acordo com o autor acima (2011a, 2013 e 2016), os principais ingredientes para a alavancagem da financeirização foram o abandono da conversibilidade metálica, o desenvolvimento dos mercados de eurodólares e petrodólares, a abertura dos mercados em geral, a necessidade de financiamento dos países do terceiro mundo, a expansão geográfica das empresas multinacionais, o excesso de dólares no mundo, a inflação e, sobretudo, a necessidade de absorver o excedente econômico.

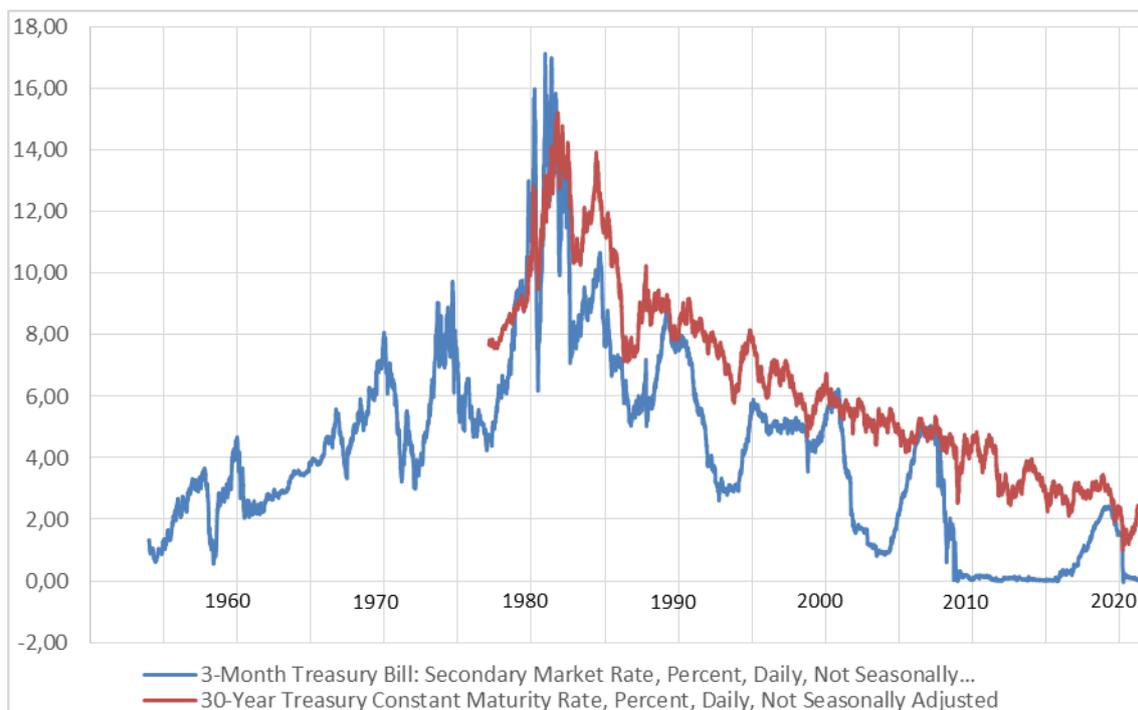
Não me parece fortuito que os limites estabelecidos para a criação do dinheiro, atrelando-o a mercadorias-dinheiro como ouro e prata, tenham sido rompidos no início da década de 1970. A pressão da expansão exponencial sobre a oferta global fixa de

9 Walter Bigelow Wriston ex-presidente do Citibank / Citicorp, de 1967 a 1984.

metal foi simplesmente invencível naquele momento do desenvolvimento histórico do capital. Desde então, vivemos em um mundo em que prevalece a ausência potencial de limites da criação de dinheiro (Harvey, 2016, p. 247).

O problema da inflação que se tornou crônico durante a década de 1970 e o segundo choque do petróleo acabaram por agravar a situação, levando o presidente Carter a nomear para o comando do Federal Reserve, em julho de 1979, Paul Volcker. Este mudou radicalmente a condução da política monetária e, a partir de então, a luta contra a inflação tornou-se prioridade, independentemente das consequências. As taxas de juros foram elevadas e os Estados Unidos atraíram a liquidez mundial para seus títulos.

Gráfico 8: Taxas de juros dos principais títulos da dívida estadunidense (1954- 2021)



Fonte: Federal Reserve Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org>

Na Grã-Bretanha, em maio de 1979, Margaret Thatcher foi eleita primeira-ministra, com a tarefa de restringir o poder dos sindicatos e controlar a inflação. Em 1980, Ronald Reagan elegeu-se presidente dos Estados Unidos, com o objetivo de apoiar a política monetária de Volcker e “restringir o poder do trabalho, desregular a indústria, a agricultura e os setores extrativistas, assim como liberar os poderes das finanças tanto internamente como no cenário mundial”

(Harvey, 2011b, p. 11). A doutrina neoliberal passou a ocupar o papel central no pensamento e na administração da política econômica.

O neoliberalismo é em primeiro lugar uma teoria das práticas político-econômicas que propõe que o bem-estar humano pode ser melhor promovido, liberando-se as liberdades e capacidades empreendedoras individuais, no âmbito de uma estrutura institucional caracterizada por sólidos direitos à propriedade privada, livres mercados e livre comércio. O papel do Estado é criar e preservar uma estrutura institucional apropriada a essas práticas: o Estado tem de garantir, por exemplo, a qualidade e a integridade do dinheiro. Deve também estabelecer as estruturas e funções militares de defesa, da polícia e legais requeridas para garantir direitos de propriedades individuais e para assegurar, se necessário pela força, o funcionamento apropriado dos mercados (Harvey, 2011b, p. 12).

Tal política de juros altos acabou por penalizar as economias do terceiro mundo, que se encontravam endividadas. Muitas delas aproveitaram a abundância de recursos nos anos 1970 para desenvolver suas economias e, nesse momento, sem ter concluído o processo, tiveram que competir com as taxas de juros do Federal Reserve. Outro ponto que jogou contra a solvência destes países foi que o aumento das taxas de juros nos Estados Unidos fez com que este atraísse capitais, elevando a cotação do dólar em relação às demais moedas. O somatório de taxas de juros altas, dólar e petróleo caros jogou os países em desenvolvimento no que foi conhecido como a crise da dívida dos anos 1980.

O fato de os bancos terem dificuldade para receber estes empréstimos foi contornado através do Fundo Monetário Internacional – FMI, que exigia dos países que a eles recorriam, ajustes estruturais, tal como apontado por Harvey:

O primeiro grande teste disso veio na esteira do choque Volcker, que levou o México à moratória em 1982-84. O governo Reagan que pensara seriamente em retirar o apoio ao FMI no primeiro ano de mandato, descobriu uma maneira de unir os poderes do Tesouro norte-americano e do FMI para resolver a dificuldade rolando a dívida, mas exigiu em troca reformas neoliberais. Esse tratamento se tornou o padrão daquilo que Stiglitz chamou de "expurgo" de todas as influências keynesianas do FMI em 1982. O FMI e o Banco Mundial se tornaram, a partir de então, centros de propagação e implantação do "fundamentalismo do livre mercado" e da ortodoxia neoliberal. Em troca do reescalamento da dívida, os países endividados tiveram de implementar reformas institucionais como cortes nos gastos sociais, leis do mercado de trabalho mais flexíveis e privatização. Foi inventado assim o "ajuste estrutural" (Harvey, 2011b, p. 38).

O “consenso neoliberal” de que o Estado deveria eximir-se da obrigação de provisão pública em áreas tão diversas como habitação, saúde, educação, transporte e abastecimento” (Harvey, 2016, p. 35), as privatizações e os cortes nos gastos sociais se apresentam como alternativas para a absorção de capitais excedentes. No caso das privatizações, o efeito é nítido: pega-se um recurso disponível e adquire-se o controle da empresa em questão. Os cortes dos gastos sociais, na saúde e educação levam a população, pelo menos a mais abastada, a contratar estes serviços através de planos ou seguros de saúde e de escolas particulares.

A economia global do capitalismo sofreu uma radical reconfiguração para reagir à crise de sobreacumulação de 1973-1975. Os fluxos financeiros tornaram-se os meios primários de articulação da lógica capitalista do poder. [...] O Estado neoliberal buscou tipicamente expropriar as propriedades coletivas, privatizar e instaurar uma estrutura de mercados abertos tanto de mercadorias como de capitais. [...] A acumulação por espoliação ressurgiu de sua posição secundária anterior a 1970 e veio a ser um aspecto maior da lógica capitalista. De um lado, a liberação de ativos de baixo custo oferecia vastos campos para a absorção de capitais excedentes. De outro, proporcionou recursos para impor os custos da desvalorização dos capitais excedentes aos territórios e populações mais fracos e mais vulneráveis (Harvey, 2005a, p. 150).

Não é difícil perceber que a parcela da riqueza dos 1 % mais ricos nos Estados Unidos começou a crescer a partir dos anos 1980 (Visto no gráfico 7). Se alguém produz determinada mercadoria, ela precisa ser vendida – e o mais rápido possível. Na década de 1980, os salários encontravam-se defasados e em queda, além da recessão global. A fim de contornar estas restrições, estimulou-se o crédito. Dar crédito passa a ser uma válvula de escape para o excesso de mercadoria produzida e também para o excesso de capital, que não é mais aplicado na produção e sim, no financiamento do consumo. O problema é que há um limite para estas dívidas e, em algum momento, elas deverão ser pagas por pessoas que contam cada vez menos com o poder de compra por meio de seus salários.

Sobrecarregar com dívidas populações vulneráveis e marginalizadas é, em suma, uma maneira de disciplinar os mutuários para que se tornem trabalhadores produtivos (“produtivo” definido aqui como tudo o que produz valor passível de ser apropriado pelo capital, na forma de taxas de juros exorbitantes). Mais perto de nós, as liberdades futuras de estudantes ou proprietários que tomaram empréstimos para pagar seus estudos ou comprar uma casa própria estão seriamente comprometidas (Harvey, 2018, p. 88).

Neste ponto, a financeirização torna-se fundamental, uma vez que possibilita o aumento do endividamento e, ao mesmo tempo, acaba resolvendo outro problema, que é o de receber a dívida. Esta apresenta um fluxo de pagamentos que pode ser convertido em títulos de dívida e vendidos a terceiros. Assim, os bancos concedem empréstimos à população e vendem estes títulos a terceiros que passam a ter direito a estes fluxos de recebimento. Além disso, ao adquirir estes títulos, o comprador acaba assumindo também os riscos de inadimplência e de calote destes empréstimos.

O sistema de crédito tornou-se, no entanto, a grande alavanca moderna para a extração de riqueza pelo capital financeiro do resto da população. Todos os tipos de práticas predatórias bem como as legais (taxas de juros abusivas sobre os cartões de crédito, execuções hipotecárias em negócios por meio da negação de liquidez em momentos-chave e assim por diante) podem ser usados para perseguir táticas de despossessão que beneficiam os que já são ricos e poderosos (Harvey, 2011a, p. 198).

Então, o problema da insolvência está resolvido. Basta os bancos empacotarem um monte de títulos de dívida, contratarem uma agência de avaliação de riscos para classificá-los e transferir a dívida para outros. Estes outros são pequenos capitalistas rentistas, trabalhadores que poupam para o futuro e fundos de pensões. “Por outro lado, meu próprio fundo de pensão está investido em dívida, com a crença de que ela será paga. Mas, se esse futuro não se materializar, então o valor (fictício) de meu fundo de pensão desaparecerá no buraco negro do antivalor” (Harvey, 2018, p. 88).

Harvey caracteriza o capitalismo atual como um capitalismo de “acumulação flexível”, capaz de gerar uma superexploração do trabalho, acarretando uma “dialética complexa de descentralização e centralização, heterogeneidade e homogeneidade” (Postone, 2008, p. 95). Este capitalismo por espoliação encontra no sistema de crédito o meio pelo qual se canalizam os recursos para os detentores de capital, algo parecido com o que Marx chamou de “acumulação primitiva”:

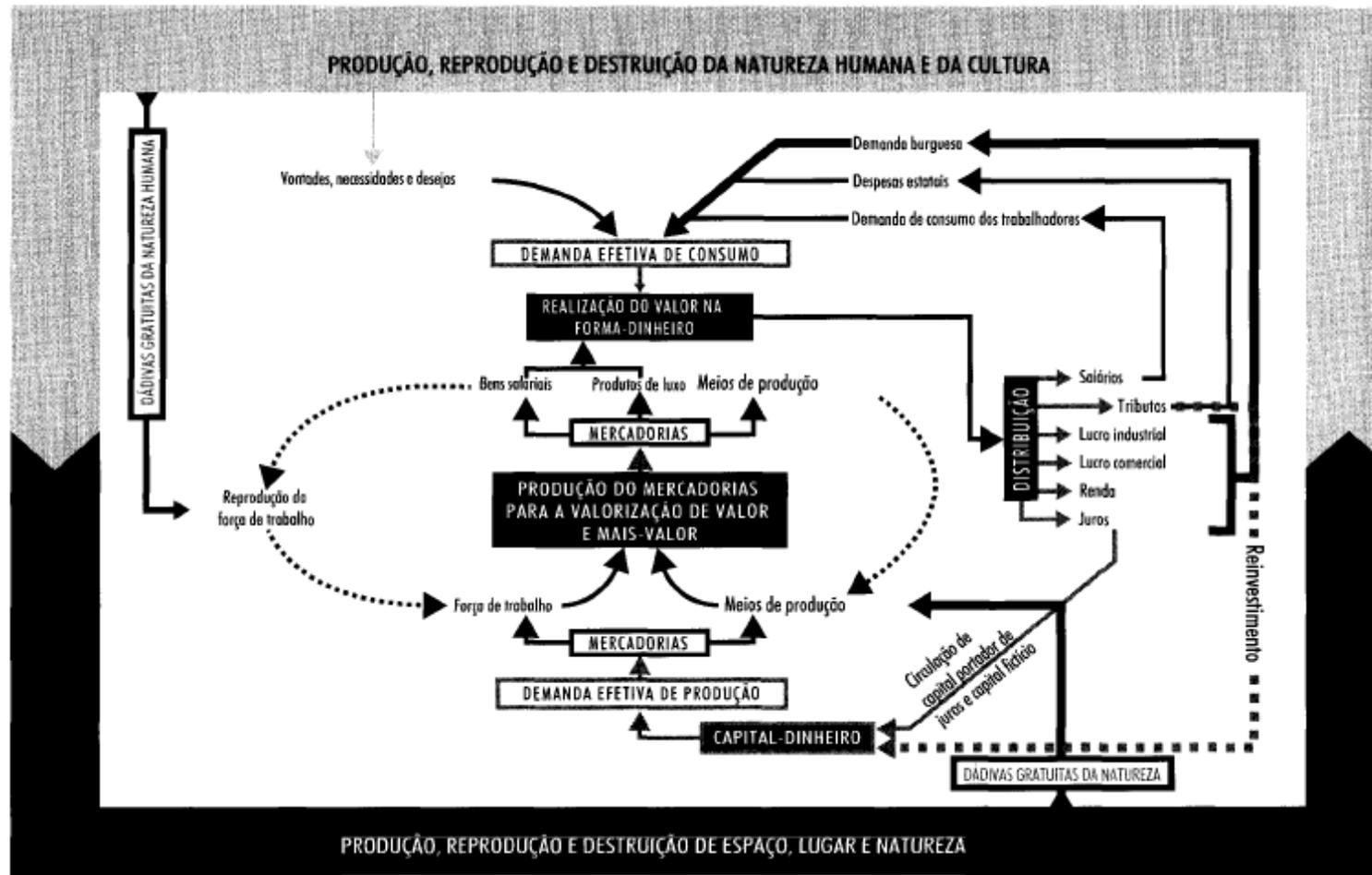
I argue that this predatory activity has become internalized within capitalism (through, for example, privatization, deindustrialization or the erosion of pension and welfare rights orchestrated largely through the credit system and the deployment of state powers). Since this is an on-going internalized process, I prefer to call it 'accumulation by dispossession' rather than primitive accumulation (Harvey, 2006, p. xvi-xvii).

A financeirização é um produto do capital. Segundo Postone (2008), para Harvey “há três elementos centrais do capitalismo: ele é orientado para o crescimento, é baseado na exploração de trabalho vivo na produção e é necessariamente dinâmico do ponto de vista tecnológico e organizacional” (p. 95). O problema é que estes três fatores são inconsistentes e seu desenvolvimento é sujeito à sobreacumulação e à crise.

Harvey (2018) em “A Loucura da Razão Econômica” sistematiza as trajetórias do valor, de acordo com a teoria marxiana, através da figura 15. Com início na fórmula geral do capital industrial, temos que o capitalista dispõe de seu capital na forma de dinheiro que é convertido em meios de produção, os quais se dividem em capital fixo e capital variável. O capital fixo é transformado pelo variável, dando origem a novas mercadorias que podem ser classificadas em bens salariais, bens de luxo e novos meios de produção.

Os bens salariais são mercadorias produzidas para o consumo dos trabalhadores. Estas mercadorias são necessárias para a produção e reprodução da classe trabalhadora. Os bens de luxo são os bens produzidos para as classes mais abastadas e são adquiridos com as rendas, os lucros, os juros e também os salários dos que Duménil e Lévy (2011) chama de “altos gestores administrativos”. Junto com os bens salariais compõem a “Demanda Efetiva de Consumo”, compreendendo as demandas burguesas, salariais e estatais.

Figura 15: As trajetórias do valor em movimento



Os meios de produção são as mercadorias necessárias à produção de novas mercadorias e para a exploração do trabalho. São adquiridos basicamente através do “Capital Dinheiro”, que é formado pelo reinvestimento dos lucros, da renda e dos juros, além do capital portador de juros e, finalmente, o capital fictício (que é uma espécie de capital portador de juros que não possui base material de valorização). Todos estes elementos resultam na “Demanda Efetiva de Produção”, que produzirá as novas mercadorias, reiniciando o ciclo, mas de forma ampliada.

Esta ampliação da produção é apontada por Harvey (2016) como uma das contradições mais importantes do sistema capitalista.

Tomemos como normal uma taxa de crescimento exponencial de 3%. Esta é a taxa de crescimento que permite que a maioria dos capitalistas, ou talvez todos, tenham uma taxa de retorno positiva sobre o capital. Manter uma taxa de crescimento satisfatória hoje em dia significa encontrar oportunidades de investimento lucrativo para quase US\$ 2 trilhões adicionais, em comparação com os “meros” US\$ 6 bilhões necessários em 1970. Por volta de 2030, quando as estimativas sugerem que a economia global será de mais de US\$ 96 trilhões, serão necessárias oportunidades de investimento lucrativo de mais ou menos US\$ 3 trilhões (Harvey, 2016, p. 237).

Ao adquirir uma máquina, o capitalista industrial está interessado no aumento de produtividade da mão de obra empregada. No entanto, deseja-se que o valor empregado nesta compra seja recuperado ao longo do tempo. Esta máquina, ao ser utilizada, vai se desgastando e em determinado momento terá de ser substituída. Por outro lado, novas máquinas são produzidas e aprimoradas. O capitalista muitas vezes precisa trocar ou modernizar suas máquinas, mesmo que a sua vida útil ainda não tenha se esgotado. “Mas, além do desgaste material, a máquina sofre, por assim dizer, um desgaste moral. Ela perde valor de troca na medida em que máquinas de igual construção podem ser reproduzidas de forma mais barata, ou que máquinas melhores passam a lhe fazer concorrência” (Marx, 2011, p.586), a fim de conseguir uma produtividade satisfatória.

Outro ponto complicador do capital fixo é que, na maioria das vezes, ele apresenta uma mobilidade muito baixa. Com muita dificuldade, consegue-se transferir uma fábrica de uma localidade para outra. A implantação de uma fábrica de automóveis no Brasil implica produzir

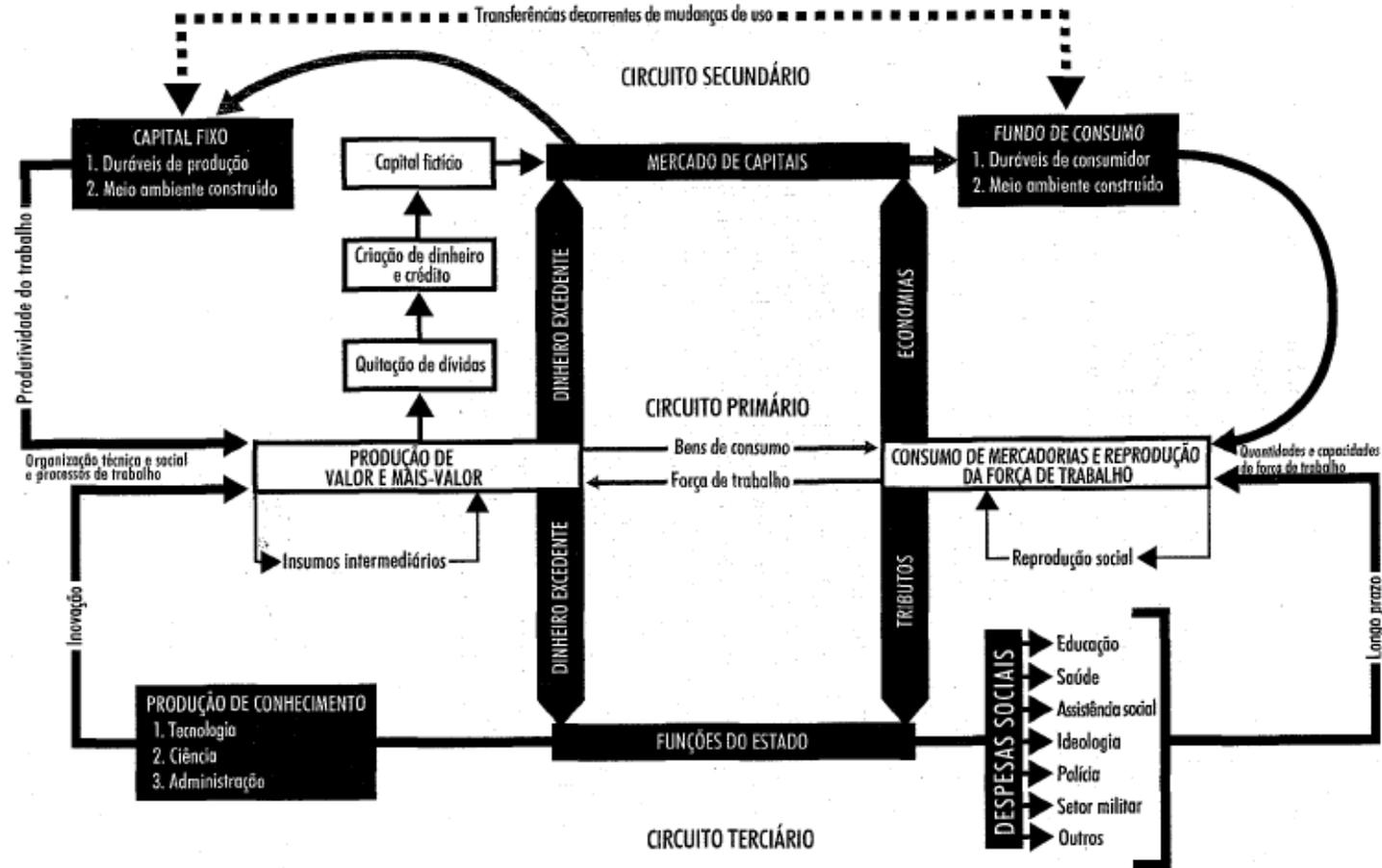
carros no Brasil, enquanto a vida útil deste capital fixo existir. Caso a demanda brasileira apresente problemas, a empresa pode até exportar carros, mas a fábrica continua aqui.

As máquinas não vão incorporar de uma só vez todo o seu valor numa mercadoria; este processo leva tempo e seu valor é alto. Substituir uma máquina significa ter de “economizar” ao longo do tempo ou financiá-la. No caso da primeira opção, à medida em que se produz, parte da receita tem de ser poupada para a substituição futura da máquina. Normalmente isto é feito de forma linear. Imagine uma máquina que produz ao longo de sua vida útil um milhão de peças. A cada peça deveria ser poupado um milionésimo do valor da máquina para sua substituição. Neste caso, ao longo de sua vida útil, teríamos uma quantidade de capital na forma monetária como se a máquina estivesse parada. No entanto, através do sistema bancário, este capital passa a render juros, o que ajuda no processo da substituição. Mas estes juros vêm de onde? Vêm de quem pegou este dinheiro emprestado, antecipando o seu consumo.

Se o capitalista precisa substituir sua máquina, mas não poupou ao longo do tempo os recursos necessários à sua substituição, ele recorre a um financiamento, que terá como contrapartida o pagamento de juros. Destes juros, parte o banco retém para si e outra parte repassa a quem poupou, ou seja, para o capitalista do primeiro exemplo, que vem poupando para a substituição de sua máquina. Desta forma, a circulação do capital portador de juros permite que os recursos não fiquem parados, impactando a demanda efetiva de produção. Por outro lado, o setor financeiro é capaz de criar dinheiro na forma de capital fictício e este recurso também pode ser utilizado com esta finalidade. Neste caso, haverá um excesso de “dinheiro” que se espera neutralizar com o aumento da produção decorrente deste investimento. Além disso, é necessário que haja um nível de produtividade capaz de gerar uma produção excedente que vai ser utilizada neste processo de ampliação do capital. Fica claro que é necessária a ampliação do capital e da produção, de forma a absorver este excedente, que novamente demandará nova ampliação.

Harvey (2018) analisa a absorção deste excedente no que ele chama de “Circuitos Secundário e Terciário” do Capital, esquematizado na figura 16.

Figura 16: Trajetória do valor nos circuitos primário, secundário e terciário



Fonte: Harvey, 2018, p.151

No “circuito primário”, teríamos a produção e o consumo dos “bens de consumo” que englobariam tanto a produção quanto o consumo de mercadorias necessárias à produção e reprodução da força de trabalho. No entanto, o objetivo dos capitalistas é a produção de mais valor. No caso de haver um excedente, este pode ir para os circuitos secundários ou terciários. No “circuito secundário”, na maioria das vezes, tem-se a quitação de dívidas. Mas mesmo que o empresário tenha poupado para a compra de sua máquina, este excedente será depositado em um banco e, da mesma forma que na anterior, possibilitará a criação de dinheiro e crédito pelos bancos através de mais capital fictício.

Estes recursos, junto à poupança dos trabalhadores, serão canalizados para o mercado de capitais e poderão ser utilizados para o financiamento de novos capitais fixos. Poderão ser novas máquinas e equipamentos ou meio ambiente para abrigar estas máquinas. Outro destino que o mercado de capitais pode dar aos recursos é o “fundo de consumo”. Este pode se dividir em bens de consumo duráveis, como carros geladeiras ou ambiente construído, neste caso, moradias.

O capital fixo engloba o ambiente construído para abrigá-lo. Este investimento ampliará não só a produção, mas também, na maioria das vezes, a produtividade do trabalho. Aumenta-se assim, a produção de mais valor, realimentando o ciclo. No caso do “fundo de consumo”, afetará o consumo de mercadorias e da reprodução da força de trabalho, alterando não somente sua quantidade como sua qualidade.

No caso do circuito terciário, a absorção de excedente pelo Estado pode ser através do recebimento de tributos, emissão monetária ou, ainda, emissão de dívida pública. Estes recursos podem se transformar em despesas sociais ou produção de conhecimento. No primeiro caso, estas despesas sociais se dividem em educação, saúde, assistência social, ideologia, polícia, setor militar entre outros e espera-se que, a longo prazo, tenha um efeito semelhante ao do “fundo de consumo”, analisado no circuito secundário. Já a produção de conhecimento divide-se em tecnologias, ciência e administração, que devem implicar em inovações e ampliar, assim, a produção de valor e mais valores.

O circuito secundário e o terciário formam o lócus de absorção de excedentes do circuito primário. São eles os responsáveis pela expansão e potencialização do circuito primário, que novamente irá gerar excedentes para os demais circuitos, acarretando novamente a necessidade de absorção destes excedentes.

Mas, o capital, como representante da forma universal da riqueza – do dinheiro –, é impulso ilimitado e desmedido de transpor seus próprios limites. Cada limite é e tem de ser obstáculo para ele. Caso contrário, deixaria de ser capital – o dinheiro que se produz a si mesmo. Tão logo deixasse de sentir um determinado limite como obstáculo, mas se sentisse à vontade nele como limite, o próprio capital teria degenerado de valor de troca a valor de uso, da forma universal da riqueza a uma existência substancial determinada dela. O capital enquanto tal cria um mais-valor determinado por que não pode por ‘de uma vez’ um mais-valor ilimitado; ele é o movimento contínuo de criar mais-valor. O limite quantitativo do mais-valor aparece para o capital somente como barreira natural, como necessidade que ele procura incessantemente dominar e transpor (Marx, 2011, p. 264).

A extração de mais valia, no circuito primário, gera acumulação e, muitas vezes, sobreacumulação. Sobreacumulação significa produzir mais mercadorias do que o mercado consegue absorver e isso leva à queda na taxa de lucro, mão de obra excedente e crises. Uma das formas para resolver ou adiar estas crises é o investimento no circuito secundário e terciário. Dentro do circuito secundário, o ambiente construído propicia uma interessante alternativa para a absorção destes excedentes. São investimentos que demandam recursos dos mais variados setores e absorvem uma quantidade expressiva de mão de obra. Além do investimento na construção do imóvel, que terá de ser efetuado no presente, sua amortização é a longo prazo. Desta forma, é uma boa alternativa para a absorção dos excedentes de capitais no presente. Outro ponto é que ele traz consigo outros investimentos, como a infraestrutura urbana para atender às novas habitações. A casa própria além destas características, concretiza o desejo, o sonho.

A vida começa bem, e começa encerrada, protegida, aquecida no seio da casa... é esse o ambiente em que vivem os seres protetores... Nessa região remota, a memória e a imaginação se mantêm associadas, cada qual trabalhando para o seu mútuo aprofundamento... Por meio dos sonhos, as várias habitações da nossa vida se compenetraram e retêm os tesouros de dias passados e depois de estarmos na nova casa, quando as memórias de outros lugares em que vivemos retornam a nós, viajamos para a terra da infância imóvel como o são todas as coisas imemoráveis (Harvey, 2008, p. 200 – 201).

Adquirir a casa própria, para muitos, além do desejo, significa autonomia, liberdade, possibilidade de ter um local de refúgio e de proteção, uma espécie de “Pasárgada” descrita por

Manuel Bandeira, onde somos protegidos pelo rei. Este local tão valioso faz com que as pessoas não meçam esforços para conquistá-lo, pois é nele que podemos sonhar e mais do que isso, segundo Harvey, "uma das maiores forças de integração dos pensamentos, lembranças e sonhos da humanidade" (2008, p. 200).

O desejo da população de adquirir sua casa, aliado ao interesse capitalista de dar um destino para o excesso de capital, o que evitaria as crises, faz com que a produção do espaço urbano se torne uma solução desejável. Neste sentido, é necessário que se estabeleçam as condições legais e econômicas para a viabilização desta solução.

Uma casa é uma "mercadoria de alto custo, que será usada durante muitos anos, e não consumida instantaneamente, como um produto alimentício" (Harvey, 2016, p. 31). O financiamento da construção de imóveis não só absorve recursos excedentes, mas necessita, na maioria das vezes, depois de construído e dado o seu levado valor, de financiamento.

Trabalhadores podem se integrar à circulação de capital portador de juros, iniciando um financiamento com a esperança de adquirir sua casa própria. Isso é algo que, conforme assegura o Banco Mundial, confere estabilidade social ou, segundo o velho ditado: "Enquanto não quitar o financiamento, dono de casa própria não faz greve" (Harvey, 2018, p. 73).

Através do financiamento, é possível ter acesso à "casa própria", depois de quitar todas as parcelas com o banco. Isso, contudo, é apenas um detalhe, dado o tamanho do desejo de conquistá-la. Por outro lado, pode-se imaginar que, ao contrário do aluguel, findo o contrato, você passará a ter a propriedade total do imóvel. Os juros pagos ao longo do contrato seriam uma espécie de preço a pagar por não ter o dinheiro. Basta pagar as prestações que, aos poucos, seu patrimônio vai crescendo e se pode continuar sonhando. No caso da impossibilidade de pagamento, resultará em despejo, um pesadelo que deve ser evitado.

A palavra em inglês foreclosure tem aqui um duplo sentido muito conveniente. Se os consumidores não conseguirem pagar a hipoteca, perderão suas casas por foreclosure [execução hipotecária]; por outro lado, se conseguirem, seu futuro estará em muitos sentidos foreclosed upon [encerrado ou comprometido de antemão], porque estarão condenados a uma servidão por dívida de trinta anos. E claro que eles têm a liberdade

de vender o imóvel a qualquer momento. Mas, se os preços caírem, eles podem se “afogar”, devendo mais pela casa do que ela vale realmente. Além do mais, se venderem a casa para quitar a dívida, terão de arranjar outro lugar para morar (Harvey, 2018, p. 52).

A casa funciona não apenas como um valor de uso, uma vez que o proprietário usufrui de suas qualidades, mas também como um valor de troca, uma vez que a cada parcela paga, parte deste patrimônio vem sendo quitado. Por outro lado, uma casa com o financiamento adiantado, ou até mesmo se ela se valorizar, dadas as condições de mercado, pode ser utilizada como garantia de novos financiamentos, e ainda, há a possibilidade de venda.

O fato de ser um objeto de desejo, muitas vezes o principal bem de uma família, a casa apresenta-se como uma garantia interessante para o capital financeiro. Todos os esforços serão feitos para a manutenção da hipoteca em dia, a necessidade da moradia e dos laços que ela representa.

Consequentemente, ela se torna uma espécie de poupança, um bem cujo valor (ou pelo menos aquela parte do valor que adquire com os pagamentos mensais), posso receber em dinheiro a qualquer momento. Parte do valor desse patrimônio é absorvido pelos custos de manutenção (pintura, por exemplo) e pela necessidade de conserto de itens deteriorados (telhado, por exemplo) (Harvey, 2016, p. 32).

Deve-se buscar a valorização do imóvel, já que, na maioria das vezes, é o principal patrimônio das famílias e “A mudança no valor monetário de minha casa, quando faço reformas e melhorias nela, afeta o valor monetário das casas vizinhas. [...] Valores relacionais mudam com sentimentos, humores, confiança, expectativas e antecipações do mercado” (Harvey, 2018, p. 141-142). Neste sentido, percebe-se que a moradia está também sujeita a valorizações e desvalorizações. Assim, este investimento mostra-se também especulativo, e além da questão da moradia, o investimento urbano também se comporta como um ativo financeiro, em que os especuladores adquirem um determinado imóvel, na esperança de valorização futura, ou no recebimento de aluguéis.

Ao unirmos a questão dos financiamentos e da especulação imobiliária, percebemos um entrelaçamento entre o setor financeiro e o ambiente construído. Este absorve parte dos capitais

excedentes, gera necessidades de financiamento, comprometendo a renda futura dos mutuários, valoriza e se desvaloriza, possibilita ganhos especulativos e gera receitas de aluguéis.

Devemos a ideia de que o domínio do espaço é uma fonte fundamental e pervasiva de poder social na e sobre a vida cotidiana à voz persistente de Henri Lefebvre. [...] nas economias monetárias em geral e na sociedade capitalista em particular, a intersecção do domínio sobre o dinheiro, o tempo e o espaço forma um nexos substancial de poder social que não podemos nos dar ao luxo de ignorar. [...] o especulador imobiliário que tem dinheiro para esperar enquanto controla o desenvolvimento dos espaços adjacentes está numa situação muito melhor, para obter ganhos pecuniários, do que alguém que não tenha poder em alguma dessas dimensões. Além disso, o dinheiro pode ser usado para dominar o tempo (o nosso ou o de outras pessoas) e o espaço. Inversamente, o domínio do tempo e do espaço pode ser reconvertido em domínio sobre o dinheiro (Harvey, 2008, p. 208).

Segundo Harvey (2008, 2011a, 2011b, 2016, 2018), outra forma de absorver os recursos excedentes é a expansão geográfica e a financeirização. O autor aponta que o excedente de capital pode ser absorvido de duas maneiras no que se refere à expansão geográfica. A primeira é a criação de mercados exclusivos, como a Inglaterra fez com a Índia no século XIX; e a outra maneira é exportando capital. Esta segunda forma vem ganhando importância desde a década de 1970 e consiste na transferência da produção para outros locais, onde as condições são mais favoráveis, dando início a novas indústrias, expandindo fronteiras e mercados. Há uma transferência da produção industrial dos países desenvolvidos para os chamados países emergentes, o que implica um processo de desindustrialização (e destruição de capital) nos países desenvolvidos. Este movimento associado ao interesse dos países emergentes em gerar empregos e absorver a mão de obra faz com que seus governos busquem criar condições favoráveis para a atração do capital externo.

Exemplos destas condições são a abertura do mercado de capitais, investimentos em infraestrutura e renúncias fiscais. O movimento em direção à internacionalização da produção com cadeias globais de suprimentos e produção vem sendo dinamizado desde a década dos anos 1970, com o intuito de reverter a queda da lucratividade das empresas e também como uma forma do capital se contrapor ao poder das organizações sindicais nos países avançados.

O custo da melhoria deste meio ambiente de negócio, nos países em desenvolvimento, acaba sendo suportado pelo Estado. Percebe-se, já na década de 1970, um aumento significativo do endividamento dos estados nacionais, sejam eles desenvolvidos ou não. Este endividamento causa, na década de 1980, uma crise da dívida, o que levou os países em desenvolvimento a perderem o seu dinamismo de crescimento e a população a sacrifícios e perda de empregos.

Já na década de 1990, o endividamento dos Estados vai ser contornado através de planos de conversão de dívidas, associados a privatizações e cortes nos gastos sociais. Primeiramente, o Estado se endivida para atrair o capital externo; em seguida, vem a crise; e a conta é socializada para a população como um todo.

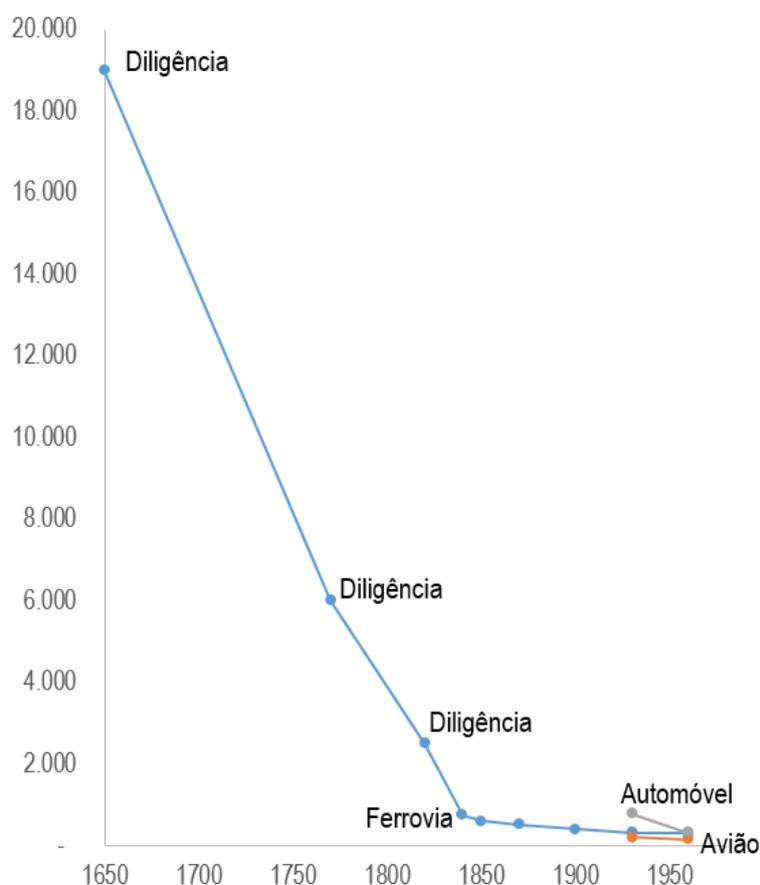
Reciprocamente, a privatização dos ativos públicos, a criação de novos mercados e novos cercamentos de bens comuns (de terra e água, a direitos de propriedade intelectual) expandiram o terreno em que o capital atua livremente. A privatização do fornecimento de água, habitação social, educação, saúde e até atividades bélicas, a criação de um comércio de emissões de carbono e o patenteamento de material genético deram ao capital o poder de entrar em áreas da vida econômica, social e política que, até então, estavam fechadas. Essas oportunidades adicionais de mercado são importantes para manter o crescimento exponencial, mas, assim como acontece com a desvalorização, não acredito que tenham potencial para absorver o crescimento exponencial, particularmente no futuro (creio, no entanto, que tiveram um papel importante nas décadas de 1980 e 1990) (Harvey, 2016, p. 244).

Ainda no circuito terciário e além dos cortes nos gastos sociais, há um investimento na produção de tecnologia, como uma forma de absorver os excedentes e de ampliar a lucratividade. Este investimento pode se dar tanto na produção com o desenvolvimento de novas técnicas e processos, quanto no direcionamento para a redução dos custos dos movimentos, o que Harvey (2008) chama de “compressão tempo-espaço”, ou do processo de “aniquilação do espaço pelo tempo”. “O progresso implica a conquista do espaço, a derrubada de todas as barreiras espaciais e a ‘aniquilação [última] do espaço através do tempo’” (Harvey, 2008, p. 190).

Uso a palavra (compressão) por haver fortes indícios de que a história do capitalismo tem se caracterizado pela aceleração do ritmo da vida, ao mesmo tempo que venceu as barreiras espaciais, em tal grau que, por vezes, o mundo parece encolher sobre nós. (...) A experiência da compressão do tempo-espaço é um desafio, um estímulo, uma tensão, e, às vezes, uma profunda perturbação, capaz de provocar, por isso mesmo, uma diversidade de reações sociais, culturais e políticas (Harvey, 2008, p. 219).

Tal processo também foi definido por Janelle (1966) como “Redução da Fricção Espacial”. Este autor apresentou um estudo em que demonstra a convergência tempo-espacial entre duas cidades - Londres e Edimburgo - no período de 1658-1966, conforme a figura 17.

Figura 17: Tempo de viagem, em horas, entre Edimburgo - Londres - 1658-1966



Fonte: JANELLE, 1966. Elaboração própria.

Abler (1975a), também estuda este processo: “A negação da distância e do esforço necessário para vencê-la ocorre em várias taxas para diferentes grupos socioeconômicos e políticos. A alcançabilidade expande a cada avanço nas tecnologias de transportes e comunicações” (ABLER, 19751a, p. 9). Assim como Janelle (1966), ele cita o exemplo do tempo de envio de uma carta de Nova York a São Francisco.

Uma carta postada em 1858, demorava 24 dias para ser entregue a um cidadão em São Francisco; no início do século XX, com a ferrovia, esta distância caiu para aproximadamente 106 horas. Com a inauguração do serviço aéreo em 1924, a distância caiu para 72 horas. Nos anos 70, a distância caiu para 12 horas, sendo que os atrasos tinham como causa principal os congestionamentos nas áreas urbanas das duas cidades (ABLER, 1975b: 40).

Finalmente, Harvey (2008) cita que “Os sistemas de comunicação por satélite, implantados a partir do início da década de setenta, tornaram o custo unitário e o tempo de comunicação invariantes com relação à distância” (Harvey, 2008, p. 264). No entanto, ele salienta que tanto tempo e espaço são construções humanas. Assim, não podem ser compreendidos independentemente dos modos de produção.

A conclusão a que deveríamos chegar é simplesmente de que nem ao tempo nem ao espaço podem ter atribuídos significados objetivos sem se levar em conta os processos materiais e que somente pela investigação destes, podemos fundamentar de maneira adequada os nossos conceitos daqueles (...) Em suma, cada modo distinto de produção ou formulação social incorpora um agregado particular de práticas e conceitos do tempo e do espaço. (...) Como o capitalismo foi (e continua a ser) um modo de produção revolucionário, em que as práticas e processos materiais de reprodução social se encontram em permanente mudança, segue-se que tanto as qualidades objetivas como os significados de tempo e do espaço também se modificam (Harvey, 2008, p. 189).

A chamada Globalização das Economias gera fluxos cada vez maiores de movimentos, não só de informações como de bens e pessoas. Por outro lado, as evoluções dos sistemas de comunicação e dos meios de transportes vêm facilitando cada vez mais a interação dos vários setores da economia e a conexão entre as várias regiões do planeta. Em relação ao processo de “financeirização”, existe uma necessidade cada vez maior de fluxos de informações que também são beneficiados pela “compressão tempo-espaço”, além das exigências de abertura dos mercados financeiros locais aos fluxos de capitais globais.

O desenvolvimento do setor de transportes, a construção de navios de grande capacidade, a criação de rotas aéreas, os trens de alta velocidade, os satélites, os cabos de fibras ópticas e a internet facilitaram os movimentos e as comunicações, que se tornaram quase instantâneas. Isto

viabilizou o aumento da especialização dos países e das regiões, elevando as trocas e a necessidade de movimentos.

Nas sociedades industriais, há uma multiplicidade de produtos e serviços, ocorrências de especialistas, que intensificam as trocas e, por conseguinte, os movimentos. Já as sociedades pós-indústrias são caracterizadas pela extrema especialização, pelo consumo em massa e pelo domínio das atividades de serviços (LOWE & MORYADAS, 1975, p. 3).

Existem atividades com interconexões mundiais. No mercado financeiro, por exemplo, um operador no Brasil está atento ao que está acontecendo em Nova York, Tóquio, Londres e Hong Kong, tanto quanto ao que acontece em São Paulo ou Brasília. Uma alta nas taxas de juros americanas resulta imediatamente em oscilações nas bolsas do mundo inteiro.

Paralelamente ao aumento da velocidade nos sistemas de transporte, o tempo de rotação do capital também tem sido acelerado como forma de conseguir maior retorno financeiro, no mesmo período de tempo.

Necessidade de facilitar a aceleração da circulação do capital em todas as suas fases e, concomitantemente, necessidade de “destruição do espaço pelo tempo”, o que tem gerado uma variedade impressionante de revoluções tecnológicas. Encurtar o tempo de circulação do capital na produção e no mercado e encurtar o tempo de vida dos produtos de consumo (culminando na passagem da produção de coisas duráveis para a produção de espetáculos efêmeros) são imperativos na história do capital, amplamente reforçados pela competição. É aqui que a relação da tecnologia com a produção da natureza é mais evidente: criam-se ovelhas para gerar cordeirinhos com um ano, em vez de três, e a procriação de porcos ocorre em ritmo acelerado. A velocidade crescente dos meios de transporte e comunicação diminui o atrito e a barreira da distância geográfica, tornando a espacialidade e a temporalidade do capital uma característica da ordem social mais dinâmica do que fixa. O capital cria literalmente seu espaço e seu tempo, além de sua natureza distinta. A mobilidade das diferentes formas do capital (produção, mercadorias, dinheiro) e da força de trabalho também é perpetuamente submetida à transformação revolucionária (Harvey, 2016, p. 109-110).

Aliados a isso, os sistemas de comunicações promovem seus produtos, criam novos estilos de vida, novos desejos e necessidades de consumo.

As transformações revolucionárias nos meios de comunicação são paralelas às transformações ocorridas nos transportes e, nos últimos tempos, ganharam um ritmo

inacreditável. A informação instantânea e o acesso a notícias se tornaram uma força notável, que afeta as políticas públicas e a própria política. O controle dos meios de comunicação se tornou um aspecto vital para a reprodução de poder da classe capitalista, e as novas tecnologias midiáticas (em especial as redes sociais) são uma grande oportunidade, e também uma armadilha, para a dinâmica da luta de classes, como vimos nitidamente nas revoltas no Cairo, em Istambul e em outras cidades ao redor do mundo (Harvey, 2016, p.110).

A criação e a promoção de novos estilos de vida evitam a saciabilidade dos consumidores, uma vez que, ao promover um novo estilo de vida, o estilo anterior torna-se ultrapassado assim como os produtos associados a ele. Tal fato abre espaço para os produtos associados ao novo estilo de vida, contribuindo, desta forma, para a absorção da produção e a formação de excedentes produtivos.

Dentre os muitos desenvolvimentos na arena do consumo, dois têm particular importância. A mobilização da moda em mercados de massa (em oposição a mercados de elite) favorece um meio de acelerar o ritmo do consumo não somente em termos de roupas, ornamentos e decoração, mas também uma ampla gama de estilos de vida e atividades de recreação. (Hábitos de lazer e de esportes, estilo de música pop, videocassetes e jogos infantis etc). Uma segunda tendência foi a passagem do consumo de bens para o consumo de serviços, não apenas serviços pessoais, comerciais, educacionais e de saúde, como também diversão, espetáculos, eventos e distrações (Harvey, 2008, p. 258).

Apesar de todas estas estratégias, o problema da sobreacumulação continua, pois “o enfraquecimento do poder relativo da demanda efetiva dos trabalhadores, ao longo das últimas quatro décadas de neoliberalismo, contribuiu para a estagnação secular” (Harvey, 2018, p. 42). Por outro lado, o aumento do endividamento levou à criação dos mais diversos produtos financeiros. As inovações financeiras permitiram novas formas de se ganhar dinheiro com o próprio dinheiro, sem a necessidade de produção de mais valor. Assim como o consumo é estimulado pelo endividamento, toda sorte de especulação é estimulada através da busca de maiores rendimentos, da falta e da redução de regulamentações.

Assim como o capital busca superar as barreiras para prosseguir o seu movimento, a conversibilidade limitava a expansão monetária e foi uma barreira removida. O Glass-Steagall Act, que “to provide for the safer and more effective use of the assets of banks, to regulate interbank control, to prevent the undue diversion of funds into speculative operations, and for other purposes” (Maues, 2013, n.p.) também foi revogado, em 1999, através da lei Gramm-

Leach-Bliley, que permitia a integração financeira através da criação de holdings financeiras (FHC - Financial Holding Companies). “A FHC was essentially an extension of the concept of a bank holding company — an umbrella organization that could own subsidiaries involved in different financial activities” (Mahon, 2013, n.p.). Isso permitiu aos bancos venderem seguros, principalmente seguros de crédito, integrando bancos comerciais a bancos de investimento.

Nos últimos anos, as inovações no sistema financeiro e bancário mostraram uma tendência de crescimento exponencial, depois do advento da informatização, do dinheiro eletrônico e das transações eletrônicas, além da proliferação de toda uma nova gama de veículos de investimento. A tendência de criação de capitais fictícios de livre circulação cresceu de forma considerável, junto com todos os tipos de práticas predatórias no sistema de crédito que têm contribuído para a onda de acumulação por espoliação e especulação com os valores patrimoniais (Harvey, 2016, p. 111).

Segundo Harvey (2016), houve várias ondas de financeirização, mas o que torna a atual onda diferente é a velocidade da circulação do capital monetário, bem como a redução dos custos das transações financeiras, possibilitados pelas tecnologias da informação e as revoluções espaço-temporais nas comunicações. “Consequentemente, a ênfase do capital foi deslocada para a financeirização global” (Harvey, 2016, p. 186). Quando se trata de financeirização global, existe uma pressão das finanças sobre as outras atividades, só que, desta vez, globalmente interconectadas. Ou seja, a finança globalizada dita a lucratividade exigida para os possíveis investimentos a serem levados adiante. O capital utilizado na produção tem de se adequar às exigências do capital financeiro, e para isso, ocorre aumento da exploração dos trabalhadores, exploração ambiental desenfreada, exposição a riscos e desastres ambientais, ajudas governamentais, guerras, entre outras políticas utilizadas e bem-vindas pelas empresas.

Há uma ironia profunda nisso tudo. Historicamente, o capital industrial lutou vigorosamente para se libertar dos grilhões dos proprietários de terra (que extraíam renda), dos financistas usurários e dos comerciantes (que queriam roubar ou comprar barato para vender caro em mercados desigualmente construídos). O capitalismo do século XXI parece estar tecendo uma rede de restrições em que os rentistas, os comerciantes, os magnatas da mídia e, sobretudo, os financistas sugam o sangue do capital industrial produtivo, sem falar dos trabalhadores empregados. Não que o capital industrial esteja desaparecendo: está apenas se tornando subserviente ao capital em suas formas mais fantásticas e virulentas (Harvey, 2016, p. 187-188).

Financeirização global, facilidade de crédito, hiperendividamento das pessoas e dos Estados, desregulamentação financeira, mobilidade e dispersão geográfica da produção, concentração de riquezas, inflação de ativos, são todos ingredientes que, juntos, precisavam apenas de uma faísca para a explosão. Ela ocorreu em 15 de setembro de 2008, com a falência do banco de investimentos Lehman Brothers.

Todas as formas de absorção dos excedentes, já descritas, não foram suficientes para absorver os excedentes de produção, gerados pela necessidade de crescimento exponencial do capitalismo. Só restou a destruição dos valores ou a desvalorização dos ativos. As crises se deslocam no tempo e no espaço: a crise trabalhista na década de 1970; a crise da dívida externa, nos anos 1980; a crise de falta de consumo nos anos 1990; a crise da dívida; posteriormente a crise de valorização dos ativos “ponto.com”, até chegarmos à crise das hipotecas em 2007-2008.

O capital sobrevive não só por uma série de ajustes espaço-temporais que absorvem o capital excedente produtiva e construtivamente, mas também pela desvalorização e destruição administradas como medidas corretivas aos que não conseguem se manter e pagar suas dívidas (Harvey, 2016, p. 171).

O atentado das torres gêmeas em 2001 causou uma forte queda em Wall Street. O governo dos Estados Unidos reagiu, reduzindo a taxa de juros a fim de estimular a economia e evitar que a crise se espalhasse. A manutenção desta política fez com que o capital e, sobretudo, o Capital Fictício, voltasse da produção para a compra de ativos. Os investidores nos Estados Unidos estavam interessados em investimentos de alto retorno e baixo risco. As taxas de juros baixas levaram muitos investidores à ideia de que eles poderiam obter um melhor retorno do nas taxas das hipotecas.

A crise de 2007-2008 foi, em primeira instância, relativamente localizada. Originou-se em particular no sul e no sudeste dos Estados Unidos e em larga medida a partir de especulação intensa nos mercados imobiliário e fundiário, alimentada por crédito fácil e empréstimos subprime. Depois do crash da Bolsa de Valores em 2001, uma enxurrada de dinheiro especulativo escorreu para os mercados imobiliários estadunidenses (como ocorreu também na Irlanda e na Espanha, entre outros lugares). Um excesso de liquidez inundou o mundo naquele período, e o capital portador de juros tinha poucas oportunidades de investimento. Boa parte foi absorvida em mercados fundiários e na extração de matérias-primas, forçando os preços cada vez mais para cima (Harvey, 2018, p. 179).

Como o preço dos imóveis subia, abriu-se a possibilidade de seu refinanciamento. Por exemplo, compra-se uma casa por 200 mil dólares. Um ano depois, sabe-se que ela está valendo 250 mil dólares. Ela é refinanciada através de um novo empréstimo para quitar a hipoteca anterior de 200 mil e ainda se consegue mais 50 mil emprestado. Como o negócio foi bom e a demanda por imóveis tem aumentado, os 50 mil são usados para entrada de um novo imóvel de 200 mil dólares. Assume-se outra hipoteca, só que agora tem-se duas casas e não mais uma. Um ano depois ambas as casas se valorizam e tenta-se repetir o esquema. Assim também, outras pessoas passaram a utilizar este esquema, aumentando a demanda por novos imóveis e, conseqüentemente, seus preços. A especulação no mercado habitacional disparou.

Por que os bancos estavam dispostos a financiar esta aventura? A resposta não é simples, mas inicia-se pela emissão de uma hipoteca. Uma pessoa que quer comprar uma casa, pega dinheiro emprestado em um banco. Em troca, o banco recebe um título chamado hipoteca. Todos os meses, o proprietário deve pagar uma parte do montante, além dos juros. As instituições financeiras compram milhares de hipotecas individuais, empacotam todas em uma só e as vendem como títulos para os investidores, os famosos “Collateralized Debt Obligation - CDOs” ou MBS (Mortgage-Backed Security), títulos que têm como garantia, dívidas, as hipotecas.

MBS e CDOs são classificados por agências de avaliação de riscos que atribuem notas a estes títulos.¹⁰ Os investidores utilizam estas classificações para orientar a compra dos CDOs. Por

10 Uma das principais avaliadoras de crédito é a Moody's e trabalha com uma classificação que pode variar de “Aaa” até “C”. Os títulos “Aaa” são os de melhor qualidade, com risco mínimo. Em seguida, “Aa” títulos de alta qualidade e sujeitos a baixos riscos de crédito. As obrigações com classificação “A” são consideradas de qualidade médio-alta e estão sujeitas a baixo risco de crédito. As classificações iniciadas com a letra “B” (Baa, Ba, B) “Baa” representam risco de crédito moderado. Já “B” representam alto risco. Aquelas classificadas com a letra “C” (Caa, Ca e C) são consideradas insatisfatórias e estão sujeitas a um risco de crédito muito alto. “C” é a classificação de pior qualidade, com poucas perspectivas de recuperação dos juros e do principal.

Maiores detalhes:

https://www.moody.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf

exemplo, alguns só estão dispostos a comprar títulos com classificação de no mínimo “Aa”; outros, um “Baa” com rendimento superior e assim por diante.

Os investidores buscavam estes títulos, apoiados em hipotecas, porque pagavam uma taxa de juros mais elevada do que os títulos do tesouro americano. Ao mesmo tempo, as agências de classificação de crédito informavam aos investidores o grau de risco que elas estimavam, dando mais segurança ao investimento.

Com o aumento do preço dos imóveis, o desejo de comprar hipotecas crescia. Então, era necessário emitir mais hipotecas e aceitar credores com um padrão de crédito mais baixo, as chamadas hipotecas “subprime”. Uma forma de contornar a exposição a riscos maiores seria a compra de um título chamado “Credit Default Swap”, os “CDSs”.

Os CDSs são títulos que conferem ao seu comprador a garantia de recebimento de outros títulos, como se fosse um seguro deste crédito. Caso não consiga receber o CDO, o emissor dos CDS paga o valor do CDO ao investidor em troca de um prêmio recebido antecipadamente, pelo emissor do CDS. Uma das empresas que mais emitiram CDS na crise de 2007 – 2008 foi a American International Group, Inc. (AIG).

Um exemplo da aplicação de um CDS: Suponha que um gestor de um fundo de pensão somente está autorizado, pelo estatuto do fundo, a comprar títulos com risco de crédito superior a “Aa”. No entanto, está difícil encontrar este título com um rendimento atraente. Existem muitos títulos com risco de crédito “Baa”, que podem ser avaliados como interessantes e que pagam uma taxa de juros bastante superior aos atuais “Aa”. Neste caso, o gestor compra estes títulos “Baa” e logo em seguida compra da AIG um CDS pagando um prêmio, com uma parte do diferencial da taxa de juros entre os títulos “Aa” e “Baa”, por exemplo, o que garantiria o recebimento destes títulos. Como a Moodys classificava a AIG com a nota “Aa”, o risco, no final do negócio, seria do tipo ‘Aa’.

The financial engineering was more elaborate and one could charge more money for the services. The techniques of the fixed-income investment bankers were now brought fully into play. A surprisingly large share even of nonconforming private label MBS could still attract an AAA rating once combined in structured products. To manage the risks, the production of credit default swaps (CDS), once the preserve of bespoke investment banks, was industrialized. Mainline insurers like AIG offered CDS insurance on exotic securitized products. Given the quality of the underlying mortgages, not all the tranches were good. But that stimulated the investment banks to expand the collateralized debt obligation (CDO) business (Tooze, 2018, p. 72).

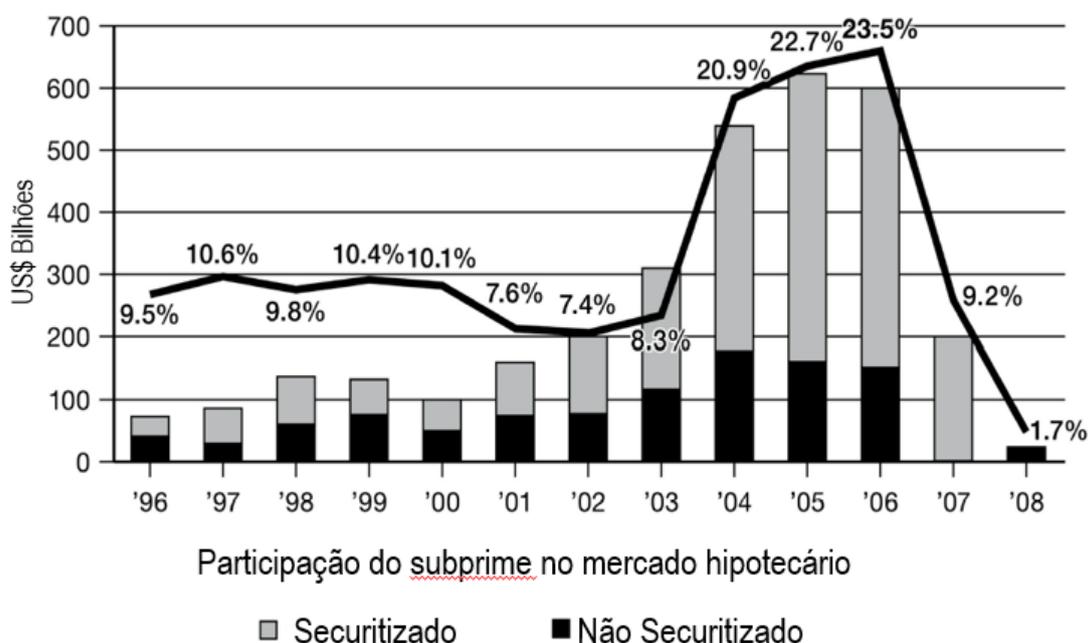
Outro fator adicional foi a emissão de hipotecas com taxas de juros ajustáveis, em que as pessoas ficariam expostas à variação das taxas de juros e, muitas vezes, as prestações ficavam acima de suas possibilidades.

Essas práticas de empréstimos eram novas e as agências de crédito ainda não haviam absorvido estas mudanças em seus métodos. O aumento do valor dos imóveis fazia com que a garantia das hipotecas fosse ampliada, o que gerava confiança nos investidores, e a valorização dos imóveis levava ao refinanciamento. O refinanciamento aumentava a sensação de riqueza e no caso dos CDS, acarretava a extinção do risco do financiamento antigo. Assim, as seguradoras e, em especial, a AIG acumulavam receitas, o que lhes permitia emitir mais e mais CDS.

Holding MBS was very profitable at prevailing funding costs. The banks in the mortgage supply chain were at the source of the profit. So why not get rich too? It was a choice. Not every bank did it. Those that took the biggest risks were large mortgage originators and the most aggressively expansive commercial banks—Citigroup, Bank of America and Washington Mutual—and the two smallest and scrappiest investment banks—Lehman and Bear Stearns. By contrast, J.P. Morgan began throttling back its mortgage pipeline already in 2006 and bought as much protection as it could in the CDS market (Tooze, 2018, p. 72).

Surge uma combinação perigosa: os preços das casas nos Estados Unidos estavam subindo cada vez mais, junto com exigências de créditos sempre mais frouxas. O primeiro fato acabava por eclipsar o segundo. No entanto, o preço das moradias estava aumentando por decisões irracionais que criaram bolhas que estouraram e as pessoas simplesmente não conseguiam pagar por suas casas incrivelmente caras. Tooze (2018) apresenta um gráfico em que se pode visualizar a dinâmica dos empréstimos subprime nos Estados Unidos.

Gráfico 9: Ascensão e queda dos empréstimos subprime nos Estados Unidos 1996-2008



Fonte: (Tooze, 2018, p.80)

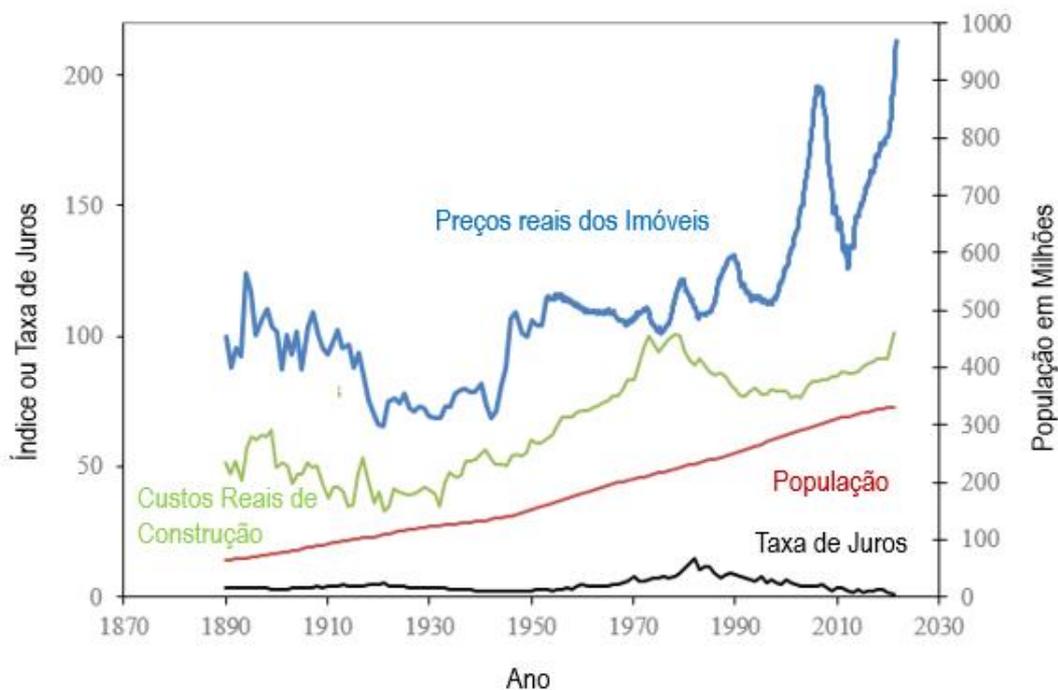
Associados a isso, surgem os Fundos Especulativos (Hedges Funds), focados na especulação sobre os valores dos ativos, altamente alavancados e arriscados. O excesso de crédito imobiliário e os mecanismos dos CDS fizeram com que os Fundos de Hedges apostassem que os CDOs não seriam liquidados, comprando mais e mais CDS, sem estar necessariamente vinculados aos CDOs.

A especulação sobre o valor dos imóveis não é uma atividade produtiva; contudo, uma enorme quantidade de capital fictício convergiu para o mercado habitacional até 2007-2008, porque a taxa de retorno dos investimentos era alta. O crédito fácil significou elevação do preço dos imóveis e a alta rotatividade significou abundância de oportunidades para lucrar com taxas e comissões exorbitantes sobre as transações. O empacotamento de hipotecas (uma forma de capital fictício) em obrigações de dívidas colateralizadas [collateralized debt obligations, CDOs] criou um instrumento de dívida (uma forma ainda mais fictícia de capital) que poderia ser comercializada no mundo inteiro. Esses instrumentos de capital fictício, dos quais muitos se mostraram sem nenhum valor, foram vendidos em todo o mundo a investidores incautos, como se fossem investimentos certificados como “tão seguros quanto casas”, por agências de classificação (Harvey, 2016, p. 45).

Exemplificando, o fundo de hedge acredita que a maioria dos CDOs de determinado rating, por exemplo, “Baa” não serão quitados. Assim, não devem ser comprados, mas faz muito sentido adquirir um CDS da AIG que protege os CDOS “Baa”. Estes CDS, em caso de inadimplência elevada, terão o seu prêmio elevado e os investidores ganhariam dinheiro. Por outro lado, em caso de redução da inadimplência, ou mesmo de mantê-la constante, estes CDS passariam a ter seus prêmios reduzidos, gerando prejuízos, aos compradores destes CDS.

Assim que a taxa de juros do tesouro dos Estados Unidos começou a subir, o apetite do mercado imobiliário entrou em queda e os imóveis continuamente valorizados, interromperam sua alta. Mutuários, principalmente os expostos a taxas de juros flutuantes, iniciaram sua inadimplência, colocando mais casas de volta ao mercado para a venda. Como não se encontravam novos compradores, os preços das casas começaram a cair. Com isso, alguns mutuários de repente perceberam que sua hipoteca custava mais do que suas casas. Isso levou ao aumento da inadimplência e das retomadas, pressionando os preços ainda mais para baixo.

Gráfico 10: Indicadores do mercado imobiliário estadunidense 1890 - 2014



Fonte: Shiller, 2015, p.20.

It was the first round of that tightening that was beginning to make itself felt in the most stressed communities across the United States already in 2006. Default rates were rising. It would not be long before the AAA rating granted to the lowest-quality CDO would be in doubt. To take advantage a growing band of contrarian investors began to build the “big short” positions that would make them famous. Those making the play included Lippmann at Deutsche Bank, J.P. Morgan and Goldman Sachs as well as a cluster of hedge funds. To build the position they bought CDS, derivatives designed to provide protection against default. Anticipating shipwreck, the holders of the big short were making advanced bookings in the lifeboat (Tooze, 2018, p. 87-88).

À medida que isso acontecia, muitas instituições financeiras pararam de comprar hipotecas subprime. Alguns chegaram a declarar falência e grandes investidores começaram a perceber que perderiam muito dinheiro com hipotecas e CDOs. Os prêmios dos CDSs dispararam e várias seguradoras que emitiram estes títulos, sendo a maior delas a AIG, não conseguiram suportar este risco.

Muitas hipotecas também foram transformadas em derivativos que poderiam ser comparados a apostas sobre os valores destes títulos. Toda esta intrincada trama de produtos financeiros fez com que o sistema de crédito entrasse em colapso, com a falência de bancos de investimentos centenários como o Lehman Brothers.

O pânico se estabeleceu e as negociações no mercado de crédito foram paralisadas. Os mercados de ações caíram e as economias dos principais países entraram em recessão para impedir que os bancos e seguradoras quebrassem. Os bancos centrais ofereceram empréstimos de emergência, para evitar o colapso dos grandes bancos.

Nos Estados Unidos foi implantado, depois de muita relutância no congresso por parte dos republicanos, o TARP (Troubled Assets Relief Program), programa de alívio de ativos problemáticos. Testes de stress foram feitos nos bancos e estes receberam empréstimos para estancar a sangria de resgates.

To get TARP passed, Paulson abandoned his demand for a blank check. The \$700 billion in bailout funds were split into three tranches, a first of \$250 billion, a second of

\$100 billion and \$350 billion conditional on presidential request and congressional approval. [...] On October 3 TARP passed into law, carried by 74 percent of the Democratic votes in the House, but only 46 percent of the Republicans (Tooze, 2018, p. 223).

Apesar de todos os esforços, “a perda cumulativa (desvalorização) do valor dos ativos nos Estados Unidos na crise de 2007-2008 foi da ordem de 15 trilhões de dólares (quase o valor de mercado do saldo total de bens e serviços em um ano)” (Harvey, 2018, p. 88). Muitas pessoas perderam seus imóveis, cerca de 4 a 6 milhões de famílias só nos Estados Unidos (Harvey, 2016, p. 36). Estas casas foram para os bancos e deles para fundos especulativos (hedge funds) e investidores privados, por um preço muito baixo. Segundo Harvey, foi uma das maiores transferências de direitos sobre propriedade privada da história daquele país.

Estes especuladores ficam na torcida para que o mercado imobiliário se recupere, passe por um novo boom para vendê-las novamente, reiniciando o ciclo. O que o autor denomina “acumulação por espoliação.”

Segmentos da classe média ou até mesmo da classe alta podem ser vítimas da extração de valor pela realização, embora a história das execuções de hipotecas nos Estados Unidos mostre que foram as minorias pobres e vulneráveis (hispânicos e negros) que sofreram as maiores perdas proporcionais em seus ativos. Por outro lado, foram os ricos que mais perderam dinheiro no esquema Ponzi de Bernie Madoff e nas ficções contábeis da Enron. A acumulação por espoliação é uma tática vigorosa no momento da realização (Harvey, 2016, p. 320).

E o mais surpreendente é que o neoliberalismo está tão entranhado nas pessoas que elas acabam atribuindo a si mesmas a culpa pela crise. Deixando de lado todos os fatores que aqui foram discutidos.

Estudos preliminares das pessoas apanhadas na onda de execuções hipotecárias indicam, por exemplo, que muitas delas culpam a si mesmas em vez de as condições sistêmicas por não serem capazes, por qualquer motivo, de viver de acordo com a responsabilidade pessoal implicada na casa própria (Harvey, 2011a, p. 111).

Outro ponto apontado por Harvey sobre a crise de 2007-2008 é que ela acabou gerando uma concentração de renda. A análise das declarações do imposto de renda da cidade de Nova York em 2012 mostra:

Uma análise das declarações de imposto de renda da cidade de Nova York, realizada pelo Internal Revenue Service em 2012, mostrou que a renda média do 1% mais rico foi de US\$ 3,57 milhões naquele ano, ao passo que a renda de metade da população da cidade, onde o custo de vida é altíssimo e os aluguéis são exorbitantes, mal chegou a US\$ 30 mil no ano. Em três dias, os mais ricos ganharam mais dinheiro do que a maioria dos nova-iorquinos ganhou em um ano. Seja qual for o critério, esse nível de desigualdade é absurdo e certamente faz de Nova York uma das cidades mais desiguais do mundo (Harvey, 2016, p. 173).

1.3.3 Em busca de um consenso sobre a financeirização

Quando se analisa as diversas classificações e suas caracterizações, percebe-se que “financeirização” é um processo complexo, com várias feições e aspectos. No entanto, Epstein (2005) elenca pontos em comum nas diversas correntes:

- Aumento na instabilidade econômica;
- Orientação da economia para curto prazo;
- Redução dos investimentos de longo prazo em equipamentos e capital humano;
- Aumento da desigualdade de renda.

Por outro lado, Sawyer (2013), através do relatório da FESSUD¹¹, aponta que na “era pós 1980”, a “financeirização” tem reduzido não só os investimentos reais como também sua qualidade. Isso porque os investimentos a longo prazo têm sido preteridos em função daqueles a curto prazo, que apresentam retornos mais imediatos, de forma a atender os interesses dos acionistas. Krippner (2005) também mostrou a importância crescente dos lucros financeiros em relação aos não financeiros nas empresas não financeiras, desde a década de 1950.

Outro fato apontado por Sawyer (2013) é a influência sobre as políticas econômicas e sociais, que acarretam políticas de aceitação das operações das “forças de mercado”, nas mais diversas esferas da vida econômica e social. E, por último, colocar a vida econômica e social em risco, devido à instabilidade financeira, expondo a sociedade a crises como alimentares e energéticas.

11 Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) ‘How Finance Can Better Serve Economic, Social and Environmental Needs’ SOAS Research for as Large European-Commissioned Research Project. disponível em: <https://www.soas.ac.uk/fessud/>

Lapavitsas (2013, 2013b) diagnostica três tendências que caracterizam a “financeirização”.

A primeira delas, como já mostrava Hilferding e Lenin, aponta a monopolização tanto do comércio quanto dos investimentos diretos estrangeiros. Grandes corporações multinacionais são extremamente hábeis em financiar seus projetos de investimentos, captando recursos diretamente no mercado financeiro, sem necessariamente de recorrer a bancos. Outra estratégia comum é a política de fusões, além da tomada de controle de outras corporações.

A segunda tendência refere-se aos bancos que veem cada vez mais possibilidades de receitas em taxas, comissões e lucros e nas mediações de operações em mercado aberto, além dos ganhos com fusões e aquisições entre empresas não financeiras e na canalização das poupanças pessoais para os mercados de ações e de dívida pública.

A terceira característica é a da “financeirização” da vida pessoal. Este fenômeno refere-se tanto à disponibilização de empréstimos como hipotecas, financiamento do consumo, financiamento educacional e de saúde, como também da administração das poupanças pessoais em fundos de pensão, seguros e fundos de investimentos.

Lapavitsas (2013) e Harvey (2011) relacionam a “financeirização” das moradias ao aumento das desigualdades de renda e à redução das provisões públicas de diversos serviços públicos, incluindo habitação, pensões, educação, saúde e transporte, mostram que as pessoas, ao procurarem serviços bancários, estão interessadas em receber valores de uso. No entanto, os bancos e as instituições financeiras interessam-se em extrair receitas financeiras. Esta extração sistemática dos assalariados é o que o autor denomina “expropriação financeira”, bastante semelhante ao que Harvey (2011) chama de “acumulação por despossessão.”

A “financeirização” varia muito em relação aos diversos países desenvolvidos e também em relação àqueles em desenvolvimento. As corporações multinacionais financeiras, ou não, se

aproveitam das diferenças entre estes países, de forma a obter lucros face às particularidades de cada país.

1.3.4 Securitização

A origem do termo securitização se refere a um aportuguesamento do vocábulo inglês “Securitization”. Seu uso surgiu, segundo Ranieiri (2000), de uma entrevista que ele, como executivo do Salomon Brothers, deu ao Wall Street Journal:

The term securitization has an interesting origin. It first appeared in a ‘Heard on the Street’ column of the Wall Street Journal in 1977. Ann Monroe, the reporter responsible for writing the column, called me to discuss the underwriting by Salomon Brothers of the first conventional pass-through security, the landmark Bank of America issue. She asked what I called the process and, for want of a better term, I said securitization. Wall Street Journal editors are sticklers for good English, and when the reporter's column reached her editor, he said there was no such word as securitization. He complained that Ms. Monroe was using improper English and needed to find a better term. Late one night, I received another call from Ann Monroe asking for a real word. I said, ‘But I don't know any other word to describe what we are doing. You'll have to use it’. The Wall Street Journal did so in protest, noting that securitization was a term concocted by Wall Street and not a real word (RANIERI, 2000, p. 31).

De acordo com Ribeiro Júnior (2019), “O termo securitization, por seu turno, deriva de security” (2019, p. 19) e Gamboa o relaciona “como a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis, de forma que qualquer risco que, normalmente seria absorvido por somente um credor, fosse distribuído entre diversos investidores” (2011, p. 1). No entanto, Jobster (2008) pontua a securitização como a atividade de agências, apoiadas pelo governo norte-americano, na transferência de hipotecas residenciais entre instituições financeiras e também para bancos, seguradoras e fundos de hedge.

Securitização é uma prática financeira que consiste em transformar certos fluxos financeiros em papéis. Estes fluxos são rendimentos potenciais que se constituem como lastro dos papéis emitidos e a sua remuneração é determinada pelo fluxo de rendimentos gerado durante um certo período de tempo. Através de uma engenharia financeira, os detentores dos direitos do fluxo destes rendimentos podem vendê-los com uma certa taxa de desconto (taxa de juros).

Para as instituições financeiras originadoras, a securitização permite, além da capitalização, retirar de seus balanços títulos que necessitam de provisões relativas a requisitos regulamentares. Outro ponto apontado por Jobster é de que a securitização possibilita a difusão de riscos e as vulnerabilidades sistêmicas.

Securitização é a forma de captação direta de recursos através do mercado de capitais, em que há a mobilização de riquezas – transferência de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários do mercado –, a dispersão dos riscos e, principalmente, a desintermediação bancária (CAMINHA, 2005, p. 38).

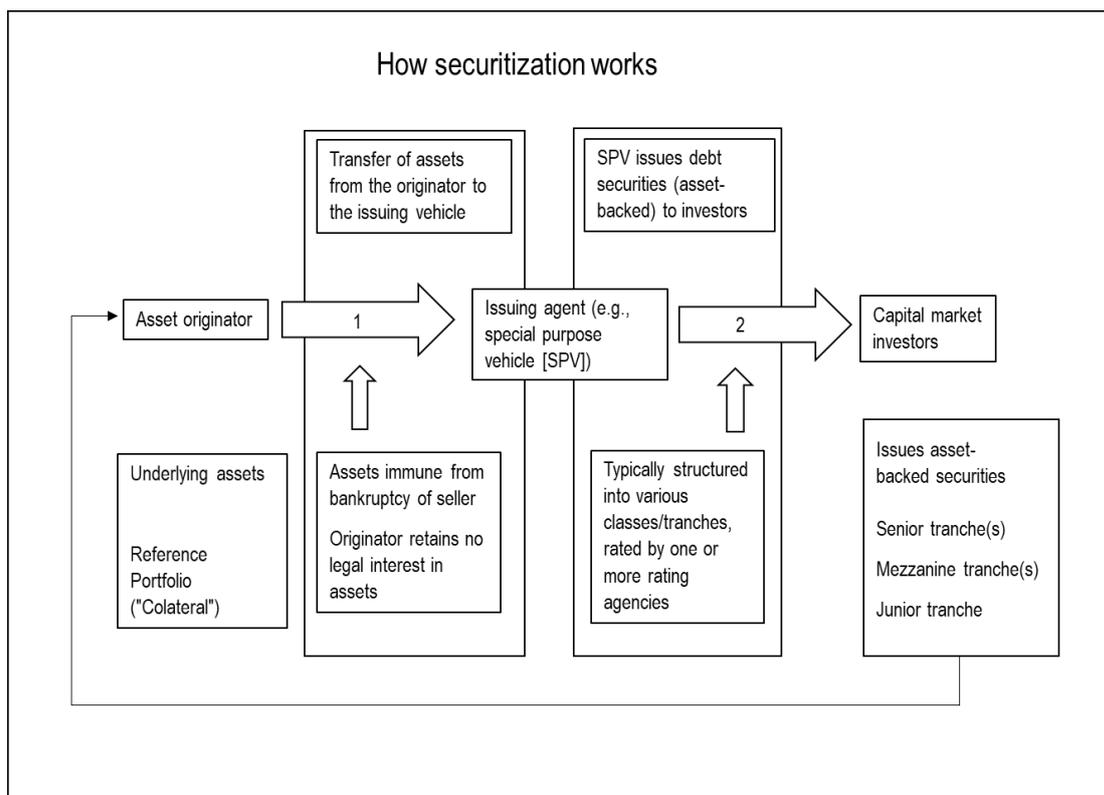
1.3.4.1 O Processo de Securitização

Jobster (2008) resume o processo de securitização em duas etapas. Na primeira, o originador seleciona os ativos que deseja remover de seu balanço patrimonial e os agrupa no que é chamado de portfólio de referência. Em seguida, vende esse pool de ativos para um emissor, como um veículo para fins especiais (SPV), o qual pode adotar variadas formas jurídicas, tais como de uma sociedade de propósito específico ou fundo de investimento.

Na segunda etapa, o emissor financia a aquisição dos ativos agrupados, emitindo títulos negociáveis com juros que são vendidos a investidores no mercado de capitais. Os investidores, então, passam a receber pagamentos de uma conta fiduciária financiada pelos fluxos de caixa gerados pela “carteira de referência”.

Esta “carteira de referência” pode ser dividida e vendida em várias tranches, com níveis de risco e rendimentos específicos, normalmente divididas em três tranches Júnior, Mezanino e Sênior.

Figura 18: Processo de securitização segundo Jobster



Fonte: Jobster, 2008, p. 48.

The least risky tranche, for example, has first call on the income generated by the underlying assets, while the riskiest has last claim on that income. The conventional securitization structure assumes a three-tier security design — junior, mezzanine, and senior tranches. This structure concentrates expected portfolio losses in the junior, or first loss position, which is usually the smallest of the tranches but the one that bears most of the credit exposure and receives the highest return. There is little expectation of portfolio losses in senior tranches, which, because investors often finance their purchase by borrowing, are very sensitive to changes in underlying asset quality. (Jobster, 2008, p. 48).

Este processo pode ser ilustrado através de um exemplo sintético. Imagine uma construtora que adquire um terreno e apresenta o projeto na prefeitura que o aprova. Em seguida, a empresa tenta vender os imóveis na planta aos futuros proprietários. Muitos desses, apesar de interessados, não possuem todo o dinheiro necessário e necessitam de um financiamento imobiliário. Esses clientes assumem uma dívida, comprometendo-se a pagá-la em suaves prestações durante décadas, em regime de alienação fiduciária. Suponha que o valor total destes recebíveis seja R\$ 10 Milhões. A Construtora recolhe todos os contratos vendidos e procura uma securitizadora. Esta analisa os recebíveis apresentados, classifica-os e emite um título chamado CRI “Certificados de Recebíveis Imobiliários”, cujo lastro são os recebíveis

apresentados anteriormente. Tais CRIs são oferecidos a investidores que os compram, por exemplo, por R\$ 7 milhões. O dinheiro da venda é repassado à construtora, para que ela prossiga o empreendimento e também pague pelo processo de securitização. Os investidores vão receber os R\$ 10 milhões ao longo do tempo, ao passo que a construtora recebeu antecipadamente os R\$ 7 milhões.

Podemos afirmar que, neste processo, estão envolvidos cinco grupos de agentes: os devedores (que compraram os apartamentos), o cedente (neste caso, a construtora), a companhia de securitização, a agência de classificação de riscos e, finalmente, o investidor. Além da securitização de recebíveis imobiliários, temos também a securitização de recebíveis do agronegócio (neste caso, ao invés de emitir uma CRI, emite-se um CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio), ou ainda outros recebíveis de Sociedades Anônimas (neste caso, são emitidas Debêntures).

(...) a securitização, em sentido estrito, é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos - presentes ou futuros - que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a se realizar no futuro (Caminha, 2005, p. 38).

1.3.4.2 Processo de classificação de ativos (Rating):

Outro ponto importante neste processo que também ajuda a reduzir os riscos das operações são as avaliações de riscos. Na ausência de uma classificação de riscos padronizada, as pessoas tendem a avaliar de forma díspare os riscos das operações, com intuito de vender os CRIs. Por exemplo, a SPE deveria proporcionar um prêmio de risco que possibilitasse a colocação integral destes no mercado. Este processo poderia ser simplificado caso houvesse uma empresa independente, tanto dos cedentes quanto dos investidores, que avaliasse o risco dos recebíveis. Tal procedimento daria maior segurança tanto ao cedente quanto aos investidores, uma vez que o nível de risco passaria a ser mensurado, através de um procedimento padrão que leva em conta diversos fatores.

a qualidade do ativo que servirá de lastro à emissão tem grande importância no processo de securitização, pois, em última análise, a emissão terá as mesmas características desse ativo, especialmente no que diz respeito a termo, rendimento e

resgate. Vale salientar que quanto mais homogêneos os contratos/créditos cedidos, mais fácil será seu agrupamento para posterior securitização. É bem mais simples a cessão dos créditos ou contratos, no caso de contratos por adesão ou contratos-tipo: não há necessidade de análise de cada instrumento contratual individualmente para conhecer detalhes como possibilidade de cessão, necessidade de aprovação ou mera notificação (Caminha, 2005, p. 109-110).

Segundo Lang, Myanaki, Chauffaille (2014), a atividade de classificação de risco de crédito é regulamentada pela Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012 (“Instrução CVM 521”) e representa a atividade de opinar sobre a qualidade de crédito. Esta classificação de risco de crédito deve evidenciar:

- (i) o analista responsável pelo relatório e pela nota atribuída;
- (ii) as fontes de informação;
- (iii) os principais elementos e metodologia de análise;
- (iv) a data da última atualização e sua periodicidade;
- (v) as situações que evidenciem potenciais conflitos de interesses, dentre outras informações.

Segundo Gamboa (2011), a SR Rating segue a escala de classificação da Standard and Poor’s (S&P), líder mundial no segmento de ratings e utiliza como parâmetros, para a classificação dos mesmos, os seguintes aspectos:

- a natureza inovadora e em constante evolução das operações estruturadas;
- as diferenças e mudanças nas convenções e práticas da indústria;
- as diferenças e mudanças nas convenções e práticas da indústria;
- as diferenças culturais entre os mercados, pois elas podem influenciar o seu comportamento e desempenho;
- as singularidades dos ativos, dos originadores e das transações;
- as principais características de estruturas ou classes de ativos que não tenham sido securitizadas anteriormente;
- a interação destes fatores, a qual pode reduzir a significância de cada risco ao se determinar o risco de inadimplemento, em uma transação, quando comparada a outra (Gamboa, 2011, p. 16).

O mesmo autor resume os possíveis riscos avaliados pela Standard and Poors:

- Riscos sistemáticos que podem afetar uma gama de ativos com amplo efeito no mercado;
- Riscos Específicos: qualidades do crédito específico;
- Riscos Legais e Regulatórios: riscos relacionados à mudança de legislações;
- Riscos Operacionais e Administrativos: riscos relacionados ao empreendimento;
- Risco de Contraparte: risco de não cumprimento do contrato por qualquer uma das contrapartes.

Ainda segundo Gamboa, A Moody's aplica a seguinte metodologia para a determinação de rating nas securitizações:

Análise de Ativos: verificam-se os principais indicadores do desempenho dos ativos utilizados para modelar os fluxos de caixa de securitizações, incluindo fatores macro e microeconômicos.

Análise Estrutural e do Título: verificam-se os principais indicadores de modelagem de passivo, incluindo-se as características de alocação de fluxo de caixa e elementos da estrutura do título.

Análise do Fluxo de Caixa: faz-se uma projeção detalhada de um título lastreado por recebíveis, durante um período de amortização antecipada (Gamboa, 2011, p. 17).

De forma geral Pires lista os aspectos examinados pelas agências de rating:

A análise feita pela agência de rating engloba, dentre outros aspectos, o exame: (i) dos riscos legais e operacionais envolvidos; (ii) da solidez financeira do originador - quando há coobrigação deste na cessão dos direitos creditórios ao fundo ou quando trata-se de recebíveis a performar; (iii) da espécie de ativo que representa os recebíveis, ou seja, a qualidade da carteira de recebíveis securitizada; (iv) do modo de cobrança destes, uma vez que um eficiente controle de pagamentos garante a pontualidade nos recebimentos; (v) da análise histórica dos pagamentos efetuados pelos devedores dos recebíveis nos últimos anos; (vi) da solidez financeira da instituição financeira responsável pela cobrança dos recebíveis, ou seja, a diferença entre a remuneração a ser recebida pelo ativo lastro e a remuneração a ser paga pelo emissor; (viii) da estrutura jurídica da operação; e (ix) do impacto da ausência de verificação de lastro pelo custodiante, quando for o caso, na classificação concedida (Pires, 2013, p. 101-102).

O Quadro 1 proposto por Damasceno et al, 2006 compara as classificações de riscos das principais agências de rating, sendo interessante a similariedade entre elas no que tange a investimentos com “grau de investimento” e “grau especulativo” como uma forma elegante de separar o investimento de alta e baixa qualidade de crédito.

Figura 19: Definição dos graus na escala de ratings

Grau de Investimento			Grau Especulativo		
S&P e Outras Agências	Moody's	Interpretação	S&P e Outras Agências	Moody's	Interpretação
AAA	Aaa	Altíssima qualidade, com mínimo risco de crédito. A capacidade de pagamento dos compromissos é extremamente forte.	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Elementos especulativos e sujeitos a risco de crédito substancial. Menos vulneráveis do que outras emissões especulativas. Entretanto, em face de maior incerteza ou exposição a adversidades financeiras, econômicas e de negócios, podem levar a uma capacidade inadequada de pagamento da contraparte.
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Alta qualidade, com risco de crédito muito baixo. A capacidade de pagamento dos compromissos é muito forte.	B+ B B-	B1 B2 B3	Especulativo e sujeito a alto risco de crédito. Condições econômicas, financeiras e de negócios adversas provavelmente prejudicarão a capacidade ou a disposição de pagamento dos compromissos.
A+ A A-	A1 A2 A3	Grau mediano e sujeito a baixo risco de crédito. Um pouco mais suscetível a efeitos adversos de mudança nas circunstâncias e nas condições econômicas do que obrigações de ratings mais elevadas. Entretanto, a capacidade de pagamento dos compromissos ainda é forte.	CCC+ CCC CCC- CC	Caa1 Caa2 Caa3 Ca	Crédito pobre e sujeito a alto risco de crédito. Vulnerável a <i>defaults</i> e dependente de condições financeiras, econômicas e de negócios favoráveis para o pagamento de suas obrigações. Em condições econômicas, financeiras e de negócios adversas provavelmente não terá capacidade de pagamento.
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Risco de crédito moderado. É considerado um <i>rating</i> de grau médio, com parâmetros de proteção adequados. Entretanto condições econômicas adversas ou mudança de circunstâncias podem conduzir a enfraquecimento na capacidade de pagamento dos compromissos.	C D	C Default	Tipicamente em <i>default</i> , com baixa possibilidade de recuperação do principal ou juros. Pedidos de falência ou outras ações similares têm sido solicitados, mas os pagamentos das obrigações ainda estão sendo efetuados.

Fonte: Damasceno et al, 2008, p.346

1.3.4.3 Securitização no Brasil

Chaves (2006), Gambôa (2011) e Ribeiro Junior (2019) apontam que o primeiro caso de securitização brasileira ocorreu em dezembro de 1992, com a emissão de debêntures da Mesbla Trust, tendo como garantia os recebíveis de Cartões de Crédito. A Mesbla Trust foi constituída como uma sociedade de propósito específico, com a finalidade de adquirir recebíveis de cartão

de crédito, decorrentes de vendas realizadas pela Mesbla Lojas de Departamentos S.A. (“Mesbla S.A”).

A “Mesbla S.A” foi uma grande empresa do comércio varejista brasileiro e, segundo Rocha (2013):

Durante quase três décadas, a Mesbla reinou praticamente sozinha no mercado de varejo, por ser a única empresa do gênero de abrangência nacional. Orgulhavam-se seus funcionários de afirmar que a Mesbla só não vendia caixões funerários – que afinal são para os mortos – pois, para os vivos, tinha todas as mercadorias, desde botões até automóveis e lanchas. As lojas se caracterizavam por vendas expressivas na linha de eletrodomésticos, como fogões e geladeiras, e também se destacavam no segmento de cosméticos femininos (Rocha, 2013, p. 511).

Segundo Rocha (2013), no início da década de 1990, a Mesbla enfrentava problemas de caixa. “Em 1990, (...), acreditando em possível processo hiperinflacionário, decidiu adotar uma política agressiva de aumento dos estoques. Para colocar em prática tal estratégia, contraiu um expressivo endividamento junto ao setor financeiro” (Rocha, 2013, p. 511). No entanto, em março de 1990, ainda no Governo Sarney, é decretado feriado bancário. Em seguida, o Presidente Collor assume o cargo e implanta o Plano Collor, reduzindo drasticamente a liquidez na economia, através do congelamento dos depósitos em conta corrente e da poupança por 18 meses, bem como do congelamento de preços e salários.

A falta de liquidez, o congelamento dos preços, a não confirmação do processo hiperinflacionário, bem como o alto endividamento da empresa agravaram a situação da Mesbla, que dificultava o acesso a novos financiamentos. A empresa necessitava cada vez mais de crédito, uma vez que para conseguir melhores condições de compra, os fornecedores exigiam pagamento a vista, temendo sua falência. Estas dificuldades impediam a empresa de ofertar produtos a preços atraentes, bem como fornecer crédito a seus clientes.

Segundo Rocha (2013), o diretor financeiro da Mesbla, José Cândido Pimentel Duarte, buscava uma solução para o problema que, para ele, era muito parecido ao que ocorrera com as grandes lojas de departamento dos Estados Unidos, na década de 1980:

Um fato em especial lhe alimentava a esperança: os 4,5 milhões de cartões de crédito emitidos pela Mesbla Financeira e a fidelidade de seus clientes. Além disso, a securitização da cadeia texana de lojas JCPenney era a sua operação predileta de estudo, e o prospecto da emissão dos títulos securitizados da JCPenney tornara-se inseparável de sua maleta. O problema da Mesbla tinha sido enfrentado pela empresa texana e a solução fora a securitização dos recebíveis de cartão de crédito. Por que não funcionaria para a Mesbla a mesma solução? A legislação brasileira suportaria essa decisão? (Rocha, 2013, p. 510).

Ou seja, caberia verificar se a legislação financeira brasileira permitiria tal estratégia e, caso permitido, se haveria investidores interessados na operação. Outro agravante é que “a primeira securitização de recebíveis de cartão de crédito no mercado norte-americano tinha ocorrido em 1988, pelo Citibank para seus próprios cartões” (Rocha, 2013, p. 512). Além da Mesbla não ser o Citibank, esta operação não era muito conhecida nem mesmo nos Estados Unidos. Por outro lado, o Conselho Monetário Nacional só permitia a cessão de direitos creditórios se o adquirente fosse uma empresa financeira¹².

Depois de muita engenharia jurídica e financeira, a Mesbla Trust emitiu as debêntures lastreadas nos recebíveis das lojas de departamentos Mesbla S.A. O sucesso da operação não impediu que a Mesbla S.A entrasse em concordata em 1995 e falisse em 1999. Apesar da falência as debêntures, segundo Rocha (2013), Gamboa (2011), Chaves (2006), foram integralmente pagas.

O processo de securitização no Brasil será tratado posteriormente no item 2.2, que trata do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que foi instituído através da lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 e que também trata, na seção V, da securitização dos créditos imobiliários.

1.4 Capital Financeiro, Crises, Tecnologia

Diversos autores apontam a importância do setor financeiro no processo de inovação tecnológica. Perez (2004), em seu trabalho “FINANCE AND TECHNICAL CHANGE: A NEO-

¹² A forma como estas dificuldades foram contornadas está descrita por Rocha (2013) e não será aqui tratada uma vez que foge à proposta do trabalho.

SCHUMPETERIAN PERSPECTIVE” apresenta uma análise de como o setor financeiro e a inovação são interdependentes. Schumpeter, em Teoria do Desenvolvimento Econômico de 1911 e em Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist, Process de 1939 apresenta um estudo de como o capital financeiro é fundamental para o processo de inovação.

Em Teoria do Desenvolvimento Econômico, SCHUMPETER afirma que:

O mercado monetário é sempre, por assim dizer, o quartel-general do sistema capitalista, do qual partem as ordens para as suas divisões individuais, e o que ali é debatido e decidido é sempre em essência o estabelecimento de planos para o desenvolvimento posterior. (...) Assim, a função principal do mercado monetário ou de capital é o comércio de crédito com o propósito de financiar o desenvolvimento (SCHUMPETER, 1911, p. 127).

Já em Business Cycles, o mesmo autor aponta que o processo de inovação está intrinsecamente ligado ao processo da criação de crédito:

capitalism is that form of private property economy in which innovations are carried out by means of borrowed money, which in general, though not by logical necessity, implies credit creation (SCHUMPETER, 1939, p. 216).

Ressalte-se que não é apenas a transferência de poupança para investimento dentro do fluxo circular, mas a criação de crédito através de bancos. Em sua obra de 1911, Schumpeter deixa bem claro: "o banqueiro não é primariamente tanto um intermediário da mercadoria 'poder de compra', mas um produtor dessa mercadoria" (p. 83).

Perez (2004) aponta para as interrelações entre o setor financeiro e o processo de inovação:

Finance, in one form or another, accompanies most innovations, (...), the funding decision is taken by an investor or a bank manager, a stockbroker, a financial manager inside a big firm or some other financial agent (PEREZ, 2004 p. 6).

O processo de inovação, segundo Schumpeter, apresenta dois agentes protagonistas, o Empresário e o Banqueiro disposto a financiá-lo.

1.4.1 O Empresário e o Banqueiro

O empresário, para Schumpeter, não é apenas o dono de uma ou mais empresas; ele, ao contrário dos industriais e dos comerciantes, tem de inovar, de revolucionar o sistema de produção.

Mas, qualquer que seja o tipo, alguém só é um empresário quando efetivamente “levar a cabo novas combinações”, e perde esse caráter assim que tiver montado o seu negócio, quando dedicar-se a dirigi-lo, como outras pessoas dirigem seus negócios (SCHUMPETER, 1911, p. 86).

(...) a função do empresário é reformar ou revolucionar o sistema de produção através do uso de uma invenção ou, de maneira mais geral, de uma nova possibilidade tecnológica para a produção de uma nova mercadoria ou fabricação de uma antiga em forma moderna, através da abertura de novas fontes de suprimento de materiais, novos canais de distribuição, reorganização da indústria, e assim por diante (SCHUMPETER, 1942, p. 166).

O empresário normalmente não está ligado a velhas corporações, mas geralmente está interessado em desenvolver novas combinações de insumos para competir com elas:

(...) as novas combinações, via de regra, estão corporificadas, por assim dizer, em empresas novas que geralmente não surgem das antigas, mas começam a produzir a seu lado; para manter o exemplo já escolhido. Em geral, não é o dono de diligências que constrói estradas de ferro (SCHUMPETER, 1911, p.77).

O banqueiro, além de criar crédito, é decisivo para prover, ou não, os empresários do poder de compra necessário aos meios produtivos necessários a novas combinações de produção. Cabe a ele a decisão de acreditar no empresário e levar adiante o seu projeto.

O empresário então necessita primeiramente convencer o banqueiro do sucesso de seu empreendimento.

As Schumpeter expected, the new combinations will usually be made by new firms. The entrepreneurs pushing the technological revolution are likely to be inexperienced in business and will also often be young. They will, therefore, need the help of bankers or financiers in more ways than just funding. much younger J.P. Morgan in 1878 did take big risks with new ideas (PEREZ, 2004, p. 12).

O banqueiro, por outro lado, é quem vai arcar com os custos do insucesso do empresário, sendo que “O empresário nunca é aquele que corre o risco. Em nosso exemplo, isso está bem claro. Quem concede crédito sofre os reveses se a empresa fracassar” (SCHUMPETER, 1911 p. 136). Assim, ele deve estar atento às nuances do novo negócio que está financiando, deve utilizar sua experiência para orientar o audaz empresário, de forma a sobreviver aos reveses contrários à inovação.

Portanto,

the banker must not only know what the transaction in which he is asked to finance and how it is likely to turn out, but he must also know the customer, his business, and even his private habits, and get, by frequently ‘talking things over him’, a clear picture of the situation (SCHUMPETER, 1939, p. 116).

1.4.2 O Crédito

A forma como o empresário tem acesso ao poder de compra dos insumos necessários a novas combinações é o crédito na maioria das vezes concedido pelo banqueiro. Schumpeter (1911, 1939 e 1942) demonstra que mesmo as grandes empresas necessitam de crédito.

Nem mesmo a ortodoxia mais conservadora dos teóricos pode negar que a estrutura da indústria moderna não poderia ter sido erigida sem ele, que ele torna o indivíduo até certo ponto independente dos bens herdados, que o talento na vida econômica “cavalga sobre suas dívidas, em direção ao sucesso” (SCHUMPETER, 1911, p. 79).

Com o intuito de fornecer crédito, os bancos têm duas opções: a canalização de poupanças e a criação de crédito. A capacidade de poupar é um fator limitador da quantidade de poder de compra disponível para os empresários. Por outro lado, a criação de crédito possibilita grandes volumes de recursos financeiros.

Esse método de obter dinheiro é a criação de poder de compra pelos bancos. A forma que toma é imaterial. A emissão de bilhetes de banco não cobertos totalmente por moeda metálica retirada da circulação é um exemplo óbvio (...)

É sempre uma questão não de transformar o poder de compra que já existe em propriedade de alguém, mas da criação de novo poder de compra a partir do nada — a partir do nada mesmo que o contrato de crédito pelo qual é criado o novo poder de compra seja apoiado em garantias que não sejam elas próprias meio circulante — que se adiciona à circulação existente (SCHUMPETER, 1911, p. 82).

Por não encontrar contrapartida no produto social, SCHUMPETER (1911) afirma que em caso de sucesso no empreendimento, o empresário conseguirá produzir mais recursos do que o consumido, retornando à corrente social bens cujo valor é maior do que o crédito recebido. Desta forma, a equivalência entre dinheiro e as correntes de mercadorias é restaurada e a inflação creditícia é eliminada. Caso contrário, ter-se-á uma situação em que haverá mais poder de compra que mercadorias disponíveis à produção, resultando em prejuízos ao empresário, inflação e talvez calote ao banqueiro.

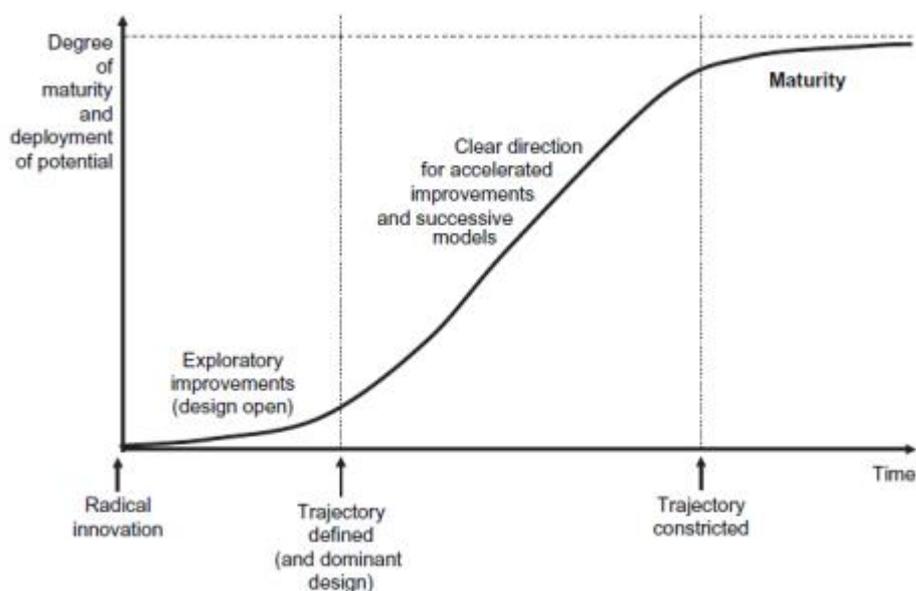
A criação de crédito a partir do nada foi designada por Schumpeter como crédito anormal, e não pode deixar de apresentar consequências:

A distinção entre crédito normal e anormal é, contudo, importante para nós. O crédito normal cria direitos ao dividendo social, que representam e podem ser pensados como comprovante dos serviços prestados e da entrega prévia de bens existentes. Aquela espécie de crédito, que é designada pela opinião tradicional como anormal, também cria direitos ao produto social, que, contudo, na ausência de serviços produtivos passados, só poderiam ser descritos como certificados de serviços futuros ou de bens ainda a serem produzidos (SCHUMPETER, 1911, p. 106-107).

1.4.3 Trajetórias Tecnológicas

Uma vez que o processo de criação de crédito foi definido, vamos agora entrar no campo do desenvolvimento do processo tecnológico. Perez (2009) divide os ciclos tecnológicos em três etapas:¹³

Figura 20: Revoluções tecnológicas e paradigmas tecnoeconômicos



Fonte: PEREZ, 2009, p.187.

1) A primeira fase do ciclo inicia-se com a "inovação radical" e termina com a definição da trajetória (graficamente metade do período chamado no texto de 2004 de período de instalação¹⁴).

Nesse período, ocorre uma verdadeira batalha, para a definição da tecnologia a ser seguida. O "velho paradigma" com toda a sua infraestrutura (máquinas, equipamentos, organização,

¹³ No texto de 2004, a autora preferiu dividir o ciclo em duas etapas: o Período de Instalação e o Período de Desenvolvimento, cada um com duração de 20 a 30 anos.

¹⁴ Ver Gráfico 2, pag. 10

hierarquias etc.) tenta resistir ao novo que, apesar da imaturidade, compete com produtos diferenciados em relação aos da antiga forma de produção.

A alternância entre recessão e prosperidade não depende apenas do surgimento de inovações, mas da criação de condições institucionais adequadas para sua difusão. Neste entremeio ocorre a chamada "destruição criadora" onde as velhas estruturas são sucateadas para permitir um novo ciclo de crescimento (TIGRE, 1997, p. 2).

O velho e o novo passam por processos adaptativos e reativos até que se defina a nova trajetória. Por outro lado, a destruição do paradigma anterior implica a adaptação ou destruição de sua infraestrutura produtiva.

2) A segunda etapa vai da definição da trajetória até o esgotamento de sua difusão.¹⁵ Uma vez definido o novo paradigma, superadas as resistências, inicia-se a segunda fase, a fase da "implantação". Nesta fase, já não se tem mais a concorrência do paradigma anterior e os esforços se concentram no processo de imitação e aperfeiçoamento dos processos e produtos originários do paradigma agora dominante.

O impulso fundamental que põe e mantém em funcionamento a máquina capitalista procede dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados e das novas formas de organização industrial criadas pela empresa capitalista (SCHUMPETER, 1942, p. 110).

Durante este período é que se conseguem os melhores ganhos de produtividade, obtendo os melhores resultados, uma vez que o processo de imitação é mais simples e menos arriscado do que a batalha travada na primeira fase.

Tigre (1997, p.1) Uma interpretação, recentemente popularizada, foi desenvolvida em 1939 pelo austríaco naturalizado americano Joseph Schumpeter) que relacionou os períodos de prosperidade à difusão de inovações-chave no sistema produtivo. O sucesso de empresários inovadores em capturar lucros monopolistas derivados do pioneirismo na introdução de novos produtos e processos é logo imitado por outros empreendedores. Ao reproduzir as inovações bem-sucedidas, os empresários-imitadores geram uma onda de investimentos que ativa a economia, cria novos empregos e gera prosperidade.

¹⁵ No texto de 2004, este período corresponde à segunda metade do período de instalação até a o final da primeira metade do período chamado de desenvolvimento.

Segundo SCHUMPETER (1911), este processo de imitação acaba se retroalimentando, uma vez que as demandas dos empresários criam novas demandas, ampliando o poder de compra de toda a esfera de negócios.

(...) se levarmos em conta o fato de que, à medida que são alcançados padrões mais altos de vida, as necessidades automaticamente se expandem e novas necessidades surgem ou são criadas (SCHUMPETER, 1942, p. 165).

Estes fatores conjugados resultam em um boom secundário, que se difunde por todo o sistema econômico. Não há mais dúvida quanto às oportunidades de investimento, a percepção dos riscos diminui, bastando apenas seguir caminhos já trilhados.

In Schumpeter's view, life is easy for the imitators, because all they need to do is to follow in the footsteps of the entrepreneurs who have led the way, and whose earlier activities have resolved all the big uncertainties (ROSENBERG, 1996, p. 92).

Os banqueiros, financiadores, compartilham desta visão e criam, em contrapartida, uma enxurrada de crédito¹⁶, disponível para os investimentos.

credit creation spreads from its "logical" source, financing of innovation, throughout the system (...) becomes an instrument for financing business in general (SCHUMPETER, 1939, p. 166).

SCHUMPETER (1942, p. 61) cita Marx, mostrando as interrelações entre o ciclo produtivo e o financeiro:

Observou, embora não explique realmente, que a escala da produção se expande "de improviso e aos saltos", o que "é igualmente o prelúdio de sua súbita contração". Habilmente, diz que a "superficialidade da Economia Política se demonstra pelo fato de considerar a expansão e contração do crédito, que são mero sintoma de mudanças periódicas do ciclo industrial, como a causa do mesmo" (Das Kapital, vol. I, cap. XXV, seção 3).

¹⁶ Através do processo que Schumpeter (1911) chamou de "crédito anormal" e que Marx chamou de capital fictício.

Esta enxurrada de crédito possibilita principalmente:

- a) o investimento em novas empresas dentro do paradigma atual;
- b) o financiamento de novos paradigmas;
- c) a especulação completamente dissociada da atividade produtiva.

1.4.3.1 O investimento em empresas dentro do atual paradigma

Com o amadurecimento do processo de difusão, surge uma pressão nos custos, devido à maior competição entre os agentes econômicos por insumos produtivos, e, por outro lado, aumenta também a concorrência entre os produtores, implicando a redução dos preços, freando o processo até que ele se esgote.

O tempo médio (..) que deve decorrer antes que os novos produtos apareçam (...) — explica fundamentalmente a duração do boom. Esse aparecimento dos novos produtos ocasiona uma queda dos preços, que, por sua vez, põe fim ao boom, pode levar a uma crise, deve levar a uma depressão e inicia todo o resto (SCHUMPETER, 1911 p. 218-219).

Caso os ganhos de produtividade no aperfeiçoamento das técnicas produtivas não consigam superar o aumento dos custos e a redução dos preços, teremos então uma redução contínua dos lucros. Consolidando a terceira fase do ciclo, a “maturidade”.

1.4.3.2 O financiamento de novos paradigmas,

O traço característico de um período de boom não é meramente a ampliação da atividade econômica enquanto tal, mas a realização de combinações novas e ainda não experimentadas (SCHUMPETER, 1911, p. 214).

A redução dos lucros nos setores antigos e a abundância de crédito acabam por facilitar os investimentos em novas tecnologias, que apresentam riscos elevados. ROSENBERG faz duas suposições:

I would like to begin with two generally accepted propositions: First, technological change is a major ingredient of long-term economic growth, and second, technological change is characterized by a high degree of uncertainty (1996, p. 91).

O elevado grau de incerteza, segundo Rosenberg (1996), se deve ao fato, entre outros, de que a maioria das inovações falha e pior do que isso, quando não falham, é muito difícil de prever suas implicações.

Tal investimento acaba sendo muito mais arriscado que o investimento tradicional, portanto, necessita de financiadores audazes, o que é facilitado num momento de fartura de crédito, de redução de lucros nos setores antigos e de expectativas de rendimentos infladas.

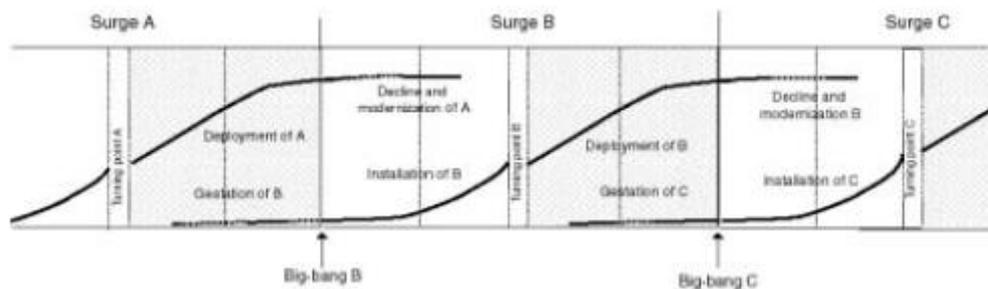
According to McGraw-Hill annual surveys over a number of years, the great bulk of R&D (around 80 percent) is devoted to improving products that already exist, rather than to the invention of new products. (...). Their main goal is to improve upon the performance of technologies that have been inherited from the past (ROSENBERG, 1996, p. 96).

Por outro lado, o fato de se obter sucesso tecnológico não é suficiente para o início de um novo paradigma. É necessário também sucesso no campo econômico. O mesmo autor expõe o exemplo do Concorde:

New technologies need to pass an economic test, not just a technological one. Thus, the Concorde is a spectacular success in terms of flight performance, but it has proved to be a financial disaster, costing British and French taxpayers the equivalent of several billions of dollars (ROSENBERG, 1996, p. 104).

Caso o empresário consiga o financiamento, o sucesso tecnológico, o sucesso econômico e que este empreendimento apresente sinergias com outros empreendimentos, um novo ciclo começa a ser gestado. Retornamos ao início de um novo ciclo tecnológico com a instalação de um novo paradigma, como demonstrado na Figura 21.

Figura 21: As sobreposições na gestação, difusão e declínio de surtos tecnológicos sucessivos



Fonte: PEREZ 2004 p. 9

Sem as grandes somas de recursos criados no setor financeiro, através do crédito anormal ou do capital fictício, dificilmente o empresário, segundo Schumpeter teria recursos para a inovação necessária e a criação do novo ciclo tecnológico.

Por outro lado, Marx cita Gilbart:

“Tudo o que facilita os negócios, facilita a especulação: em muitos casos, ambos se entrelaçam tanto que é difícil dizer onde acaba o negócio e onde começa a especulação” (MARX, 1894, vol.III, cap. XXV, p.469).

1.4.3.3 A especulação completamente dissociada da atividade produtiva.

Baixos lucros nos setores tradicionais, elevados riscos no investimento de novas tecnologias, elevada criação de crédito anormal (ou de capital fictício), grandes expectativas financeiras e atividade econômica incapaz de absorver tantos recursos, são ingredientes fundamentais para a criação de novas formas de investimento cada vez mais dissociadas da atividade produtiva.

Even growing at an amazingly frantic pace, the new or modernizing industries cannot absorb the growing amounts of investment money brought to the stock market in pursuit of the extraordinary profits now expected by all. However, financial capital will not be deterred. It will now innovate in ways that turn the stock market into a casino, decoupling from the real economy and building extraordinary paper mountains (PEREZ, 2009, p. 14).

Os ganhos no mercado financeiro durante o processo de difusão estimulam novos investidores. Estes, tendo como base os resultados do passado, resolvem trilhar os mesmos caminhos, comprando títulos e ações que agora já estão valorizados. As empresas, ainda dentro do processo de imitação, aproveitam desta demanda e emitem novas ações e novos títulos, retroalimentando o processo em que a ganância não tem mais fim.

As empresas, quando percebem o aumento dos custos dos insumos e da concorrência, buscam novas formas de produção, de forma a reduzir seus custos e ampliar sua participação no mercado. Dada a abundância de crédito e a alta demanda por ações e títulos, as empresas capturam estes recursos de forma a ampliar a sua produção ou buscar novas combinações e novos processos.

The hyper-inflation of assets provides enough funds for experimenting widely with the new technological possibilities of the revolution, for modernizing much of the existing firms and plants, for over-investing in the new infrastructure and also for setting up innumerable forms of casino-like speculative schemes. (PEREZ, 2004, p. 17).

Apesar da montanha de crédito e de investimentos, as empresas não são capazes de criar a rentabilidade esperada pelos especuladores, que desta forma procuram novos esquemas financeiros cada vez mais dissociados do processo produtivo. Novos produtos financeiros são criados, ampliando as somas do capital fictício.

the capitalist process develops, along the money market, (...), perfect negotiability of all instrument of credit, whatever their legal form may be" (SCHUMPETER, 1939 V.II, p. 613).

A valorização dos títulos e ações fez com que os investidores ganhassem, além de dinheiro, confiança, aceitando mais riscos, reinvestindo suas economias, realimentando o processo.

As paper profits are further reinvested in the same casino, they intensify the phenomenon even further and attract ever more investors, including those who had never put their money anywhere beyond the family coffer or the corner savings bank (PEREZ, 2004, p. 15).

A Figura 22, extraída de SCHUMPETER (1939), mostra a demanda por investimentos na bolsa de valores de NovaYork, no período anterior e durante a crise de 1929.

Analisando o gráfico ano a ano, percebemos a maior parte das emissões se deram no setor de utilidades públicas até o ano de 1928. Em 1929, o setor ligado a investimentos, trusts e tradings superou o setor de utilidades públicas, assumindo a liderança da emissão de novas ações. Este setor, claramente vinculado ao setor financeiro, mostra que os retornos esperados nele eram superiores aos retornos esperados no restante da economia.

A sobrevalorização dos ativos financeiros descolou completamente o dinheiro do que Schumpeter havia chamado de “correntes de mercadorias”, resultando no que o mesmo autor chamou de “inflação creditícia” e que Marx denominou ampliação da acumulação de “capital fictício”.

A “inflação creditícia” cria no mercado financeiro ganhos financeiros, descolados dos ganhos de produção, fazendo com que o dinheiro seja canalizado do setor produtivo para o setor financeiro, realimentando a “inflação creditícia”.

The bubble at the end of Installation can be understood as a gigantic process of collective credit creation, orchestrated by the financial world in the stock market (PEREZ, 2004, p. 15).

Figura 22: Emissões de capitais anteriores a crise de 1929

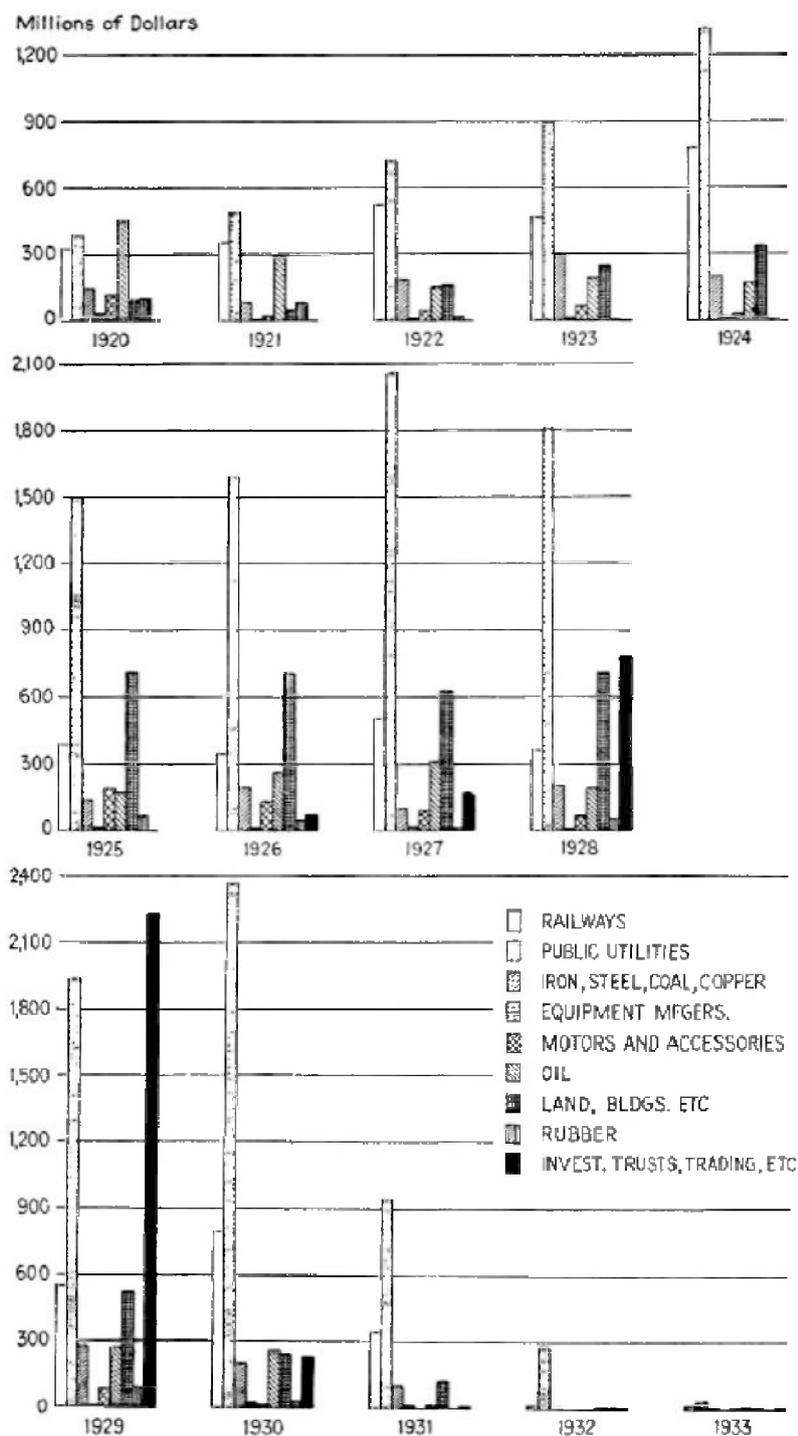


CHART LIII.—New capital issues; New York Stock Exchange (see Appendix, p. 1074).

Este processo claramente não é sustentável por muito tempo e quando os grandes tomadores de decisão percebem que a economia não é capaz de gerar a riqueza necessária à alimentação destas expectativas, o ajuste só se pode dar através da desvalorização deste “capital fictício”. Neste momento começa um processo de transferência e venda de ativos financeiros, de forma a transferir o ônus da especulação a novos indivíduos que gostariam de ter participado do processo de valorização dos ativos.

SCHUMPETER (1942) conclui que “(...) o problema usualmente estudado é o da maneira como o capitalismo administra a estrutura existente, ao passo que o problema crucial é saber como ele a cria e destrói” (p. 110).

O capital financeiro assume o papel de protagonista no sistema capitalista de produção. Marx coloca o capital fictício como elemento importante tanto na realização da produção quanto no desenvolvimento das crises. Schumpeter, por outro lado, atribui ao capital financeiro o papel de financiador dos novos paradigmas tecnológicos.

Para Schumpeter, cabe ao capital financeiro o apoio necessário para o desenvolvimento de novas tecnologias. Ao mesmo tempo, novas tecnologias são, segundo Schumpeter, a única fonte de lucros e juros tão necessários ao capital financeiro.

Perez (2004) explica como a combinação de capital financeiro e novas tecnologias possibilitam o aparecimento de novos paradigmas tecnológicos capazes de destruir os antigos modos produtivos.

“The changes in the economic process brought about by innovation, together with all their effects, and the response to them by the economic system, we shall designate by the term Economic Evolution” (SCHUMPETER, 1939, p. 83).

Os períodos de recessão e de prosperidade estão ligados às revoluções tecnológicas e estas definem a evolução econômica.

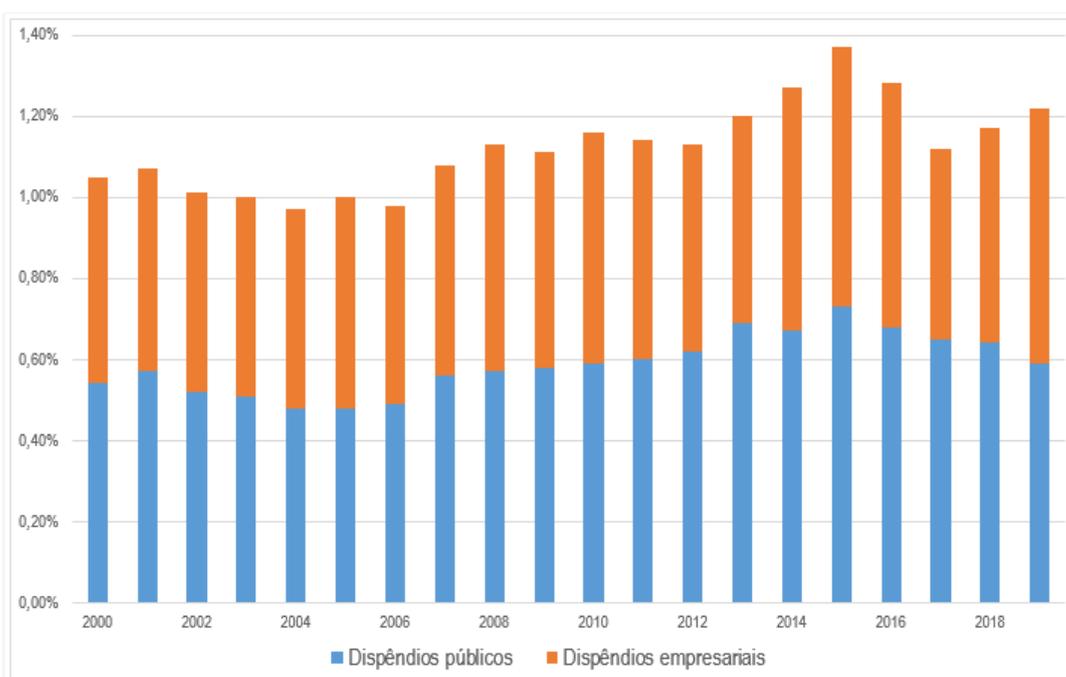
A ampliação da acumulação de capital fictício (o volume de ações como títulos negociados em bolsa), nas três primeiras décadas do século XX, estabelece um conjunto de influências recíprocas entre o capital real e o fictício. A crise de 1929 foi

uma demonstração dos efeitos de movimentos de desvalorização do capital fictício sobre o capital real. Esse contexto institucional distinto permite a Keynes, ao discutir a divisão do estoque monetário entre duas circulações – a “financeira” e a “industrial”-, investigar como elas se relacionam e se influenciam mutuamente (ALBUQUERQUE, 2012; p. 69).

1.4.3.4 O Investimento em P&D no Brasil

No caso brasileiro podemos observar que durante as últimas décadas o investimento em ciência e tecnologia não representa parcela significativa do PIB chegando a um máximo de 1,37% do PIB em 2015 com uma média histórica de 1,12 %.

Gráfico 11: Dispendio nacional em pesquisa e desenvolvimento (P&D), em relação ao total de P&D e ao produto interno bruto (PIB), 2000-2019



Fonte: MCTI. Indicadores Consolidados

Disponível em:

https://antigo.mctic.gov.br/mctic/opencms/indicadores/detalhe/recursos_aplicados/indicadores_consolidados/2_1_3.html, acesso em 22/02/2022.

1.5 Expansão Geográfica ou Globalização

Uma das formas de absorção do capital excedente é a exportação deste a países ou regiões onde há escassez de capital. A ampliação dos mercados se dá através de uma relação centro periferia em que o controle e as decisões são tomadas no âmbito dos países centrais. E nestes países, a decisão é tomada por grandes empresas que extrapolam as fronteiras nacionais, criando suas próprias regras e formas de operações. Cabe também a estas empresas o protagonismo no processo de inovação e da tecnologia. Todos estes fatores associados à ampliação dos mercados de capitais e à facilidade de transferência de recursos financeiros e produtivos, faz com que as grandes empresas atuem de forma internacional, buscando condições mais favoráveis onde for. A mobilidade das grandes empresas faz com que os países periféricos se submetam a sua lógica, produzindo condições que permitam a atração e manutenção destas empresas em seu território.

Cabe acrescentar que o crescente controle da atividade econômica no centro pelas grandes empresas e a orientação do progresso técnico para a produção em massa, torna ainda mais difícil, no quadro do capitalismo a criação tardia de sistemas econômicos nacionais (FURTADO, 1974, p. 47).

Há algumas vantagens comparativas entre os países subdesenvolvidos e os desenvolvidos. Aqueles contam com mão de obra mais barata e muitas atividades, sobretudo as intensivas em mão de obra, que podem ser produzidas por um custo inferior. Muitas vezes apresentam legislação trabalhista e ambiental menos rigorosa que a dos países desenvolvidos. Contam com mercado de consumo potencial e demandas reprimidas. Harvey aponta que a mobilidade e a facilidade de transferência de recurso contribuem para este processo:

Podemos descobrir processos semelhantes e chegar a conclusões similares no tocante à experiência do espaço. O incentivo à criação do mercado mundial, para a redução de barreiras espaciais e para a aniquilação do espaço através do tempo, é onipresente, tal como o é o incentivo para racionalizar a organização espacial em configurações de produção eficiente (HARVEY, 2008, p. 212).

Escobar (1995) explora como a economia subdesenvolvida é construída como categoria "científica" e a forma como esta categoria funciona no âmbito da economia política internacional. Ele critica primeiramente os programas do Banco Mundial. Esta instituição, Escobar escreve, "deve ser vista como um agente econômico e cultural a serviço da elite imperialista global." (p. 166). As políticas do Banco Mundial permitem que as corporações transnacionais, controladas por elites financeiras e especialistas do primeiro mundo, façam contratos financiados com fundos públicos locais.

A participação das organizações internacionais também é apontada por HARVEY, 2005b "... se o capital é enviado para o exterior, isso não se faz pelo fato de que esse capital não possa ser aplicado no país de origem, mas porque esse capital pode ser aplicado com maior margem de lucro em um país estrangeiro" (p. 61).

Milton Santos (2003) aprofunda este assunto em seu livro: *Por Outra Globalização: do Pensamento Único à Consciência Universal*:

Este novo momento da história do homem é marcado pela "crescente internacionalização da economia capitalista com uma total interdependência das diferentes economias nacionais e uma nova divisão internacional do trabalho" (CASTELLS, 1986, p.7). O mundo, como um todo, tornou-se uno para atender às necessidades da nova maneira de produzir, que passa por cima de regiões, países, culturas etc. (SANTOS, 1988, p. 52).

As questões das pessoas deslocadas de seus ecossistemas e a contínua expansão dos mercados de investimento globais transnacionais são suprimidas do debate.

As elites econômicas têm se valido cada vez mais dos sistemas de comunicação, não só para promover seus produtos, quanto para criar novos estilos de vida e de consumo.

Segundo HARVEY (2008, p. 259):

A publicidade já não parte da ideia de informar ou promover no sentido comum, voltando-se cada vez mais para a manipulação dos desejos e gostos mediante imagens que podem ou não ter relação com o produto a ser vendido. Se privássemos a propaganda moderna da referência direta ao dinheiro, ao sexo, e ao poder, pouco restaria.

A criação e a promoção de novos estilos de vida evitam a saciabilidade dos consumidores, uma vez que, ao promover um novo estilo de vida, o estilo anterior torna-se ultrapassado assim como os produtos associados a ele, abrindo espaço para os produtos associados ao novo estilo de vida, tornando-os cada vez mais descartáveis.

Santos (2003) nesta direção aponta a tendência de criação de necessidades artificiais tão desnecessárias quanto desejadas através da carência da exclusividade, dos signos, do pertencimento.

... a situação contemporânea revela, entre outras coisas, três tendências: 1. Uma produção acelerada e artificial de necessidades; 2. uma incorporação limitada de modos de vida ditos racionais; 3. uma produção ilimitada de carência e escassez. Nessa situação, as técnicas, a velocidade, a potência criam desigualdades e, paralelamente, necessidades, porque não há satisfação para todos. Não é que a produção necessária seja globalmente impossível. Mas o que é produzido – necessária ou desnecessariamente – é desigualmente distribuído (SANTOS 2003, p. 129).

Este consumismo exacerbado apresenta sérias consequências para as economias periféricas, uma vez que as elites periféricas buscam copiar o estilo de vida e os padrões de consumo dos países centrais.

As nações mais pobres, em contato com as mais ricas, se sentem continuamente impelidas a manter suas rendas e seus gastos monetários acima do que sua capacidade de produção lhes permite. (...) O resultado é uma tendência inflacionária interna e uma persistente tendência ao desequilíbrio do balanço de pagamentos. (...) para impedir a atração por esquemas superiores de consumo, consiste na restrição das importações, principalmente das chamadas importações “de luxo” ou “semiluxo”. (NURSKE, 2010, p. 286).

Viveiros de Castro, (2011, p. 3) aponta que “o capitalismo é um sistema político-religioso cujo princípio consiste em tirar das pessoas o que elas têm e fazê-las desejar o que não têm, sempre. Outro nome desse princípio é “desenvolvimento econômico”. Santos compartilha desta análise na medida em que afirma: “produzem o consumidor antes mesmo de produzir os produtos [...] Na cadeia causal, a chamada autonomia da produção cede lugar ao despotismo do consumo” (Santos, 2003, p. 48). Outro ponto abordado por Santos, é a anulação do indivíduo enquanto cidadão.

Consumismo e competitividade levam ao emagrecimento moral e intelectual da pessoa, à redução da personalidade e da visão do mundo, convidando, também, a esquecer a oposição fundamental entre a figura do consumidor e a figura do cidadão. É certo que no Brasil tal oposição é menos sentida, porque em nosso país jamais houve a figura do cidadão. As classes chamadas superiores, incluindo as classes médias, jamais quiseram ser cidadãos; os pobres jamais puderam ser cidadãos. As classes médias foram condicionadas a apenas querer privilégios e não direitos. E isso é um dado essencial do entendimento do Brasil” (SANTOS, 2003, p. 25).

2 SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO - SFH E O SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO - SFI

Uma vez desenvolvidos os tópicos do capítulo anterior, presentemente será feita uma breve caracterização da evolução histórica dos sistemas de financiamento imobiliário, presentes no Brasil, ou seja, o Sistema Financeiro da Habitação - SFH e o Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI. Desta forma, será possível relacionar a evolução destes sistemas com a aquisição da casa própria e o processo de financeirização do imobiliário no Brasil.

A casa própria apresenta as seguintes características: (i) é uma necessidade básica; (ii) na maioria das vezes corresponde ao principal bem da família. Apresenta um alto valor monetário em relação à capacidade financeira do adquirente, o que leva à necessidade de financiamento; (iii) o setor da habitação gera empregos nas mais variadas camadas da população, com efeitos multiplicadores nos demais setores econômicos. Por isso, faz-se necessário analisar a evolução das principais formas de se adquirir um financiamento imobiliário no Brasil. A primeira delas é através do Sistema Financeiro da Habitação - SFH de 1964 e, posteriormente, o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI de 1997, ambos com suas vantagens e desvantagens.

2.1 Sistema Financeiro da Habitação – SFH

O Sistema Financeiro da Habitação foi criado no contexto do golpe e do governo militar, imposto em abril 1964. O novo governo dá início ao Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), com o compromisso de retomar o desenvolvimento econômico e reduzir as pressões inflacionárias, segundo Lara Resende (2014). Três “normas básicas” norteavam o programa desinflacionário:

- (i) contenção dos déficits governamentais, através do corte das despesas não prioritárias e racionalização do sistema tributário;
- (ii) crescimento dos salários reais, proporcionais ao “aumento de produtividade e à aceleração do desenvolvimento”;
- (iii) política de crédito às empresas “suficientemente controlada, para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos (Lara Resende, 2014, p. 199).

Em relação ao item (ii), Lara Resende (2014) aponta que os sindicatos estavam cerceados pela proibição de greves em setores essenciais (e cabia ao governo julgar quais atividades eram essenciais), tornando o poder dos sindicatos, anulado. Desta forma, a correção salarial passa a ser baseada na “Circular 10”, através da qual os salários deveriam ser reajustados pelo salário médio real dos últimos 24 meses anteriores e estabelecia o princípio da anuidade dos reajustes.

Tal regra de reajuste implicou a queda dos salários reais, conforme apontado por Lara Resende (2014). O poder de compra dos salários caiu de 100% em 1964 para 89% em 1965, chegando a 71,9% em 1967. Apesar da queda dos salários reais, era necessário “compensar” a população de alguma forma para a manutenção de seu apoio.

Em 1964, o regime revolucionário que se estabeleceu, assumiu, juntamente ao poder, o compromisso de conter e reduzir as pressões inflacionárias. Mas a sua sobrevivência política dependia da capacidade de atingir este objetivo sem provocar uma depressão economicamente profunda e prolongada. Dependia também de conseguir formular projetos capazes de conservar o apoio das massas populares, compensando-as psicologicamente pelas pressões a que vinham sendo submetidas pela política de contenção salarial. BOLAFFI, 1982, p.44.

A forma encontrada pelo governo para contornar esta situação foi, segundo Bolaffi (1982), apontada por uma pesquisa feita em 1960 pelo Institute for International Social Research¹⁷, que mostrava que a casa própria era a principal aspiração da população urbana brasileira e que “havia uma elevada correlação estatística entre a propriedade da habitação e atitudes políticas conservadoras.” (BOLAFFI, 1982, p.43). Então, um programa de habitação que “compensasse” os trabalhadores e, ao mesmo tempo, servisse para atenuar as medidas recessivas decorrentes das reduções dos investimentos públicos e da contenção do crédito impostas pelo PAEG, apresentava-se como uma solução viável.

Oliveira (1982) vai mais além e afirma:

O de como a questão da habitação popular, sendo uma necessidade real, se transforma num “falso problema.” Esta falsificação corre por duas vertentes: em primeiro como a questão da habitação popular é posta num momento de crise e de mudança do regime político brasileiro, funcionando como ideologia que tenta simultaneamente

17 Pesquisa realizada por Loyd A. Free, no Brasil, em 1960, sob o patrocínio do Institute for International Social Research, citada por Bolaffi, 1982, p.43.

capturar a boa vontade das classes sociais subalternas, maiores vítimas do golpe militar de 1964, e converter-se num mecanismo de, junto com outras frentes de atividades, contribuir para retirar a economia da crise depressiva dos anos 63-67 (Oliveira, 1982, p. 16).

Azevedo (1988) concorda com o argumento de Bolaffi e Oliveira ao demonstrar como o problema da habitação poderia ser utilizado para a legitimação da política econômica que penalizava as classes sociais mais baixas.

A motivação principal para a criação do Banco Nacional da Habitação foi de ordem política. Segundo os mentores do BNH, o desempenho marcante na produção de casas populares deveria permitir ao regime militar emergente obter a simpatia de largos setores das massas que constituíram o principal apoio social do governo populista, derrubado em 1964. Nesse projeto, igualmente encontrava-se implícita a ideia de que a casa própria poderia desempenhar um papel ideológico importante, transformando o trabalhador de contestador em “aliado da ordem” (Azevedo, 1988, p. 109).

Assim, o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foi criado em 1964, através da Lei Nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Uma das inovações foi o estabelecimento do mecanismo da correção monetária nos contratos imobiliários. Outros aspectos desta lei: a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), das Sociedades de Crédito Imobiliário, das Letras Imobiliárias e do Serviço Federal de Habitação e Urbanismo, além de outras providências.

Art. 1º O Governo Federal, através do Ministro de Planejamento, formulará a política nacional de habitação e de planejamento territorial, coordenando a ação dos órgãos públicos e orientando a iniciativa privada no sentido de estimular a construção de habitações de interesse social e o financiamento da aquisição da casa própria, especialmente pelas classes da população de menor renda (BRASIL, Lei Nº 4.380, 1964, sem grifo no original).

A lei começa, em seu artigo primeiro, definindo a “população de menor renda” como prioritária do SFH, talvez não pela necessidade de combater o déficit habitacional e sim, para legitimar o regime militar e “garantir ao governo maior respaldo popular, através do discurso de acesso à casa própria” (Azevedo, 1988, p.108).

Oliveira (2014) aponta que o SFH atenderia a quatro segmentos econômicos:

O segmento popular (para famílias de até três salários-mínimos e depois até cinco salários-mínimos) seria atendido pelas COHABs (companhias de habitação a nível municipal ou estadual). O segmento econômico (para famílias com renda familiar de três a seis salários mínimos, faixa ampliada posteriormente) foi atendido por cooperativas habitacionais (associações sem fins lucrativos que se formam a partir de categorias profissionais e são intermediárias entre os mutuários e o BNH). O segmento médio visava a atender famílias com renda mensal acima de seis salários mínimos, e nele atuavam principalmente agentes privados (Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimo) que formam o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e atendem à chamada classe média e também seus setores de construção de luxo, que formariam o segmento superior (Oliveira, 2014, p. 38).

A instituição da correção monetária nos contratos imobiliários foi a forma encontrada pelo governo para viabilizar a capitalização de um fundo de longo prazo que financiasse o setor da construção civil em uma economia cronicamente inflacionada. Conforme Santos (1999), o sistema anterior concedia empréstimos a valores nominais fixos, o que beneficiava os mutuários, mas que, por outro lado, inibia a aplicação da poupança voluntária nesse mercado. Bolaffi (1982) atribui a este fator e também à inexistência de “um mercado de capitais consistentemente estável para se constituir no refúgio tranquilo e seguro para a poupança dos investidores” (BOLAFFI, 1982, p. 59) e a razão para que a propriedade imobiliária assumisse a primazia na constituição e preservação do patrimônio assim como apontado por Smolka:

Assim, por exemplo, a distribuição desigual de propriedade fundiária no Brasil, aliada à fragilidade dos mercados financeiros, gerou uma situação em que a terra tem sido particularmente privilegiada como reserva de valor. (Smolka, 1979, p.9)

Desta forma, além de não haver recursos suficientes para o financiamento imobiliário, existia também uma demanda extra por imóveis, como forma de investimento e preservação de valores. Tal fato inflacionava os valores, uma vez que ao adquirir um imóvel para “especulação” ou “proteção”, ele não só reduzia a oferta desse, como aumentava sua demanda.

2.1.1 A Institucionalização da Correção Monetária

Através da instituição da correção monetária pela criação de uma “moeda forte imobiliária (unidade-padrão de capital, UPC)” (Azevedo, 1988, p. 110) pretendia-se contornar a escassez de oferta de fundos de longo prazo, como forma de financiamento do setor habitacional. Por outro lado, esperava-se que surgiriam novas formas seguras para a preservação e a ampliação das poupanças familiares.

O Sistema Financeiro de Habitação, concebido em 1964, partiu do pressuposto de que o Brasil padecia de um foco crônico de instabilidade, a inflação. Uma inflação anual de dois dígitos mais ou menos moderada, mas de qualquer forma, incompatível com um mercado de hipotecas a juros nominais fixos. A solução foi a introdução da correção monetária, mas com uma hipótese subjacente: a de que o sistema conseguiria captar recursos a juros reais de 6% ao ano (Simonsen, 1991, p. 24).

Apesar da remuneração de 6% ao ano, além da UPC¹⁸ significou, segundo Simonsen (1991), taxa de juros reais igual a zero, no período entre 1964 e 1989. Isso porque o índice da correção monetária (UPC) utilizado neste período, nas cadernetas de poupança, cobriu apenas 25% da inflação capitada pelo IGP da Fundação Getúlio Vargas. Não obstante, segundo o mesmo autor, a captação das cadernetas de poupança se mostrou robusta, devido a fatores como o acolhimento de pequenos depósitos e a garantia do governo em relação a elas.

2.1.2 Banco Nacional da Habitação

No capítulo IV da Lei Nº 4.380, é regulamentada a criação do Banco Nacional da Habitação. O artigo 16 vincula-o ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica de Direito Público, patrimônio próprio e autonomia administrativa, além de gozar de imunidade tributária. Em dezembro de 1971, através da Lei Nº 5762, este banco é transformado de autarquia em empresa

18 A Unidade Padrão de Capital (UPC) era corrigida no primeiro dia de cada trimestre civil com base na variação mensal acumulada do valor nominal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)

pública. Já no artigo 17, define-se que o BNH se apresenta como um órgão orientador, disciplinador e de assistência financeira. “O BNH, desde a sua constituição, apresentou a lógica de que todas as suas operações tivessem a orientação de transmitir as suas funções para a iniciativa privada.” (BOTEGA, 2000, p. 68). Desta forma, o artigo 17 estabelece suas finalidades:

- I - orientar, disciplinar e controlar o sistema financeiro da habitação;
- II - incentivar a formação de poupanças e sua canalização para o sistema financeiro da habitação;
- III - disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado nacional de capitais;
- IV - manter serviços de redesconto e de seguro para garantia das aplicações do sistema financeiro da habitação e dos recursos a ele entregues;
- V - manter serviços de seguro de vida de renda temporária para os compradores de imóveis, objeto de aplicações do sistema;
- VI - financiar ou refinanciar a elaboração e execução de projetos promovidos por entidades locais de conjuntos habitacionais, obras e serviços correlatos;
- VII - refinanciar as operações das sociedades de crédito imobiliário;
- VIII - financiar ou refinanciar projetos relativos à instalação e desenvolvimento da indústria ...(Vetado)... de materiais de construção e pesquisas tecnológicas necessárias à melhoria das condições habitacionais do país...” (BRASIL, Lei Nº 4.380, 1964).

Apesar do objetivo declarado da criação do BNH ser o orientador e indutor de políticas habitacionais para a redução dos déficits de moradias, segundo Oliveira “aquilo que o BNH realmente é: uma espécie de banco central da indústria da construção civil, inclusive estendendo hoje seus tentáculos para obras urbanas e não apenas para a construção residencial” (1982, p.18). Azevedo (1988) concorda com Oliveria (1982), atribuindo ao BNH o papel de agente dinamizador do setor imobiliário nacional.

A criação do BNH, além de colaborar na legitimação da nova ordem política, previa inúmeros efeitos positivos na esfera econômica: estímulo à poupança; absorção, pelo mercado de trabalho de um maior contingente de mão-de-obra não- qualificada; desenvolvimento da indústria de material de construção; fortalecimento, expansão e diversificação das empresas de construção civil e das atividades associadas a empresas de incorporações, escritórios de arquitetura, agências imobiliárias etc (Azevedo, 1988, p. 109).

Com a criação do SFH, em agosto de 1964, o BNH passou a ser considerado como “órgão central, normativo e financiador do SFH” (Royer, 2009, p. 46). Estabeleceu-se como aporte inicial “um montante de 1 bilhão de cruzeiros antigos¹⁹ e mais um crescimento garantido pela arrecadação compulsória de 1% da folha de salários sujeitos à Consolidação das Leis Trabalhistas do país.” (Botega, 2007, p. 61). Em dezembro do mesmo ano, foi editada a Lei 4.591, que dispõe sobre condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias, disciplinado em seu artigo primeiro:

Art. 1º As edificações ou conjuntos de edificações de um ou mais pavimentos, construídos sob a forma de unidades isoladas entre si, destinadas a fins residenciais ou não-residenciais, poderão ser alienadas, no todo ou em parte, objetivamente considerados, e constituirá, cada unidade, propriedade autônoma, sujeita às limitações desta Lei (Lei 4.591, 1964).

No mesmo artigo, disciplinaram-se as atividades de incorporação imobiliária, que em seu artigo 28 definiu a incorporação imobiliária como “a atividade de promover e realizar construções, para alienação total ou parcial de edificações compostas de unidades autônomas.” O incorporador pode ser tanto pessoa física ou jurídica (artigo 29). Já no artigo 30, “Estende-se a condição de incorporador aos proprietários e titulares de direitos aquisitivos que contratem a construção de edifícios que se destinem à constituição em condomínio, sempre que iniciarem as alienações antes da conclusão das obras”.

2.1.3 Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS)

O período inicial de implantação e estruturação do BNH foi uma fase caracterizada por falta de recursos, que dificultava a implantação dos programas (Oliveira, 2014, p.37). Com objetivo de contornar esta limitação, em 13 de setembro de 1966 é promulgada a LEI Nº 5.107, que cria o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), constituído pelos saldos das contas

¹⁹ Aproximadamente 45 milhões de reais em valores de outubro de 2021.

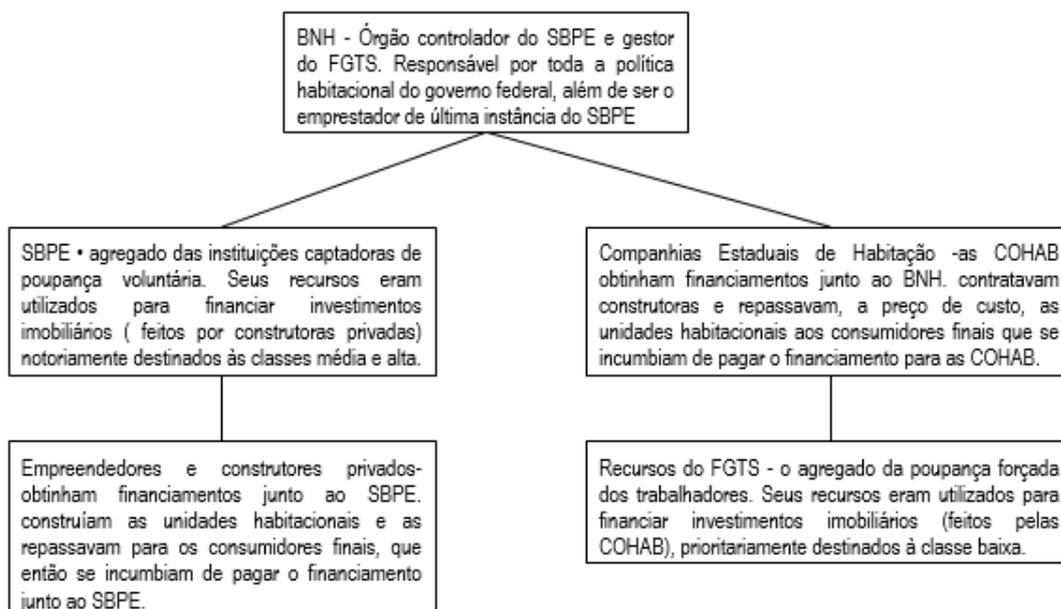
vinculadas, formadas pela contribuição mensal, no valor de 8% das remunerações, em conta vinculada pelos empregadores em nome dos trabalhadores.

O FGTS apresenta um duplo papel. Além de ser uma fonte de recursos para o financiamento de programas habitacionais populares, saneamento básico e de infraestrutura urbana, de certa forma, apresenta-se como um pecúlio capaz de garantir ao trabalhador uma indenização pelo tempo de serviço, nos casos de demissão sem justa causa e também formar uma reserva financeira para sua aposentadoria ou por seus dependentes, quando o empregado falecer. A remuneração do FGTS era de 3%, além da correção inflacionária, ou seja, metade do rendimento das cadernetas de poupança. Segundo Oliveira, “Mas o que raramente é percebido é como a criação dos mecanismos de instrumentalização do Banco Nacional da Habitação, principalmente o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, é realmente uma tributação do Estado sobre as classes trabalhadoras” (Oliveira, 1982, p. 16). Posteriormente, em 1968, houve a inclusão dos trabalhadores avulsos na Lei nº 5.107, através da Lei nº 5.480. A importância do FGTS para o financiamento da habitação é apontada por Bolaffi:

Com efeito, os recursos não inflacionários que poderiam estimular a construção civil originaram-se, principalmente, do FGTS — Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. Embora implicando em um ônus de 8 por cento sobre o total dos salários pagos, a criação do FGTS praticamente não onerou as empresas privadas, pois libertou-as das reservas necessárias para o pagamento das indenizações compulsórias. Assim, o novo mecanismo criado teve para o setor privado, na pior das hipóteses, efeitos ligeiramente negativos, mas perfeitamente toleráveis, na redução do capital de giro. E, se esses efeitos existiram, foram amplamente compensados, quer pelos benefícios nas relações trabalhistas, quer pela repercussão favorável sobre a conjuntura econômica, do reinvestimento dos recursos arrecadados (BOLAFFI, 1982, p. 46-47).

A partir de 1968, o SFH contava com duas importantes fontes de financiamento: os recursos oriundos da captação das letras imobiliárias e das cadernetas de poupança, através do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), além dos recursos do FGTS. Santos (1999) divide o SFH em dois subsistemas (baseados nas suas principais fontes de recursos): o SBPE e o FGTS. Conforme a Figura 23,

Figura 23: Subdivisões do Sistema Financeiro da Habitação



Fonte: Santos, 1999, p.12

Recursos do FGTS

Com a supervisão e gerenciamento do Banco Nacional de Habitação (BNH), as Companhias de Habitação (COHAB's) e as Cooperativas Habitacionais (COOPHAB's) destinavam seus financiamentos às camadas mais pobres da população (até seis salários mínimos). Para tanto, contava inicialmente com recursos a fundo perdido sob a forma de 1% da folha de pagamento de todos os empregados sujeitos ao regime da CLT. Como o déficit habitacional era muito grande, os recursos mostraram-se insuficientes, o que levou o governo, em 1966, a criar o FGTS, já discutido anteriormente.

No âmbito dos recursos do FGTS, inicialmente os financiamentos se subdividiam em dois planos. O "Plano A" era destinado ao financiamento de habitações cujos valores fossem inferiores a 75

salários-mínimos. Os saldos devedores eram corrigidos trimestralmente, de acordo com as UPCs, enquanto as prestações sofriam ajustes anuais com base na variação do salário-mínimo. Com a política de arrocho salarial, surgiu uma situação em que o salário-mínimo crescia a taxas inferiores às das ORTNs, fazendo com que houvesse um descasamento entre o valor das parcelas e o saldo devedor. Apesar do mutuário pagar mensalmente suas prestações, no final de um ano, ele se deparava com um saldo devedor, em termos nominais, ainda maior. A fim de atenuar esta barreira, instituiu-se que os prazos originais poderiam ser prorrogados desde que não excedessem no máximo, 300 meses.

O “Plano B” apresentava correção monetária simultânea, no entanto, diante da pressão da opinião pública, os financiamentos eram reajustados trimestralmente, ao passo que os salários, anualmente. Os mutuários deste plano durante o ano arcavam com o aumento das prestações, o que pressionava cada vez mais o orçamento doméstico. No ano seguinte, os reajustes salariais ficavam aquém da correção monetária e estavam vinculados ao financiamento. Ainda, o mutuário teria que suportar os aumentos trimestrais. O BNH, diante da pressão da sociedade, decidiu em 1967, estender o limite do Plano A para 500 salários-mínimos. Por outro lado, foi criado o “Plano C”, com reajustes do saldo trimestrais, mas com reajustes anuais das prestações. Desta forma, ampliou-se o acesso a este regime inconsistente de financiamento a faixas de rendas mais elevadas. A compressão dos salários aumentou a inadimplência das camadas populares, deteriorando a situação financeira das Cohab. “Consequentemente, a política escolhida, no início dos anos 1970, para reduzir os riscos de crédito das Cohab foi reduzir os investimentos focados nas populações de baixa renda e aumentar as operações para a classe média” (Aguilar, 2014, p. 34).

Daí, não sendo nada surpreendente que a ação do Banco Nacional de Habitação se desloque de sua pretensa intencionalidade de resolver a questão da casa popular, para transformar-se num poderoso mecanismo de acumulação, cuja realização das mercadorias produzidas somente poderia ser feita, encontrando em outras classes sociais de rendas mais altas, o seu mercado (Oliveira, 1982, p.17).

2.1.4 SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

Os recursos do SBPE podem ser divididos entre a captação das cadernetas de poupança e dos títulos imobiliários que eram geridos pelas caixas econômicas federais e estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo, com o objetivo de financiar projetos habitacionais voltados aos setores de renda média.

As Sociedades de Crédito Imobiliárias – SCIs

As Sociedades de Crédito Imobiliárias (SCIs) são instituições financeiras, constituídas na forma de Sociedades Anônimas, especializadas no financiamento habitacional, seja na abertura de crédito para a compra ou construção de casa própria, seja no financiamento do capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras ou distribuidoras de materiais de construção. A Lei Nº 4.380 de 1964 disciplina as SCIs no capítulo V, artigos 35 a 43.

As Letras Imobiliárias

As Letras Imobiliárias são títulos emitidos por SCIs e que conferem aos seus titulares o direito de recebimento dos valores aplicados, acrescidos de juros (limitados a 8% a.a.) e correção monetária. As SCIs vendem as Letras Imobiliárias a investidores que ao receberem os recursos, devem direcioná-los ao financiamento habitacional, apresentado no parágrafo anterior. As Letras Imobiliárias também estão regulamentadas na Lei Nº 4.380 no capítulo VI, artigos 44 a 53.

O Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS

O desequilíbrio entre a correção do saldo devedor e das prestações deu origem ao Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS. Trata-se de um fundo público de natureza contábil e financeira, criado no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação-SFH, pela Resolução

nº 25, de 16/06/1967, com a finalidade de garantir o limite de prazo para amortização da dívida dos mutuários, decorrentes de financiamentos habitacionais. Este fundo contava com um capital inicial de NCR\$ 10.000.000,00 (dez milhões de cruzeiros novos)²⁰, além das receitas da taxa de contribuição (equivalente a “uma” prestação de amortização e juros da dívida garantida, paga no ato de inscrição) e dos rendimentos líquidos dos seus recursos e das suas operações.

O artigo 19, alínea "a" dispõe sobre os saldos credores ou devedores do financiamento:

a. para as operações incluídas nos Planos "A" e "C": findo o prazo previsto neste contrato, será apurado o saldo devedor ou credor, porventura existente e resultante da correção trimestral dos saldos devedores com base nas Unidades Padrão de Capital do Banco Nacional da Habitação e do reajustamento das prestações com base nas variações salariais:

I - se o saldo for credor, será imediatamente devolvido ao financiamento, acompanhado da correção monetária trimestral e dos juros a que tiver direito;

II - se o saldo for devedor, prosseguirá o pagamento do mesmo, que vinha sendo feito limitando o número de prestações adicionais a 50% do número inicialmente previsto no contrato, por força da utilização do Fundo de Compensação das Variações Salariais;

III - caso o financiado deseje liquidar, antecipadamente, total ou parcialmente, a dívida, será apurado o saldo devedor, corrigido no momento da liquidação (BNH, 1967).

2.1.5 Evolução do Sistema Financeiro da Habitação

Em novembro de 1969, através da RC Nº 36/69, a fim de atender às reclamações relativas à incerteza do número de prestações dos mutuários e ao crescimento dos saldos devedores nominais devido à inflação, criou-se o Plano de Equivalência Salarial (PES). Desta forma, o

²⁰ O que seria equivalente em outubro de 2021 a aproximadamente R\$ 167.000.000,00 (cento e sessenta e sete milhões de reais).

número de prestações passou a ser fixo (igual ao pactuado no contrato) e caso houvesse débito remanescente, no final do contrato, o FCVS quitaria o débito. Em contrapartida, os mutuários não contribuiriam mais com o valor de uma prestação inicial, mas com um Coeficiente de Equiparação Salarial (CES) aplicado às prestações mensais, cujos valores seriam periodicamente fixados pelo BNH. Segundo Simonsen, uma “sobreprestação mensal” (1991, p. 26).

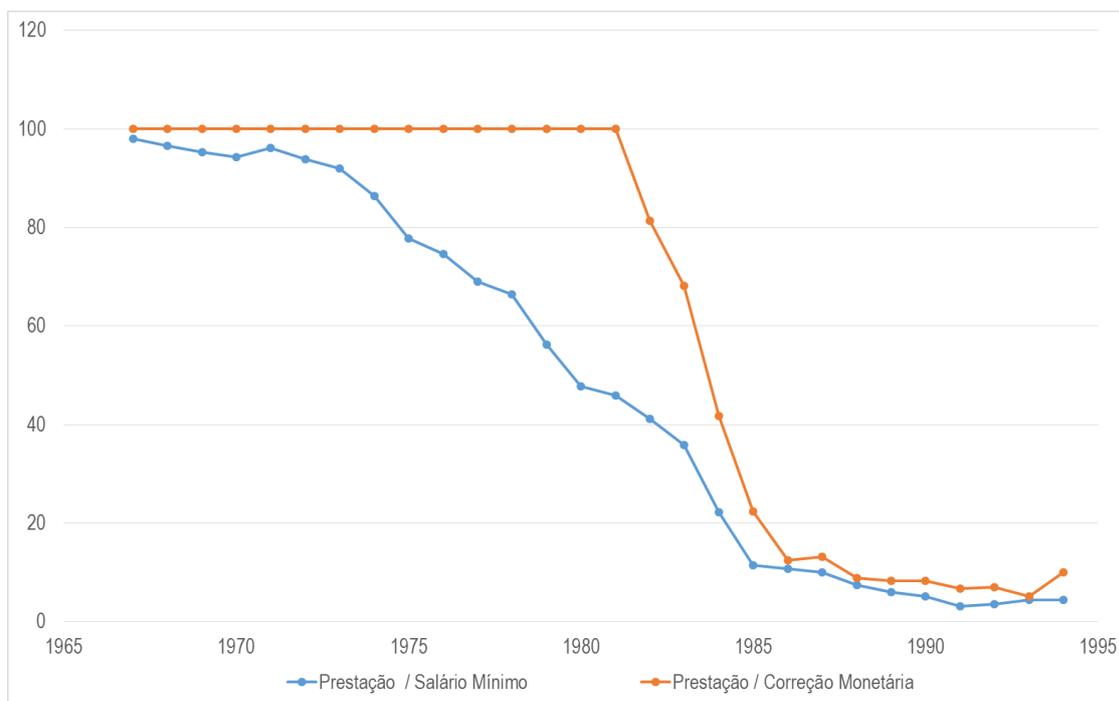
O fato de ter sido fixado o número de prestações criou, por outro lado, a necessidade de ser definido um saldo devedor, para fins contábeis, que representasse, a cada momento, o valor atual das prestações futuras. Tal saldo devedor, que denominaremos de “saldo PES”, e que era o saldo cujo valor seria fornecido ao mutuário, foi estabelecido, de acordo com o item 7 da RC N° 36/69, como sendo igual ao produto entre o valor atual das prestações vincendas e o inverso do valor então vigente do coeficiente de equiparação salarial. Deste modo, o PES, ao menos até julho de 1977, quando entraram em vigor modificações estabelecidas pela RC N° 01/77, caracterizou-se pela esdrúxula peculiaridade de apresentar dois distintos saldos devedores: um real, de acompanhamento interno e calculado, recursivamente, de acordo com o efetivamente pago e o outro, uma ficção contábil, função das prestações contratuais ainda a pagar (de Faro, 1985, p. 61).

Segundo Simonsen, “sem o Plano de Equivalência Salarial, o Sistema Financeiro de Habitação dificilmente teria deslanchado” (1991, p. 26). Por outro lado, era preciso garantir recursos ao FCVS que permitissem a quitação dos saldos devedores remanescentes no final de cada contrato. Segundo o mesmo autor, “a saúde do Plano de Equivalência Salarial dependia de dois requisitos: a) certa folga no cálculo do Fator de Equivalência Salarial; b) a contenção das taxas de inflação dentro de limites que não incompatibilizassem os prazos de correção dos saldos devedores com o das prestações” (1991, p. 27).

Até o início da década de 1980, o FCVS funcionou bem. Com a aceleração da inflação, a situação era contornada com encargos adicionais ao FCVS. Contudo, as medidas de controle inflacionário que incluíam, entre outras medidas, o arrocho salarial, levaram ao aumento da inadimplência. Em 1984, mais da metade dos mutuários se tornaram inadimplentes (Gráfico 13), bem como das contestações judiciais coletivas, através de associações de mutuários, levaram o BNH a conceder uma série de benefícios através de renegociações que diminuiriam o reajuste das prestações. O resultado pode ser visualizado no Gráfico 12, onde são calculados três números índices: a) Variação anual acumulada do salário-mínimo (base: mês de maio), b)

Correção monetária anual acumulada pela variação da UPC (base: mês de julho) e c) Índice anual acumulado para mutuários de contratos²¹. Em seguida, dividimos os índices da prestação pelo índice da correção monetária (linha laranja) e o índice da prestação pelo salário-mínimo (linha azul).

Gráfico 12: Comparação da valorização acumulada dos valores das prestações do BNH



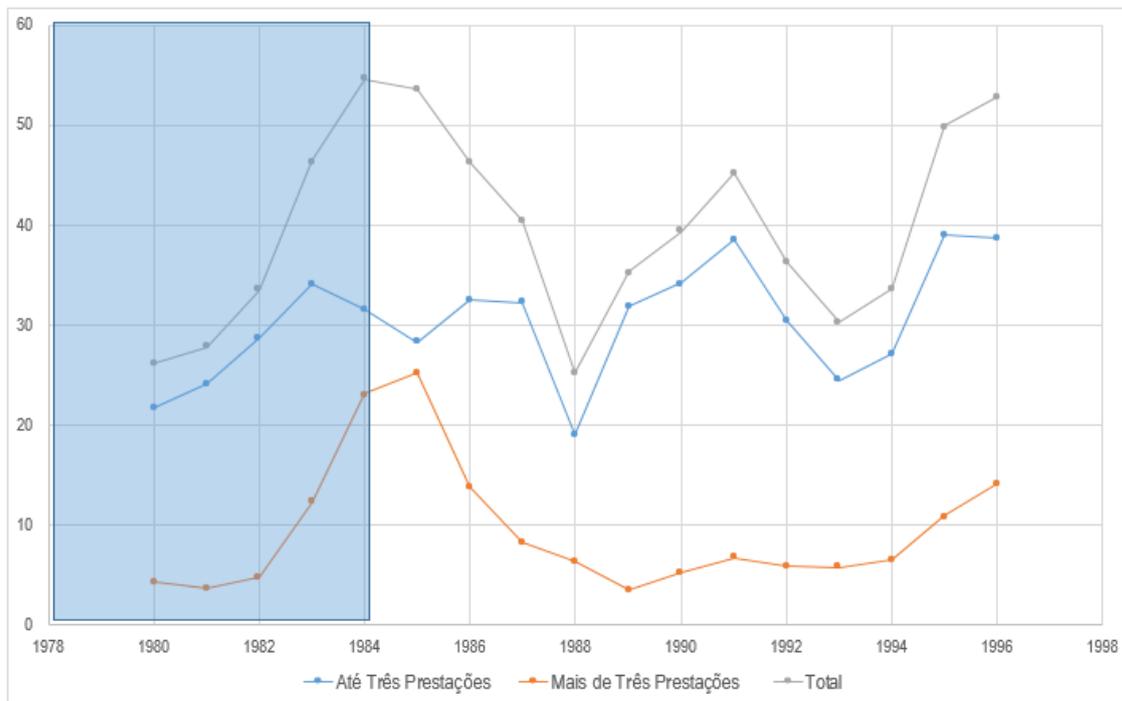
Fonte: Fonte: Abecip 1994, p.23, para os anos de 1967 e 1968 o reajuste do salário-mínimo foi obtido no site IPEADATA. Elaboração própria.

Percebe-se claramente que até 1981, o reajuste da prestação acompanhou a correção monetária e se compararmos com o salário-mínimo, percebemos que este foi reajustado em valores superiores ao da correção dos valores das prestações. Segundo Azevedo (2007), quando da implantação da “Nova República”, em 15 de março de 1985, a situação no setor habitacional apresentava, resumidamente, as seguintes características: “baixo desempenho social, alto nível de inadimplência, baixa liquidez do sistema, movimentos de mutuários organizados nacionalmente e grande expectativa de que as novas autoridades pudessem

21 índice anual para mutuários de contratos com reajuste em julho, sendo: - até 1982: UPC; - de 1983 a 1984: opção por 80% do S.M.; - em 1985: opção por 112%; - após 1985: reajuste para data-base maio, aplicado 2 meses após, sem revisão de índice.

resolver a crise do sistema sem a penalização dos mutuários.” (p. 15) O Gráfico 13 apresenta a evolução da taxa de inadimplência do SFH em relação ao total de financiamentos.

Gráfico 13: Evolução da taxa de inadimplência do SFH no período 1980/1996



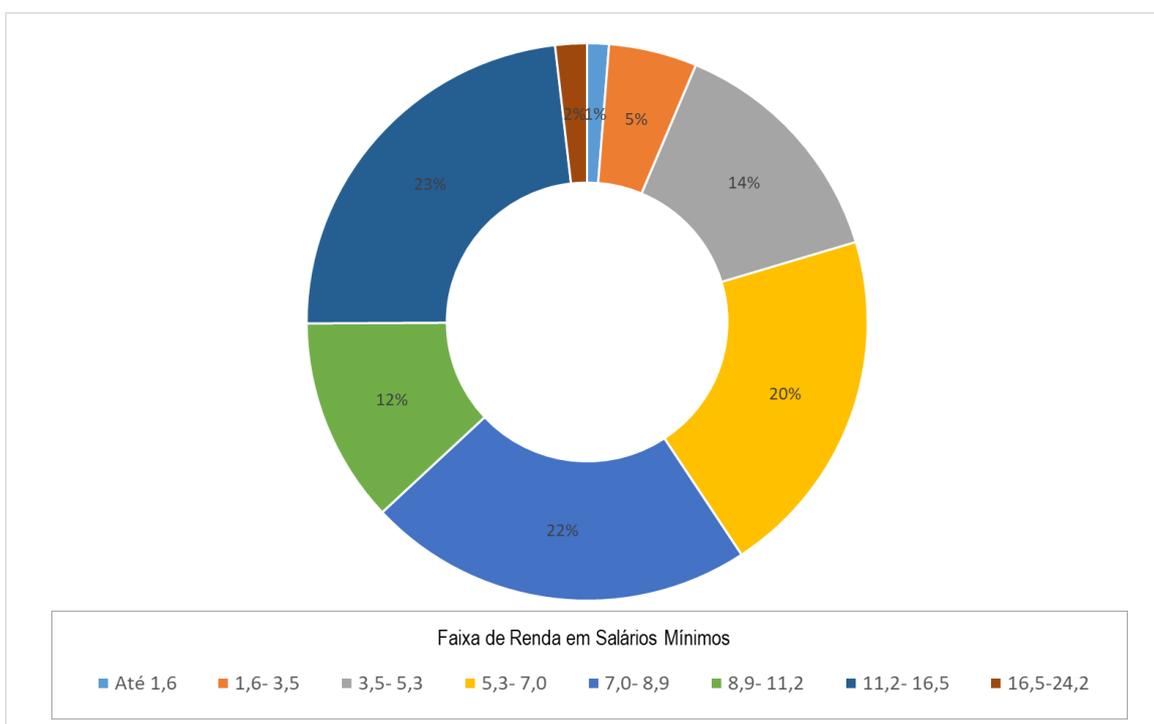
Fonte: Gonçalves, 1997, p. 53. Elaboração própria.

Os desequilíbrios do FCVS, segundo ABECIP (1995), começam pelo subdimensionamento do CES e na criação do “salário-mínimo habitacional”, sobreajustando as parcelas no período de 1973 a 1982, o que pode ser visualizado na linha cinza do gráfico 13 (parte hachurada em azul). No período de 1983-1984, o reajuste se deu em torno de 80% do salário-mínimo, aprofundando ainda mais a defasagem. Em 1985, o índice de reajuste de 246% foi substituído por um índice de 112%. A situação amplificou-se com o Plano Cruzado, que ao reajustar as prestações pelo valor médio real das doze últimas prestações, conforme regulamentação através das RC 59/86 e RD 61/86 do BNH, fez com que os valores das prestações fossem reduzidos e posteriormente congelados por um ano. Esta medida lançou no fundo um rombo que Simonsen (1991) estima numa faixa entre 20 a 30 bilhões de dólares. “O resultado de toda essa pseudo-generosidade é bem conhecido. Os mutuários do SFH hoje pagam prestações irrisórias, na faixa de 5% a 10% dos aluguéis de imóveis correspondentes” (Simonsen, 1991, p. 28). Royer (2009), além destes fatores, aponta outros:

Também a queda acentuada dos salários e a alta inadimplência daí decorrente, a expressiva queda de arrecadação do FGTS, originada principalmente por redução de salários, desemprego, saques elevados das contas do fundo e crescente informalização da economia, tiveram importância na derrocada do equilíbrio econômico-financeiro do BNH (Royer, 2009, p. 58-59).

Albuquerque (1986) apresenta dados sobre a proporção dos recursos por faixa de renda. Conforme Gráfico 14, podemos verificar que mais de 80% dos recursos dos financiamentos do SFH no terceiro trimestre de 1983, eram destinados à faixa de renda superior a cinco salários-mínimos. Isso demonstra que houve transferência de renda em favor das classes de melhor poder aquisitivo.

Gráfico 14: Financiamentos do SFH, por faixa de renda em 1983



Fonte: Albuquerque, 1986, p.94. Elaboração própria

A simples descrição dessas medidas, que se traduziram em verdadeiras benesses para os mutuários, (...), é suficiente para que se possa ter uma ideia do imenso impacto sobre o FCVS. Significa dizer que uns poucos privilegiados, os mutuários do BNH irão impor um pesado ônus à sociedade como um todo (de Faro, 1990, p. 12).

Como resultado das crises econômicas do final da década 1970 e de 1980, quando o arrocho salarial e o desemprego comprometeram a capacidade dos mutuários, somados à elevação da inflação que pressionava os saldos devedores, as seguidas alterações nas regras da correção monetária assim como a concessão de subsídios aos mutuários do SFH culminaram, em 22 de novembro de 1986, com o Decreto-Lei nº 2.291 que extinguiu o Banco Nacional de Habitação (BNH). Tal medida provocou reestruturação no Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Segundo o decreto, a Caixa Econômica Federal tornou-se encarregada da administração do passivo, ativo, do pessoal e dos bens do BNH e a gestão do FGTS. O Ministério do Desenvolvimento Urbano ficou responsável pela formulação da política habitacional e desenvolvimento urbano. Ao Conselho Monetário Nacional coube orientar, disciplinar e controlar o SFH. Finalmente, o Banco Central assumiu a fiscalização das instituições financeiras que integram o sistema, além da elaboração das normas relativas à poupança. Segundo Azevedo, “A maneira como o governo incorporou o antigo BNH à Caixa Econômica Federal tornou explícita a falta de proposta clara para o setor” (2007, p. 16.), sendo que os problemas anteriores não foram tratados, constituindo “... a pura desarticulação institucional do Banco” (p. 16), agravando os problemas existentes.

Segundo Guerreiro (2015), a incorporação do BNH pela Caixa representa “um desmanche da estrutura institucional pública na esfera federal, que perde sua capacidade técnica e produtiva (...). O entendimento da habitação como direito e responsabilidade estatal se transforma a partir da lógica bancária da CEF” (p.2).

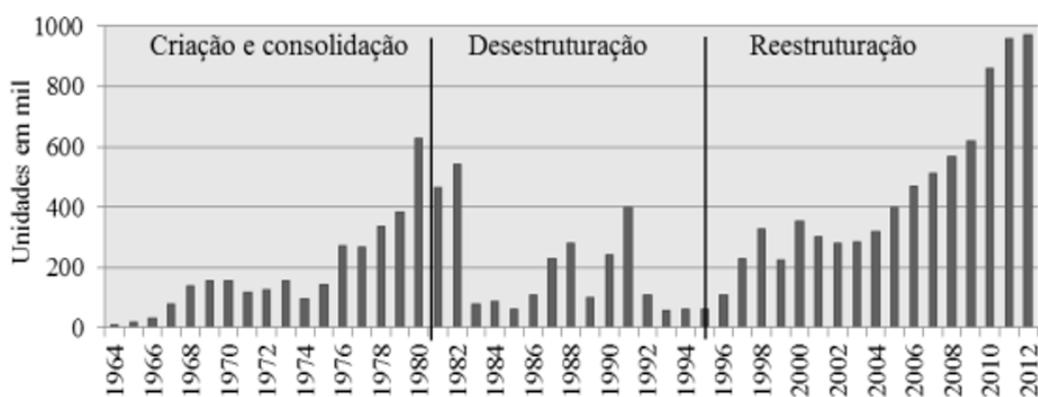
No entanto, o rombo do FCVS continuou aumentando em 1987 com o Plano Bresser que congelou temporariamente as prestações. Em 1989, o Plano Verão congelou novamente as prestações com o expurgo das URPs de dezembro de 1988 e janeiro de 1989. O Plano Collor retirou do cálculo das prestações o IPC de 84% relativos a fevereiro de 1990. Novamente o Plano Collor 2 (1991), devido à falta de uma política salarial, defasou ainda mais o valor das

prestações e dos saldos devedores. Estes “subsídios” aumentaram o descasamento entre o passivo (poupadores do SBPE e FGTS) e o ativo (as prestações dos mutuários) do SFH, aumentando o rombo do FCVS.

Os problemas que o sistema vinha enfrentando nos últimos anos e que culminaram com a extinção do BNH podem ser facilmente ilustrados pela desaceleração no número de unidades habitacionais construídas com recursos do FGTS. Em apenas um ano, 1980, chegaram a ser financiadas 366 mil habitações. No ano passado, mal chegaram a 25 mil. O total de habitações financiadas com recursos do FGTS até 1985 foi de 2 milhões e 500 mil (Brasil, 2009a, p.39).

Por outro lado, este rombo implicou a queda imediata do número de unidades financiadas, alargando ainda mais o déficit habitacional, retraindo a construção civil e reduzindo empregos. Aguiar (2014) chama o período de 1981 a 1995 de período de “desestruturação”. Segundo Ministério das Cidades (2004), “a utilização dos recursos do FGTS em quantidade que superava suas reais disponibilidades financeiras afetou as possibilidades de expansão do financiamento habitacional, levando a sua suspensão temporária” (p. 10). Conforme o gráfico 15, proposto por Aguiar (2014), percebe-se que durante o período de “Desestruturação”, temos baixos níveis de financiamentos, além de uma tendência de estagnação.

Gráfico 15: Unidades habitacionais financiadas - FGTS E SBPE



Fonte: Aguiar, 2014, p.28

Os governos Collor e Itamar Franco, preocupados com a estabilização econômica, deixaram a política habitacional em segundo plano, não se preocupando muito com a crise estrutural do

SFH. Segundo Azevedo, “O Plano de Ação Imediata para a Habitação (PAIH), lançado em maio de 1990 e apresentado como medida de caráter emergencial, se propunha a financiar em 180 dias, cerca de 245 mil habitações” (2007, p. 19). Todavia, o prazo inicial de 6 meses foi alongado para 18 meses. Segundo Santos (1999), a política habitacional do Governo Collor caracterizou-se pela má utilização dos recursos públicos.

O governo Itamar preocupou-se em aumentar a transparência e o controle social dos programas de habitação. No entanto, do ponto de vista operacional, ele se concentrou em concluir as obras inacabadas, financiadas pelo FGTS, do governo anterior. Houve também os programas Habitar Brasil e Morar Município, que atendiam à população de baixa renda, mas que funcionavam por fora do Sistema Financeiro da Habitação. Outro ponto que deve ser lembrado foi a extinção do Plano de Equivalência Salarial (PES), através da Lei 8.692, de 28 de julho de 1993, “substituindo por um plano de amortização baseado no comprometimento da renda, mas que não teve fôlego para reverter o quadro da crise institucional” (SANTOS, 1999, p. 22). Outra medida importante, apontada por Azevedo (2007), foi o esforço de obrigar os bancos a canalizarem pelo menos parte da arrecadação das cadernetas para investimentos habitacionais direcionados à classe média (Azevedo, 2007).

O Governo Fernando Henrique Cardoso foi marcado pelo Plano Real, de forma a consolidar o processo e estabilização dos preços, utilizando altas taxas de juros, para atrair poupança externa. Por outro lado, levou também à estagnação econômica, ao alto nível de desemprego e ao crescimento das dívidas externas e internas. As crises financeiras globais (1994, crise Mexicana; 1997, crise dos Tigres Asiáticos e em 1998, a Crise Russa) deixaram o país refém da fuga de capitais, reforçando a necessidade de altas taxas de juros, a fim de manter o programa de estabilização. A situação insustentável levou à crise cambial brasileira de 1999, que obrigou o país a ter de recorrer ao FMI e suas condicionantes de empréstimos. A política habitacional ficou bastante limitada, devido ao desemprego e à queda do poder de compra dos salários, resultando na retração dos saldos do FGTS e, conseqüentemente, na falta de recursos para os financiamentos imobiliários. Segundo Azevedo, o governo Fernando Henrique havia proposto para o triênio 1996-1999 a aplicação de R\$ 26,5 bilhões para beneficiar 1.394.900 famílias. A fim de viabilizar este projeto, o governo propunha:

a) continuar os esforços, visando ao saneamento do FGTS, com o objetivo de proteger os recursos dos trabalhadores, bem como ampliar a capacidade de investimento habitacional do fundo; b) securitizar a dívida do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) com os agentes financeiros e o FGTS; c) implementar novas formas de captação de recursos para o setor imobiliário, a partir de empresas de capitalização e seguros, fundos mútuos e fundações de previdência privada, entre outros” (Azevedo 2007, p.23).

Segundo Margutti (2012), a política habitacional ficou a cargo da recém-criada Secretaria de Política Urbana (Sepurb), vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. A Sepurb iniciou a elaboração da política habitacional, que, mais tarde, culminou na nova Política Nacional de Habitação – PNH. Destacam-se no Governo Fernando Henrique Cardoso os programas “Pró-Moradia”, “Habitar-Brasil” e “Morar Melhor”, este último voltado para as populações na faixa de renda de 0 a 3 salários-mínimos, tendo como prioridade o atendimento a famílias em áreas de risco ou insalubres. O Habitar-Brasil foi financiado com recursos do Orçamento Geral da União (OGU) e o Pró-Moradia pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

Santos (1999), apoiado em documentos da Sepurb, afirma que, para esta, o modelo baseado no SFH apresentava uma série de problemas e que seria necessário encontrar novas alternativas para a política habitacional, uma vez que o atual modelo se apresentava como:

(i) esgotado — em virtude das crescentes dificuldades com a captação líquida das suas fontes de recursos (notadamente o FGTS); (ii) regressivo — por ter beneficiado principalmente as camadas de renda média e média alta com elevados subsídios implícitos, pagos com recursos do erário; e (iii) insuficiente — porque durante trinta anos o SFH produziu apenas 5,6 milhões do total de 31,6 milhões de novas moradias produzidas no país. Além disso, os documentos do governo federal condenam a má utilização dos programas alternativos, culpando, entre outros fatores, a excessiva centralização da gestão desses programas pela falta de controle social dos investimentos realizados (Santos, 1999, p. 22).

A perda do dinamismo do SFH, a crise em que se encontrava o FCVS, a política neoliberal que preconizava a superioridade do mercado, a (in)capacidade de intervenção estatal, a

possibilidade de atrair poupança externa como fonte de financiamento e “a inobservância das necessidades habitacionais, somada às restrições de ordem macroeconômica adotadas no Governo FHC ...” (Souza e Hoff, 2019, p. 7) levaram o governo a propor uma nova política que considerasse as seguintes premissas:

(i) a focalização das políticas públicas voltadas para a área habitacional no atendimento das camadas populacionais de baixa renda, que, (...), concentram cerca de 85% do déficit habitacional brasileiro; (ii) a necessidade de descentralizar e aumentar o controle social sobre a gestão dos programas federais de habitação; (iii) o reconhecimento, por parte do governo, de sua incapacidade de resolver sozinho o problema habitacional do país e da necessidade de tentar melhorar o funcionamento do mercado de moradias no Brasil; e (iv) o reconhecimento de que as políticas públicas não devem negligenciar a grande parcela da população de baixa renda do país que trabalha no setor informal da economia e/ou habita em moradias informais (Santos, 1999, p. 22).

A prioridade na contenção do processo inflacionário, a situação financeira do FCVS, o déficit habitacional e a política neo-liberal dos governos da década de 1990 fizeram com que fossem lançadas as bases para a implantação do Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI, baseado na experiência norte-americana. Estes processos serviam de justificativa para a “financeirização do imobiliário” onde “a crença de que o mercado de capitais seria a grande solução para a provisão de fundos para o setor imobiliário” (Royer, 2011, p.5), apesar do SFI ser “mais propício ao financiamento imobiliário não-residencial” (Royer, 2011, p.3). O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI será tratado no item 2.2 deste trabalho, bem como a instituição do mecanismo da alienação fiduciária.

O governo Lula (2003-2010) promoveu um ponto de inflexão nas políticas de habitação no Brasil (Royer 2011, 2015; Bonduki, 2009; Aguiar, 2014; Souza e Hoff, 2019). Esta mudança de postura inicia-se com a criação do Ministério das Cidades (órgão encarregado de formular a política urbana em nível nacional e fornecer apoio técnico e financeiro a governos locais). Apesar do déficit habitacional estimado em mais de 5 milhões em 2005. Não havia um ministério específico para tratar desta questão, ora era a Casa Civil, ora o BNH, ora a CEF, ora a Sepurb. O Ministério das cidades contava com quatro secretarias: Habitação, Saneamento, Mobilidade Urbana e Programas Urbanos.

Em outubro de 2003, foi realizada a 1ª Conferência Nacional das Cidades, com 2.500 delegados eleitos num processo de mobilização social em mais de 3 mil municípios, que consolidou as bases da atuação do governo e propôs a criação do Conselho Nacional de Habitação, instalado em 2004 (Bonduki, 2009).

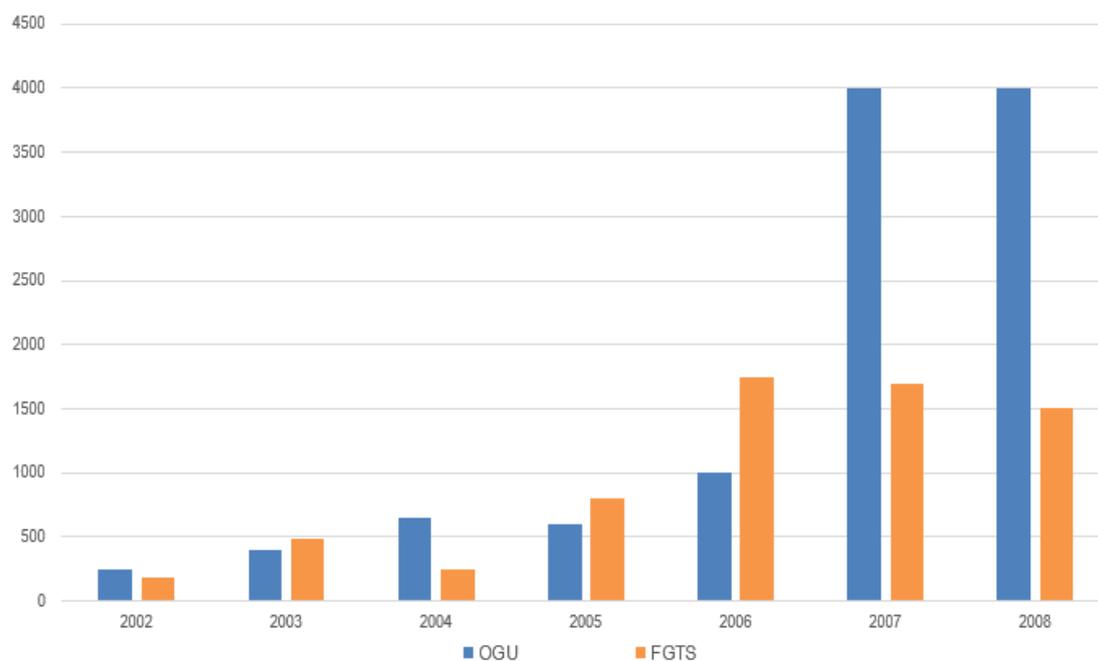
No entanto, no início do governo Lula, o Ministério das Cidades encontrou dificuldades de financiamento devido à política monetária restritiva. Neste período (2003 e 2004), prevaleceram os programas do FGTS do Governo FHC, apesar dos esforços do ministério em priorizar a população de baixa renda (Bonduki, 2009). “Somente em 2005, após a II Conferência das Cidades, foram criados o Fundo Nacional de Habitação (FNH), como um fundo orçamentário e o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS)” (Souza e Hoff, 2019 p. 8) que implicou o estabelecimento de uma estrutura institucional, com fundo, conselho e plano de habitação para possibilitar o acesso aos recursos do FNH nos estados membros (Rolnik, 2015).

O Fundo Nacional de Habitação, um compromisso histórico de Lula, reiterado na 1ª Conferência Nacional das Cidades, encontrou forte oposição na equipe econômica e apenas foi aprovado em 2005 e instalado em julho de 2006. Em vez de ser institucionalizado como um fundo financeiro, foi instituído como um fundo orçamentário, limitado a cumprir seu papel. O governo, entretanto, comprometeu-se a aportar R\$ 1 bilhão por ano para subsidiar os programas habitacionais, valor nunca alcançado anteriormente. A mesma lei instituiu o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social e exigiu de estados e municípios a criação de uma estrutura institucional, com fundo, conselho e plano de habitação, para que tivessem acesso aos recursos federais (Bonduki, 2009).

No que tange à política econômica, destacaram-se as políticas de transferência de renda. “O crescimento econômico permitiu uma significativa recuperação do emprego e a política de reajuste do salário-mínimo aumentou o poder aquisitivo da base da pirâmide salarial” (Boito & Berringer, 2013, p. 33), com reflexos nos saldos do FGTS. Além disso, destacou-se o programa Bolsa Família, destinado às famílias que se encontravam abaixo da linha de pobreza e o Benefício de Prestação Continuada, visando a idosos e a pessoas com deficiência. Em 2007, através do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), incluiu-se o programa de

Urbanização de Assentamentos Precários, que pode ser visualizado no salto dos recursos, no gráfico 16.

Gráfico 16: Evolução e tendências dos recursos não onerosos para a produção habitacional e urbanização de assentamentos precários - recursos do OGU e do FGTS (desconto) 2002-2008

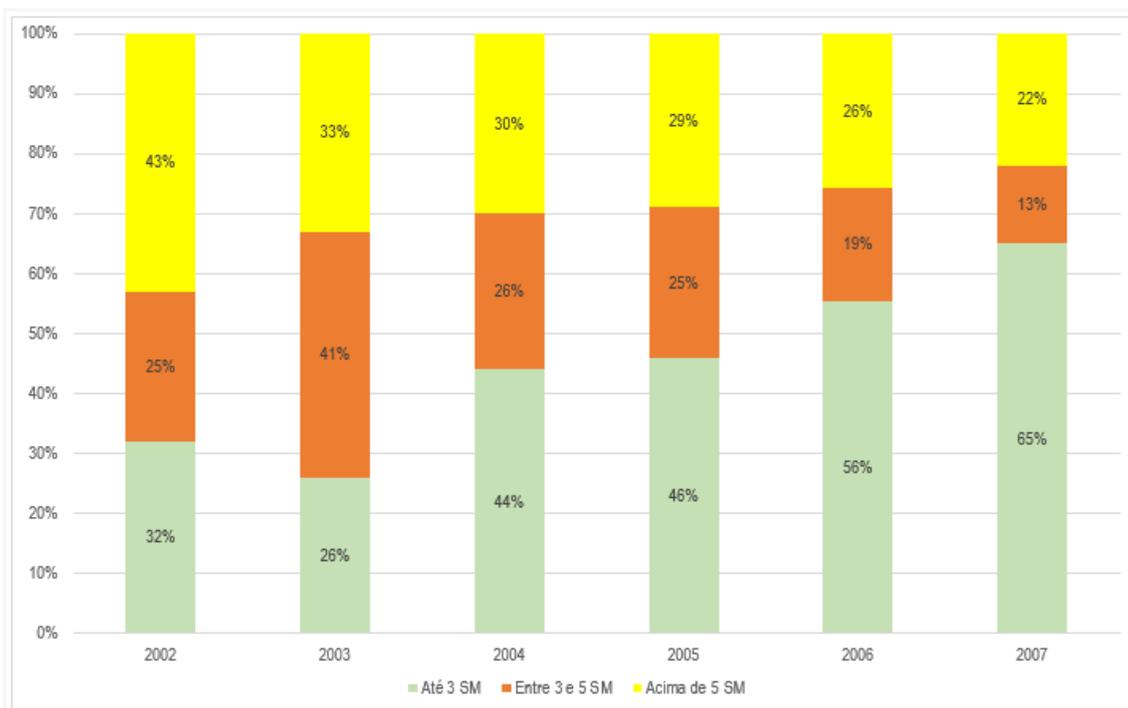


Fonte: Bonduki, 2009.

Como resultado pode-se observar, no gráfico 17, um aumento na proporção de recursos destinados as camadas mais pobres da população, em especial as que apresentam um rendimento inferior a três salários mínimos.

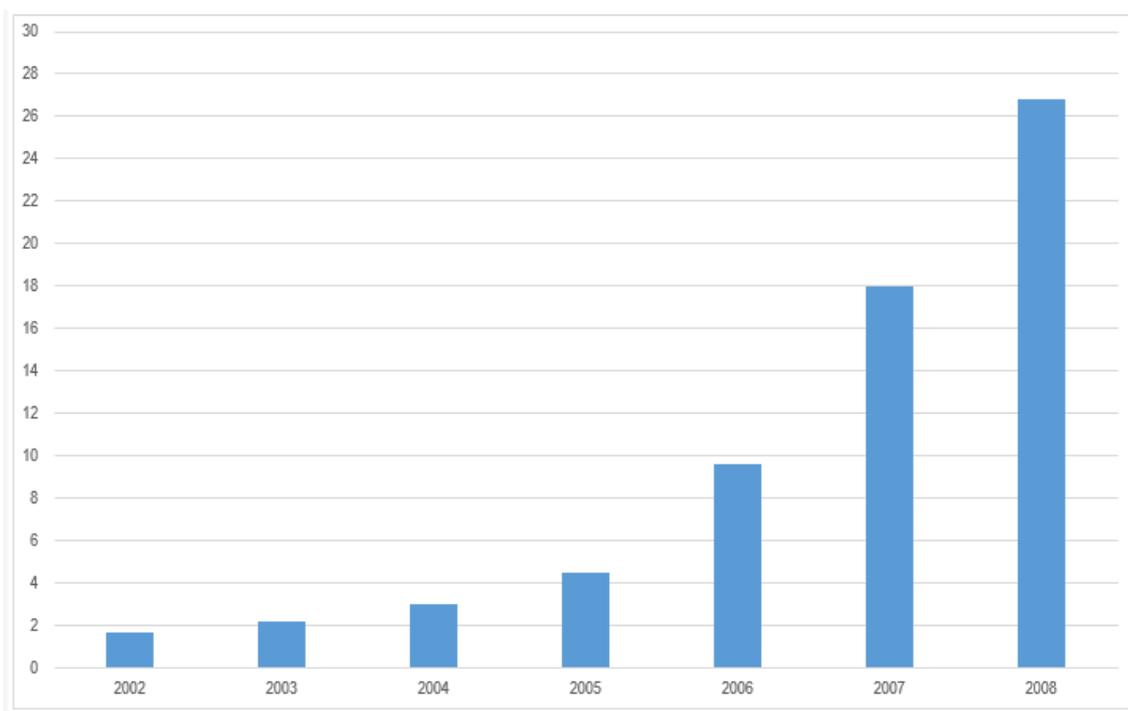
Em relação aos Recursos do SBPE destinados à habitação podemos verificar aumentos nos volumes de financiamento ao longo do período de Governo do presidente Luis Inácio da Silva

Gráfico 17: Atendimento habitacional por faixa de renda com recursos do FGTS (2002-2007)



Fonte: Bonduki, 2009.

Gráfico 18: Financiamento habitacional com recursos da poupança (SBPE) -valores contratados em milhões



Fonte: CBIC- Dados

O Programa Minha Casa Minha Vida – PMCMV

No final do segundo governo Lula, em 2009, foi criado o programa habitacional denominado “Minha Casa, Minha Vida” - PMCMV que, segundo Boito & Berringer, (2013, p. 34), rompeu com a omissão do Estado central nessa área. Segundo Rolnik (2015, 2019) e Souza & Hoff (2019), o PMCMV foi elaborado pelo governo em conjunto com empresários e investidores da construção civil, com os objetivos de promover a produção, aquisição, requalificação e reforma de unidades habitacionais, facilitando o acesso à casa própria para a população de baixa renda. Pretendia ainda fomentar o crescimento econômico, gerando empregos e renda, de forma a compensar os efeitos da crise imobiliária norte-americana.

Ao mobilizar um conjunto de medidas de estímulo à produção habitacional, mantendo o desenvolvimento dos setores imobiliário e da construção civil, o pacote foi apresentado como uma das principais ações do governo em reação à crise econômica internacional e também como uma política social de grande escala. Justificado por atender a esses dois imperativos econômicos e sociais – por um lado, a criação de empregos no setor da construção, e, por outro, a provisão de moradias – o MCMV vem corroborar a ampliação do mercado para o atendimento da demanda habitacional de baixa renda (Shimbo, 2010, p. 93).

Guerreiro afirma que “o PMCMV retomou, depois de mais de 20 anos de neoliberalismo ortodoxo e crise financeira nas contas públicas, a produção habitacional federal em escala e centralizada” (2015, p. 4). Assim como o BNH, “utiliza-se do SFH (FGTS) e de recursos orçamentários aplicados através dos mais recentes: Fundo de Arrendamento Residencial (FAR)²² e Fundo de Desenvolvimento Social (FDS)²³” (Guerreiro, 2015, p. 6). Diferentemente do BNH, o poder público não produziu mais as unidades habitacionais. Cabia ao setor privado buscar, negociar e

22 O FAR foi criado no âmbito do Programa de Arrendamento Residencial (PAR), programa que foi a base institucional do PMCMV, em 2001 (Lei nº 10.188, de 12 de fevereiro de 2001). Seu patrimônio hoje é constituído por cotas que são integralizadas pela União.

23 O FDS foi criado em 1993 e “destina-se ao financiamento de projetos de investimento de interesse social nas áreas de habitação popular”, para agentes ou setores fora da administração pública. Sua composição inicialmente contava com 11 membros, sendo 5 representantes do governo, 3 representantes dos empregadores e 3 representantes dos trabalhadores. Em 2001, esta composição foi alterada, de forma não significativa. Como fundo financeiro com cotas adquiridas no mercado, seu recurso era originalmente oneroso. Depois do PMCMV, este fundo passou a financiar os empreendimentos das Entidades, com a integralização das suas cotas pela União.

incorporar a terra, produzir e aprovar os projetos, construir e legalizar as unidades. Outra diferença em relação ao BNH foi a utilização de subsídios que, em alguns casos, podiam chegar a 90%.

O Programa Minha Casa Minha Vida, inicialmente foi projetado exclusivamente para as regiões metropolitanas e cidades com população maior do que 100 mil habitantes. Todavia, a fim de ser aprovado no congresso, o governo aceitou estender o programa a todos os municípios (Rolnik, 2019). O Programa foi instituído através de uma Medida Provisória (MP nº 459/2009), convertida em seguida, na Lei nº 11.977/2009, que, por sua vez, sofreu diversas alterações legais como a MP nº 514/2010, convertida na Lei nº 12.424/2011 e as Leis 12.249/2010, Lei 12.693/2012, Lei 12.722/2012, Lei 13.043/2014, Lei 13.097/2015, Lei 13.173/2015, Lei 13.274/2016 e Lei 13.465/2017. Destaca-se também a Lei 11.124/2005, anterior ao PMCMV que criou o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS). A Lei Nº 11.977, DE 7 DE JULHO DE 2009, em seu artigo primeiro, dispõe:

Art. 1º O Programa Minha Casa, Minha Vida - PMCMV tem por finalidade criar mecanismos de incentivo à produção e aquisição de novas unidades habitacionais ou requalificação de imóveis urbanos e produção ou reforma de habitações rurais, para famílias com renda mensal de até R\$ 4.650,00 (quatro mil, seiscentos e cinquenta reais) (Brasil, Lei Nº 11.977, 2009).

Bonduki (2009) relaciona o MCMV à crise econômica e à disposição do governo em dinamizar a construção civil, afirmando que para isso foram aplicados cerca de R\$ 26 bilhões em subsídio, além do que já estava previsto pelo PAC. Segundo Souza & Hoff (2019), o PMCMV previa inicialmente construir 200 mil moradias voltadas para a faixa de 4 a 10 salários-mínimos, mas tal meta foi aumentada, em 2011, para cerca de 1 milhão de unidades habitacionais, parte delas subsidiadas, destinadas as classes mais pobres. A Lei Nº 12.424, DE 16 DE JUNHO DE 2011 que alterou a Lei Nº 11.977, dispõe em seu artigo terceiro sobre os requisitos necessários para os beneficiários do PCMV, estabelecendo as populações prioritárias:

Art. 3º Para a indicação dos beneficiários do PMCMV, deverão ser observados os seguintes requisitos:

I - comprovação de que o interessado integra família com renda mensal de até R\$ 4.650,00 (quatro mil, seiscentos e cinquenta reais);

II - faixas de renda definidas pelo Poder Executivo federal para cada uma das modalidades de operações;

III - prioridade de atendimento às famílias residentes em áreas de risco ou insalubres ou que tenham sido desabrigadas;

IV - prioridade de atendimento às famílias com mulheres responsáveis pela unidade familiar; e

V - prioridade de atendimento às famílias de que façam parte pessoas com deficiência.

(Brasil, Lei Nº 12.424, 2011)

O PMCMV foi inicialmente dividido em 3 faixas, de acordo com a renda familiar mensal. A primeira atendia famílias com renda mensal inferior a R\$ 1.395,00 (aproximadamente três salários-mínimos, à época) e segundo Guerreiro, a “Faixa 1 tem uma configuração diferenciada por se tratar de uma população que não possui condição de acessar um financiamento e que nunca, portanto, esteve dentro da política habitacional” (2015, p. 9), representando mais da metade do déficit habitacional brasileiro. Os recursos orçamentários provinham de transferências da União que seriam depositados no FAR e no FDS. Segundo Rolnik (2019), as famílias deveriam contribuir com 5% do rendimento familiar, durante 20 anos, até se tornarem proprietários. Os beneficiários realizavam cadastro junto a estados, municípios, cooperativas ou movimentos sociais, para a seleção; construtoras buscavam o terreno, apresentavam o projeto à CEF que os analisava bem como aos beneficiários. Posteriormente, contratava a operação e acompanhava a execução da obra, liberando recursos de acordo com o cronograma. Após a conclusão do empreendimento era assinado o contrato com os beneficiários que, a partir daí, passavam a pagar as prestações. A diferença entre o custo da unidade e o valor pago à construtora era coberta por um fundo público do orçamento federal. Os valores financiados ficavam limitados a R\$ 76.000,00. O construtor não corria riscos pois as unidades não passavam por comercialização (Guerreiro, 2017). No entanto, BARAVELLI (2014) afirma que o PMCMV, na Faixa 1, interessava apenas como forma de testar novas tecnologias, sem risco para o capital, o que ele denomina de “laboratório da baixa renda”. As unidades seguiam tipologias pré-definidas, 42 m² para apartamentos e 35 m² para casa térrea.

A segunda faixa compreendia as famílias com renda mensal superior a R\$ 1.395,00 e inferior a R\$ 2.790,00 (aproximadamente seis salários mínimos). Na assinatura do contrato, os compradores desta categoria recebiam um subsídio, na época, cerca de 20% do limite de preço de uma unidade; também contavam com taxas de juros abaixo do mercado e com garantias de um fundo garantidor público (FGHab²⁴) (Rolnik, 2019). Os restantes dos recursos eram oriundos do FGTS. As empresas aprovadas conduziam todo o processo.

A terceira faixa, destinada às famílias com renda mensal superior a R\$2.790,00 e inferior a R\$ 4.650,00 (aproximadamente dez salários-mínimos), não contava com subsídios, mas com taxas de juros abaixo do mercado e com a garantia do FGHab. Assim como na Faixa 2, os recursos provinham do FGTS.

Segundo Rolnik (2019), no caso das faixas dois e três, as empresas privadas conduziam todo o processo, desde a compra dos terrenos, construção e comercialização por sua própria conta e risco. O FGHab garantia os pagamentos e a Caixa financiava desde que o preço teto da unidade fosse respeitado. As construtoras, neste caso, buscavam o terreno, apresentavam o projeto do empreendimento à Caixa, que autorizava ou não, o lançamento e a comercialização. Após a comercialização mínima exigida, a CEF assinava o contrato de financiamento. O beneficiário procurava a construtora para a aquisição do imóvel, que podia se dar pelo financiamento junto à Caixa, através da “Carta de Crédito Individual”. Nestas duas modalidades, não havia tipologias pré-definidas, apenas recomendações construtivas e arquitetônicas a serem seguidas.

O Programa MCMV pode ser dividido em dois programas o Programa Nacional de Habitação Urbana (PNHU) e o Programa Nacional de Habitação Rural (PNHR).

24 O FGHab foi criado em 2009, através da Lei nº 11.977, seção V artigo 20 com patrimônio próprio. “O Fundo tem por finalidade garantir o pagamento aos agentes financeiros de prestação mensal de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação, devida por mutuário final, em caso de desemprego e redução temporária da capacidade de pagamento, para famílias com renda mensal de até R\$ 4.650,00 (quatro mil, seiscentos e cinquenta reais); e assumir o saldo devedor do financiamento imobiliário, em caso de morte ou invalidez permanente – MIP, e as despesas de recuperação relativas a danos físicos no imóvel - DFI, para mutuários com renda familiar de até R\$ 4.650,00. (quatro mil, seiscentos e cinquenta reais).” (Redação dada pela Lei nº 12.424, de 2011).

Minha Casa, Minha Vida Urbano

Destinadas aos moradores de centros urbanos, as concessões de benefícios do MCMV Urbano se subdividem, atualmente, em quatro faixas de renda, conforme a tabela 2

Tabela 2: PMCMV Urbano: evolução das faixas de renda familiar

	Fase 1 (2009)	Fase 2 (2011)	Fase 3 (2016)	(Atual - 2019)
Faixa 1	Até R\$ 1.395	Até R\$ 1.600	Até R\$ 1.800	Até R\$ 1.800
Faixa 1,5	Não existia	Não existia	Até R\$ 2.350	Até R\$ 2.350
Faixa 2	Até R\$ 2.790	Até R\$ 3.275	Até R\$ 3.600	Até R\$ 4.000
Faixa 3	Até R\$ 4.650	Até R\$ 5.000	Até R\$ 6.500	Até R\$ 9.000

Fonte: Lei 11.977/2009, Decretos 7.499/2011 e 7.825/2012 e Portarias Interministeriais nº 96,98 e 99/2016 e nº 528/2017. Elaboração Ministério da Economia, 2020, p.11

Além da subdivisão por faixas de renda o PMCMV – Urbano também se subdivide em quatro programas:

Fundo de Arrendamento Residencial - FAR

O FAR conta com capital próprio, oriundo do Orçamento Geral da União (OGU), além de receber recursos de operações de empréstimo junto ao FGTS. Atendia às famílias de baixa renda, mediante produção habitacional contratada com empresas. O fundo além de prover recursos ao PMCMV, também garantia o pagamento do financiamento imobiliário em caso de falecimento ou invalidez do titular, além de assumir as despesas por danos aos imóveis ocasionadas por causas externas. Este programa respondia por mais de 85 % dos financiamentos da faixa 1.

MCMV Entidades

Permitiam que as famílias da faixa 1 de renda se organizassem de forma associativa, por uma Entidade (Associações, Cooperativas e outros) habilitada para produzir suas unidades habitacionais, contando com subsídios. Segundo Rolnik (2019), as habitações cooperativas e autogestionárias representavam menos de 1% do total de unidades. Guerreiro (2017) explica o funcionamento dessa modalidade:

Nessa modalidade do PMCMV Entidades, a entidade (...) recebe os recursos que são repassados para uma empreiteira realizar a totalidade da obra. Esta empreiteira é contratada, portanto, pela entidade e não precisa passar pelas certificações necessárias na Caixa Econômica Federal (CEF). Embora seja um regime denominado oficialmente de “autogestão”, apenas há repasse da entidade para a construtora que, na prática, é quem gere os recursos. Tal prática tem sido chamada pela União Nacional de Moradia Popular (UNMP), contrária a ela, de “barriga de aluguel”, onde o movimento popular vira intermediário e não gestor efetivo do processo (Guerreiro, 2017, p. 4).

Esta modalidade, segundo o Ministério da Economia (2020, p. 48) apresentava vantagens do ponto de vista inovativo e financeiro uma vez que a participação da comunidade dos futuros moradores possibilitava a construção de imóveis mais adequados as suas necessidades pessoais do que os projetos padronizados, oferecidos em outras modalidades pelas construtoras, dentro dos limites financeiros impostos pelo programa. Segundo avaliação do Ministério da Economia:

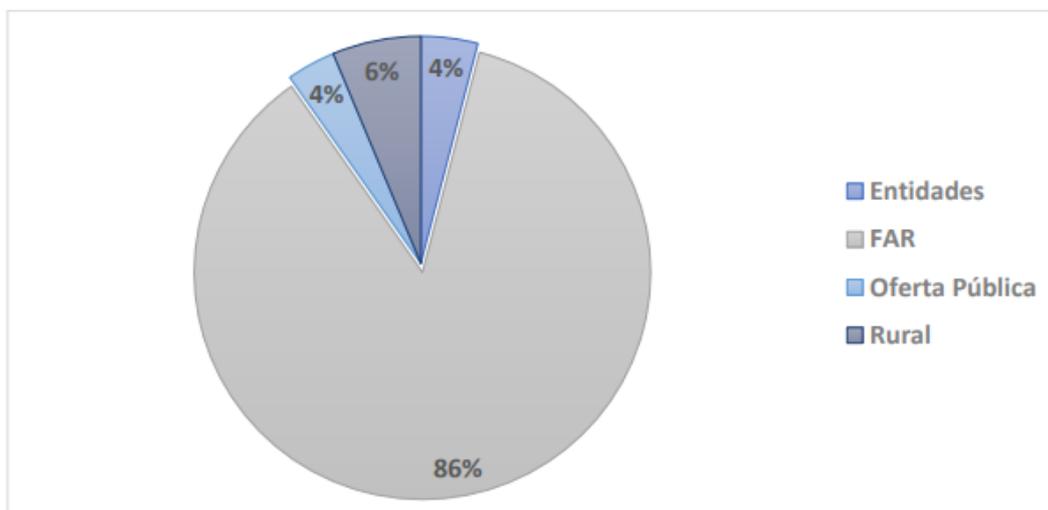
Principalmente entre FAR e Entidades se vê um trade-off interessante, pois a unidade média da modalidade Entidades tende a ser mais barata do que a do FAR. Porém, aquela modalidade sofreu muito mais com atrasos de obra do que 80 dessa, de modo que o custo médio por unidade efetivamente entregue do Entidades é bem maior do que no FAR. Além disso, existe um limite de expansão ao modelo do Entidades, que depende da existência das associações. Como foram relatadas qualidades superiores nas entregas do Entidades, seria interessante encontrar caminhos para superar os problemas de desenho que permearam essa modalidade, baseada em organizações que precisam de um apoio técnico e financeiro maior para que suas obras não tenham problemas de planejamento (Ministério da Economia, 2020, p. 79-80).

MCMV-sub-50 ou Oferta Pública

Destinadas aos municípios com menos de 50 mil habitantes, as propostas deviam ser apresentadas pelo poder público local (estado e/ou município), sendo o acompanhamento da execução dos empreendimentos de responsabilidade das instituições financeiras ou agentes financeiros do SFH. O acesso à moradia dava-se pela aquisição mediante subvenção econômica e financiamento concedido pelos agentes financeiros a pessoas físicas. O município, a partir de eventuais negociações e vontade política, podia doar terrenos, acelerar a aprovação de projetos, facilitar a legalização, ajustar a legislação urbana para incentivar a produção e fazer obras de infraestrutura como contrapartida (Guerreiro, 2015). Segundo o Ministério da Economia (2020), este programa está atualmente paralisado.

O Gráfico 19 nos apresenta a distribuição histórica acumulada dos recursos do PMCMV Faixa 1, 2009 a junho de 2020

Gráfico 19: Distribuição histórica acumulada dos recursos do PMCMV Faixa 1, 2009 a junho de 2020



Fonte: Ministério da Economia (2020, p.34)

PMCMV Financiamento

O processo se iniciava com o Ministério do Desenvolvimento regional definindo, através de portaria, os recursos e sua distribuição regional. Na mesma portaria são apontados os critérios de priorização das concessões, os requisitos para implantação dos empreendimentos e condições gerais de execução.

Financiamento subsidiado a famílias de renda maior, majoritariamente com recursos do FGTS (o que limitava esta operação ao contexto e à disponibilidade de recursos do FGTS). O processo se iniciava com o Ministério do Desenvolvimento regional definindo, através de portaria, os recursos e sua distribuição regional. Na mesma portaria são apontados os critérios de priorização das concessões, os requisitos para implantação dos empreendimentos e condições gerais de execução.

Os beneficiários classificavam-se em faixas de renda. Terminada a obra, os imóveis eram vistoriados pelo agente financeiro do FGTS para verificação de vícios de construção e atendimento às normas. Em seguida, o poder público local concedia o “Habite-se”.

As construtoras então buscavam habilitar empreendimentos em que suas unidades pudessem ser financiadas pelo FGTS. O desenvolvimento deste projeto podia se dar com recursos próprios ou através do FGTS. Em paralelo à execução da obra, buscavam-se candidatos a mutuários elegíveis aos critérios do programa e das faixas de renda.

Minha Casa, Minha Vida Rural

Voltado aos pequenos agricultores familiares, trabalhadores rurais, cooperativas rurais, reassentamentos rurais, comunidades tradicionais. Possibilitava a construção de novas moradias ou a reforma de unidades já existentes. No caso dos agricultores familiares e trabalhadores

rurais, a renda anual da família devia ser de, no máximo, R\$ 78.000,00. O Programa também era segmentado por faixas de renda.

O Grupo1 destinava-se aos agricultores familiares, trabalhadores rurais, silvicultores, aquicultores, pescadores, povos indígenas, integrantes de comunidades remanescentes de quilombos rurais e extrativistas, com renda familiar anual inferior a R\$ 17.000,00. Os recursos provinham do Orçamento Geral da União (OGU). Neste grupo, os beneficiários eram reunidos através de uma organização associativa que contratava o financiamento junto à Caixa Econômica Federal ou ao Banco do Brasil.

Nos Grupos 2 e 3, as subvenções eram arcadas exclusivamente pelo FGTS e os beneficiários podiam contratar diretamente o financiamento. As faixas de renda eram, respectivamente, renda familiar anual entre R\$ 17 mil e R\$ 33 mil e acima de R\$ 33 mil até R\$ 78 mil.

Observações sobre Programa Minha Casa Minha Vida

O PMCMV desembolsou de 2009 a 2019, mais de R\$ 223,2 bilhões de reais (a preços de 2019), entre subsídios públicos (benefícios financeiros e tributários) e privados (financiamentos do FGTS com descontos), na produção habitacional (Ministério da Economia, 2020, p. 78). Foram contratadas mais de 6 milhões de unidades habitacionais, sendo que mais de 5 milhões foram entregues. Simulações do Ministério da Economia apontam que “o PMCMV deve ter contribuído com a redução do déficit habitacional em aproximadamente 400 mil unidades no cenário pessimista a 2,1 milhões de unidades no cenário mais otimista” (Ministério da Economia, 2020, p. 79).

Bonduki (2009) pontua que o “Minha Casa, Minha Vida esticou exageradamente as faixas de renda a serem atendidas, beneficiando segmentos de classe média e gerando mercado para o setor privado, com risco reduzido”. A tabela 3 nos mostra que mais da metade das unidades

contratadas se referem à Faixa 2 do Programa. No entanto, se analisarmos as unidades entregues e o volume de recursos dos contratos superam os 60% do total do programa.

Tabela 3: Contratações e entregas do PMCMV: 2009 a setembro de 2020

	Contratações (Unidades)	Entregas (Unidades)	Valor Contratado (R\$ Bilhões)
Faixa 1*	1.910.546	1.493.180	97,4
Faixa 1,5	150.127	150.127	18,4
Faixa 2	3.108.378	3.108.378	357,8
Faixa 3	363.349	363.349	57,3
Em Produção /Estoque	608.595	-	21,9
Total	6.140.995	5115034	552,8

*As unidades contratadas no âmbito do PMCMV rural estão contabilizadas no Faixa 1 (cerca de 215 mil unidades contratadas) Fonte: SisHab. Elaboração Ministério da Economia (2020, p.11)

Outro ponto apontado por Bonduki foi a prioridade que o PMCMV deu à produção de unidades prontas, beneficiando ainda mais o setor da construção civil. Também é questionada a falta de exigência com relação à localização dos empreendimentos que “poderá ser inadequada, em áreas carentes de emprego, infraestrutura e equipamentos” Bonduki (2009). A localização dos empreendimentos em regiões distantes dos centros urbanos tem como causa mais citada por pesquisadores, segundo o Ministério da Economia, o fato do preço dos terrenos ser mais barato em regiões distantes e carentes, bem como a disponibilidade de grandes terrenos, capazes de gerar economias de escala, apesar de que o programa restrinja o número de unidades habitacionais em 300 moradias em caso de empreendimento do tipo condomínios e 500 unidades em cidades com população superior a 500 mil habitantes. No entanto, a permissão que os empreendimentos sejam contíguos permite que o limite chegue a 2.000 unidades. Todos estes fatores contribuíram para a má localização dos empreendimentos, apesar de a legislação do programa exigir a disponibilidade de equipamentos e serviços necessários ao atendimento dos beneficiários nas áreas de educação, saúde, lazer e transporte público. Estes equipamentos e serviços são de responsabilidade do ente público subnacional que muitas vezes os faz através de um “Instrumento de Compromisso de instalação ou de ampliação dos equipamentos e serviços”.

O autor citado ainda aponta a possibilidade da geração de impactos negativos “como a elevação do preço da terra, que representaria a transferência do subsídio para a especulação imobiliária, desvirtuando os propósitos do programa” (Bonduki, 2009).

Guerreiro (2014) pontua que no PMCMV, a maioria das funções fica a cargo do setor privado, cabendo ao Estado assumir os riscos de mercado de habitação popular. Tal estratégia visava a contornar o afastamento do capital privado deste mercado. O Estado se transforma em “agente de mercado”, deixando para a iniciativa privada os papéis de planejador e executor, “não apenas facilitando a reprodução do capital, mas tornando-o possível num momento em que a reprodução expandida alcança barreiras intransponíveis sem a intervenção estatal” (Guerreiro, 2015, p.5-6).

Tanto os poderes municipais quanto os estaduais deixaram de ter políticas urbanas e habitacionais próprias, no máximo contribuindo com parte financeira adicional aos recursos federais. Isso teve como consequência uma desmobilização institucional destas esferas de governo o que dá continuidade ao desmonte do sistema público causado pelo fim do BNH na esfera federal (Guerreiro 2015, p. 5-6).

No caso das construtoras, a estratégia seguida baseou-se na redução de custos da construção, uma vez que as dimensões das unidades e o preço máximo foram pré-estabelecidos. O lucro foi obtido através da padronização que possibilitou ganhos de escala. Houve aumento da velocidade na aprovação e construção das unidades e gastos limitados em terrenos periféricos e carentes de serviços públicos (Rolnik, 2019). A padronização, segundo a mesma autora, não era adequada nem à diversidade quanto à evolução demográfica das famílias.

No PMCMV, não eram as prefeituras que diziam onde, como e quantas unidades habitacionais seriam produzidas, mas sim, a oferta realizada diretamente pelas construtoras. Estas compravam a terra que melhor lhes servisse (as mais baratas) e construíam as moradias mais padronizadas e menores possíveis, sem nenhuma preocupação de inserção urbana ou qualidade construtiva (Rolnik, 2020).

Além dos subsídios financeiros, direcionados às famílias beneficiadas, a União concedia benefícios tributários às construtoras que operavam no programa. Segundo a legislação, a empresa contratada para construir unidades habitacionais de valor até R\$ 100 mil, estava autorizada a efetuar o pagamento unificado de tributos federais, equivalentes a um por cento da receita mensal auferida pelo contrato de construção (Ministério da Economia, 2020, p. 27).

Rolnik (2019) aponta a Caixa Econômica Federal como elemento central, uma vez que centraliza a área técnica, gere os recursos e operacionaliza o programa. Na prática, é aquela que está em ligação direta com os executores, principalmente empreiteiras. A mesma autora pondera que a Caixa acaba sendo a responsável por conectar o governo federal, empresas privadas do setor imobiliário, governos locais e beneficiários. Esta mesma instituição por atuar no segmento bancário, utiliza um aparato burocrático voltado para uma lógica financeira e não de um direito social, que é a moradia.

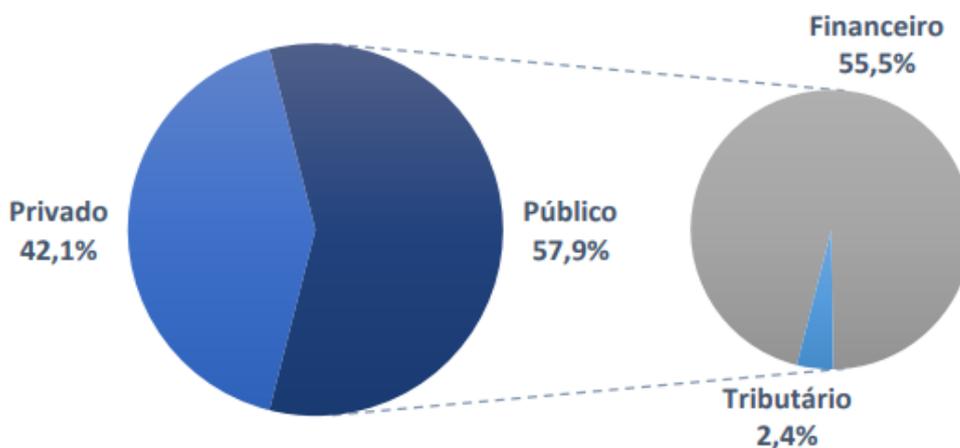
Os recursos do OGU eram destinados a todas as faixas do PMCMV, exceto à Faixa 3. A maior parte dos subsídios públicos iam para a Faixa 1, cerca de 88% (Ministério da Economia, 2020). Os programas desta Faixa ficavam sujeitos à restrição fiscal da União. Desde o segundo semestre de 2014, vem sofrendo cortes de recursos (Gráfico 21), levando a atraso nos pagamentos e paralisação de obras. A tabela 4 aponta que a modalidade Entidades é a mais crítica, uma vez que menos de 18% das unidades contratadas foram entregues. Por outro lado, é bom ressaltar que o Valor por UH Contratada da Modalidade Entidade é menos de 80% do valor da modalidade FAR.

Tabela 4: Contratações no PMCMV Faixa 1 e custo por UH, entre 2009 e julho de 2020

	Contratações (R\$ de 2019)	Quantidade UH Contratadas	Quantidade UH Entregues	Valor por UH Contratada (R\$)	Valor por UH Entregue (R\$)
FAR	122.006.231.800	1.449.264	1.174.183	84.185	103.907
Entidades	5.190.757.497	78.847	13.749	65.833	377.537
Oferta Pública	5.025.727.112	166.886	111.032	30.115	45.264
Rural	7.905.414.334	215.749	180.510	36.642	43.795
Total	140.128.130.743	1.910.746	1.479.474	73.337	94.715

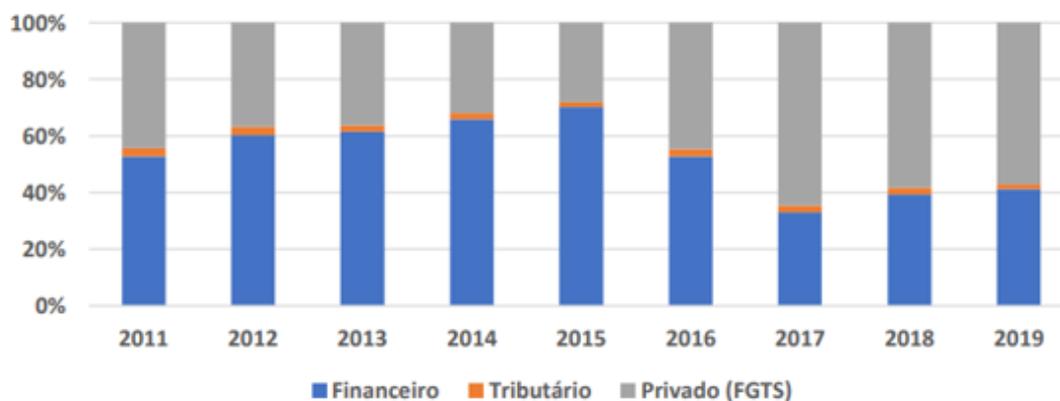
O Gráfico 20 nos mostra a origem dos subsídios, sendo os subsídios privados oriundos do FGTS,

Gráfico 20: Proporções dos tipos subsídios no PMCMV de 2009 a 2019



Fonte: OSU 2020, RTN e FGTS. Elaboração Ministério da Economia, 2020 p.28

Gráfico 21: Proporções dos tipos de subsídios no PMCMV, por ano



Fonte: OSU 2020, RTN e FGTS. Elaboração Ministério da Economia, 2020 p.28

O viés político do programa não pode ser descartado e segundo Rolnik:

“It was no coincidence that MCMV was launched in March 2009, eighteen months before the presidential elections.” (Rolnik, 2019, p. 233) a cada

unidade habitacional inaugurada os políticos alinhados ao governo colhiam dividendos políticos, nas esferas federal, estadual e municipal. “The ripples of MCMV’s economic and political success can be seen in Dilma Rousseff’s election in 2010 and re-election in 2014, after the launch of MCMV-2 (2011) and MCMV-3 (2014)” (Rolnik, 2019, p. 234).

No entanto, segundo exercício econométrico elaborado pelo Ministério da Economia (2020), com base no modelo de estimadores de efeitos fixos (EF) e o proposto por Arellano e Bond AB (1991), em que foram utilizados dados de Emprego (RAIS) como variável dependente e Valor do investimento (R\$ milhões 2016) (Base de dados do MDR); PIB per capita (R\$ 2016) (IBGE), Impostos sobre produtos (R\$ milhões 2016) (IBGE); Número de empresas na construção civil (RAIS) e Horas médias trabalhadas na construção civil como variáveis explicativas, chegou-se à conclusão de que para cada R\$ 1 milhão investidos no PMCMV anualmente, foram criados de 1,7 (estimador AB) a 3,5 (estimador EF) empregos formais diretos no setor de construção civil (CNAEs 41 a 43), em até um ano após a contratação de novas unidades. Considerando um investimento médio de R\$ 52 bilhões anuais entre 2009 e 2016, foram criados cerca de 89 a 182 mil empregos formais.

O Programa Casa Verde e Amarela – PCVA

O Programa Casa Verde e Amarela (PCVA), do governo Jair Bolsonaro, foi lançado através da Medida Provisória 996 em 25 de agosto, de 2020, convertida na Lei 14.118, de 12 de janeiro de 2021.

O PCVA, na verdade, é uma reformulação do PMCMV. Guerreiro (2020), citando o presidente da Caixa Econômica Federal, na cerimônia de lançamento do PCVA: “Segundo Pedro Guimarães (...), é necessário “melhorar a eficiência de coisas que funcionam” – numa clara tentativa de herdar os dividendos populares de um dos carros-chefes do lulismo. Balbim (2020) “Trata-se de uma peça de marketing eleitoral do governo, que determina, por lei que a partir desta data “todas as operações com benefício de natureza habitacional geridas pelo Ministério do Desenvolvimento Regional integrarão o Programa Casa Verde e Amarela”. Segundo o mesmo

autor, o PCVA entregará ao menos 200 mil unidades habitacionais da faixa 1 do MCMV, sem nunca ter assinado um contrato.

Basicamente, os programas são bastante semelhantes; há mudanças quanto a faixas de renda dos programas e às taxas de juros diferenciadas em relação à localização geográfica. Outra diferença entre os programas é que no PCVA há a possibilidade de obter recursos para melhoria das unidades já existentes e a questão da regularização fundiária, que não existiam no PMCMV.

No PCVA, as “faixas de rendas” são transformadas em “grupos de renda”. Guerreiro e Rolnik (2020) apontam a semelhança de ambos os programas: “Rebatizando o que já existe com uma embalagem verde-amarela e investindo pesado na direção da financeirização da moradia.”

No PMCMV, a Faixa 1 contemplava as famílias com salários brutos inferiores a R\$ 1.800,00 e contava com prestações sem juros e menores do que R\$ 300,00. No PCVA, esta faixa foi excluída, impactando as famílias com rendimento abaixo de R\$ 1.800,00 que não mais terão a possibilidade de financiar sua habitação sem juros.

Na chamada faixa 1,5 (PMCMV), as famílias com salários brutos entre R\$ 1.801,00 a R\$ 2.600,00, passam a se chamar “grupo 1”, reunindo aquelas com salários brutos inferiores a R\$ 2.000,00, nas regiões sul, sudeste e centro-oeste, e os mesmos R\$ 2.600,00 do PMCMV para as regiões norte e nordeste. Ou seja, além de excluir a faixa 1, diminui o limite de renda elegível nas regiões sul, sudeste e centro-oeste. As taxas de juros no PMCMV eram de 4,5% a.a. para cotistas do FGTS e 5% a.a. para não cotistas. Já no PCVA, o Grupo 1 e cotistas do FGTS contam com taxas de juros de 4,5% nas regiões norte e nordeste e 5% para as demais regiões. No caso dos não cotistas, as taxas são de 5% a.a. a 5,25% a.a. respectivamente. Ou seja, os beneficiários deste programa fora das regiões norte e nordeste pagarão juros maiores.

Entre outros problemas de desenho verificados na literatura, pode-se apontar questões na seleção de projetos e de beneficiários, atrasos nos pagamentos e a dificuldade de executar recursos no Norte e Nordeste para

as Faixas 1,5 e 2, entre outros itens levantados. Em parte, o Programa Casa Verde e Amarela, instituído recentemente pela MP 996/2020, procurará atacar esse último problema regional, estabelecendo taxas mais atrativas do financiamento nessas regiões (Ministério da Economia, 2020, p. 80).

Apesar de o Ministério da Economia propor um estímulo às regiões norte e nordeste, o que se verifica é que não houve uma redução da taxa de juros e sim, uma elevação nas demais regiões.

A Faixa de Renda 2 no PMCMV tinha como público as famílias com rendimentos entre R\$ 2.601,00 a R\$ 4.000,00 mensais. Já no PCVA, este “grupo de renda” vai dos R\$ 2.601,00 a R\$ 4.000,00 para os Estados do norte e nordeste e de 2.001,00 a R\$ 4.000,00, nos demais. Nesta faixa ou grupo de renda, ambos os programas contam com taxas de juros de 5,0% a.a. a 6,5% a.a., dependendo da renda, para cotistas do FGTS e 5,5% a.a a 7,0% a.a. para os não cotistas.

Já na Faixa de Renda 3, o PMCMV estava elegível para as famílias entre R\$ 4.001,00 e R\$ 7.000,00, exatamente a mesma faixa do “grupo de renda 3” do PCVA. Ambos os programas contavam e contam com taxas de juros entre 7,66% e 8,16% a.a.

O Ministério da Economia elaborou a tabela 5, comparando ambos os programas:

Tabela 5: Comparativo entre o PMCMV e o Programa Casa Verde e Amarela

	PMCMV	Casa Verde e Amarela (MP 996/2020)
Informações Gerais	<ul style="list-style-type: none"> • Criado com o objetivo de reduzir o déficit habitacional e estimular a atividade econômica; • Limite de renda de R\$ 9 mil (faixa 3); • Recursos da União são despendidos apenas nas faixas 1 e 1,5 e 2; 	<ul style="list-style-type: none"> • Finalidade do programa é promover direito à moradia; • Associado ao desenvolvimento econômico, geração de trabalho e renda e à elevação dos padrões de habitabilidade e qualidade de vida; • Se forem cedidos recursos da União as famílias atendidas devem ter renda de até R\$ 7 mil mensais em áreas urbanas e até R\$ 48 mil em áreas rurais; • Para regularização fundiária, o PCVA atende com recursos da União, limitados ao que é previsto na Lei 13.465/2017: “Art.s11e13. A Reurb compreende duas modalidades: I - Reurb de Interesse Social (Reurb-S) - regularização fundiária aplicável aos núcleos urbanos informais ocupados predominantemente por população de baixa renda, assim declarados em ato do Poder Executivo municipal;”
Diretrizes	<ul style="list-style-type: none"> • Promoção da melhoria da qualidade de vida dos beneficiários; • Promoção habitacional de acordo com os planos diretores municipais; • Criação de empregos; • Promoção de acessibilidade a pessoas com deficiência; • Promover ações inclusivas de caráter socioeducativo para o fortalecimento da autonomia das famílias e inclusão produtiva; (Portaria MDR 114 de 9 de fevereiro de 2018) 	<ul style="list-style-type: none"> • Atender à demanda por habitações do país, adaptando-se às peculiaridades regionais e socioculturais; • Promover o planejamento urbanístico e priorizar o atendimento social da moradia; • Redução das desigualdades sociais e regionais; • Sustentabilidade econômica e social dos empreendimentos habitacionais e transparência nos processos de escolha dos participantes do PCVA. • Redução de impactos ambientais, economia de recursos naturais e conservação e uso racional de energia. (PLV 41/2020)
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> • Reduzir o déficit habitacional; • Promover o desenvolvimento econômico. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ampliar o estoque de moradias, sobretudo o de baixa renda; • Promover a melhora do estoque de moradias existentes, melhorando as inadequações habitacionais em geral; • Estimular a modernização do setor de construção civil e promover o desenvolvimento institucional dos agentes

		responsáveis pelo PCVA.
Recursos	<ul style="list-style-type: none"> • Os recursos do PMCMV são do OGU, FAR, FDS, FGTS. 	<ul style="list-style-type: none"> • Os recursos do PCVA serão oriundos de dotações da União, do FNHIS, FAR, FDS, FGTS, operações de crédito da União, firmadas com organismos multilaterais; doações públicas ou privadas, contrapartidas financeiras e outros.
Outras anotações	<ul style="list-style-type: none"> • Dividido em 4 faixas de renda: 1, 1,5, 2 e 3; • Envolve agentes públicos e privados; • Envolve União, Estados, Municípios, famílias, construtoras e agentes financeiros.; 	<ul style="list-style-type: none"> • O poder executivo definirá em regulamento as regras para participação no PCVA tais como renda, limites para subvenções econômicas, metas do programa, tipos de benefício para as famílias, remuneração dos agentes operadores, entre outros. • Agentes públicos e privados serão responsáveis pelas etapas de promoção do PCVA; • O MDR será responsável pela gestão, monitoramento e avaliação do PCVA; • A união, agentes financeiros, estados, municípios e famílias são os demais participantes do processo em suas etapas;
Vedações de aquisição de imóveis por Pessoa física	Beneficiário que tenha recebido benefício de natureza habitacional oriundo de recursos orçamentários da União, do FAR, do FDS ou de descontos habitacionais concedidos com recursos do FGTS, excetuadas as subvenções ou descontos destinados à aquisição de material de construção e subvenções relacionadas a reassentamentos e para atendimento de calamidade pública.	<ul style="list-style-type: none"> • Seja titular de contrato do FGTS; • Tenha posse, de alguma forma, de imóvel residencial no país; • Já tenha recebido, nos últimos 10 anos, benefícios similares de subvenções econômicas do OGU, FAR, FDS ou descontos com recursos do FGTS, exceto descontos disponibilizados pelo INCRA; A MP cita casos específicos em que não se aplicam as regras acima.

Fonte: Ministério da Economia, 2020, p.15

Guerreiro (2020) aponta que para a Faixa 1, “o governo promete apenas terminar as 200mil unidades com obras paradas no país e usar o FDS integralmente, para regularização fundiária e não construção de unidades novas”. Segundo a mesma autora (2021), tal estratégia visa a retirar os recursos da faixa 1 na modalidade “Entidades”, organizadas em grande medida por representantes dos movimentos de moradia. Já o Ministério da Economia (2020) coloca:

Dadas as restrições orçamentárias, o Programa Casa Verde e Amarela deve priorizar apenas a finalização de obras em andamento e as famílias vítimas de calamidade ou de assentamentos do PAC, não havendo previsão de novas contratações. Para que as modalidades da Faixa 1 voltem a contratar, será necessário reavaliar os níveis de subsídios concedidos, pois não é mais possível custear de 90% a 100% da unidade habitacional para famílias e ainda obter uma taxa de inadimplência acima de 40% das prestações contratadas (Ministério da Economia, 2020, p. 80).

Regularização Fundiária

Guerreiro aponta que o processo de regularização fundiária no PCVA tem como base a Lei de REURB 13.465/2017, aprovada pelo governo Temer, que desvincula a regularização da implantação de infraestrutura (urbanização), tornando a regularização apenas “cartorária”. Assim, é possível fazer a regularização mesmo de moradias sem condição de habitabilidade e infraestrutura urbana. Os necessários projetos urbanísticos e a urbanização são de responsabilidade e custo dos municípios ou dos “beneficiados” – não sendo impeditivos para a escritura.

Segundo o ministro do Ministério do Desenvolvimento Regional (MDR), Rogério Marinho, no evento de lançamento do PCVA, a Lei de REURB veio para atacar a informalidade “que campeia nas nossas cidades” e o novo programa habitacional vai “entregar ao cidadão mais humilde o que certamente para ele é extraordinariamente importante: a escritura pública da sua residência, que acresce de imediato de 40% a 50% de valorização do seu imóvel. Isso é transferência de renda na veia, Sr. Presidente! Isso é ação social! (Guerreiro e Rolnik, 2020).

A regularização fundiária deixa de ser uma política urbana pública e o ônus dos projetos de urbanização e sua implantação podem recair sobre as famílias, trazendo consigo o problema que uma regularização envolve, na maioria das vezes, pois em um conjunto de moradias, nem todos estão dispostos a contribuir. Segundo o Ministério do Desenvolvimento Regional, os Agentes Promotores do Programa são empresas ou entidades privadas, as quais submetem propostas ao MDR. Para tanto, é necessário primeiramente que o município faça adesão ao programa,

embora não seja o proponente do recurso. As propostas devem abranger no mínimo 100 (cem) e no máximo 700 (setecentos) lotes.

Após a adesão, cabe à empresa proponente identificar o assentamento informal de baixa renda e realizar pesquisa cartorial no polígono de intervenção. Neste momento, a empresa ou o “Agente Promotor” deverá efetuar o cadastro físico e social, estudos técnicos (cartografia, ambiental e áreas de risco), registros das matrículas individuais e da área (loteamento ou condomínio), as propostas de regularização fundiária e de melhorias habitacionais (Guerreiro, 2021). A empresa deve aguardar a aceitação ou não da proposta pelo município, declarando a área regularizável e se comprometendo com o aporte de infraestrutura. A partir daí, cabe ao MDR analisar a proposta aceitando-a ou rejeitando-a. No primeiro caso, cabe a ele hierarquizar os projetos segundo “critérios pré-definidos”.

Aprovado e liberado pelo MDR, o “Agente Promotor” apresentará os documentos técnicos, institucionais e jurídicos ao “Agente Financeiro” para análise de viabilidade e posterior contratação da operação de financiamento.

Ou seja, o PCVA apenas adianta recursos para empresas de regularização fundiária fazerem mediação de conflitos, estabelecerem preço pela terra junto ao proprietário (que pode ser a própria empresa), projetarem e aprovarem o loteamento (sem implantarem infraestrutura) e, principalmente, intermediarem os pagamentos, com seus “custos operacionais” (Guerreiro e Rolnik, 2020).

O “Agente Financeiro” é responsável não só pela intermediação financeira, mas também pela aprovação e acompanhamento técnico da regularização. Segundo Guerreiro (2021), estes agentes podem ser companhias municipais ou estaduais de habitação (COHABs), agentes financeiros privados: bancos múltiplos e comerciais, companhias hipotecárias (gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário), securitizadoras e previdência complementar, entre outros. Ou seja, “trata-se apenas de dar abertura para negócios privados que possibilitem a agentes privados extrair renda de áreas informais e precárias já consolidadas” (Guerreiro, 2021).

Guerreiro (2021) aponta a expansão de fintechs, startups de regularização fundiária. Por outro lado, a regularização fundiária abriria uma “corrida concorrencial dos grandes bancos privados pela bancarização das classes populares” (Guerreiro, 2021). A mesma autora cita o fato de a Febraban (Federação Brasileira de Bancos) ter feito uma doação de R\$ 500 milhões ao FDS para viabilizar o Programa Casa Verde e Amarela.

Balbim (2020) afirma que a maior parte da urbanização brasileira acontece por meio da autoconstrução. “Tudo aquilo que é edificado fora das regras possíveis de serem seguidas por poucos recebe a classificação de irregular, ilegal, clandestino e informal, é a produção da desordem urbana”. No entanto, a consolidação destas chamadas periferias, associada ao esforço de benfeitorias e regularizações fundiárias e urbanísticas levam à valorização destas áreas. “Revalorizadas sob novas regras e regulações, formais, essas áreas passam a não mais caber no orçamento dos mais pobres. Segue-se a expropriação” (Balbim, 2020).

Através da Lei 14.118, os recursos do FDS serão contratados pelas famílias, através de empresas privadas, que estarão a cargo da regularização fundiária, para os mutuários de baixa renda, além de poderem ser contratadas algumas melhorias habitacionais. No entanto, a mesma lei promove uma série de mudanças para a retomada destes imóveis por inadimplência. Uma delas é não mais prever a execução de leilões, facilitando o processo de retomada dos imóveis. Segundo Balbim (2020), “Aprofundou-se ainda mais essa lógica individual ao aplicar também aos mutuários do FDS os artigos 7a, 7b e 7c da Lei do MCMV, que versam sobre a retomada de imóveis por situações variadas, relativas a arrendatários do FAR”.

Além disso, a Lei 14.118, artigo 16, chega a prever o uso da força policial para a retomada de imóveis, objeto de financiamento pelo FDS. Ou seja, em se tratando de famílias de baixíssima renda, em condições históricas de falta de segurança na posse, vislumbra-se fazer a regularização fundiária em que os mutuários se associam a empresas privadas para aceder a um financiamento com regras rígidas de retomada de imóveis, por causas diversas ao objeto contratado, além da inadimplência, inclusive com o uso da força policial. Não seria preferível continuar sem a dita regularização? Talvez valesse a pena proceder a regularização somente

com o intuito de vender o imóvel regularizado e, assim, acelerar o processo de exclusão espacial e a gentrificação.

Guerreiro (2020) relaciona o lançamento da Medida Provisória 996 em 25 de agosto, de 2020, com outro evento realizado duas semanas antes, dia 11 de agosto de 2020, denominado “Futuro da securitização no crédito imobiliário” na Abrainc (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias), com a presença dos presidentes do Banco Central (BCB) e da Caixa Econômica, do setor imobiliário (Abrainc e ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança) e do setor financeiro (B3 (Bolsa), Bradesco, Itaú e XP Investimentos (Empresa Securitizadora.). Destaca a participação do presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto:

Para incentivar o setor imobiliário, Roberto Campos Neto descreveu, no referido evento da Abrainc, quatro “pilares” que o governo está apostando:

1. Aumentar o acesso ao crédito imobiliário, ou “affordability” (inclusão da base da sociedade no sistema de crédito), diminuindo o valor das prestações do financiamento;
2. Fazer com que as pessoas consigam “extrair valor das suas casas”, retirando os entraves para o desenvolvimento do mercado de “Home Equity” [8];
3. Gerar competição no sistema, incentivando a portabilidade do financiamento entre instituições bancárias;
4. Efetivar a securitização de ativos de base imobiliária popular.

(Guerreiro, 2020).

Observando-se o item 2, combinado com o item 4, da fala do presidente do Banco Central, fica clara a intenção do governo no PCVA, no que se refere à regularização fundiária e na titularização em massa da população de baixa renda. Em “Como extrair valor de suas casas”, existem duas formas. A primeira é vendendo a casa e a segunda, utilizando-a como garantia de um empréstimo. Para ambas, a regularização fundiária é fundamental, assim como mostra a intenção do governo no fomento e na consolidação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Os títulos de dívida vinculados à casa própria podem ser securitizados, negociados e transformados em ativos financeiros líquidos, negociáveis no mercado financeiro.

Outro ponto polêmico é que a regularização fundiária, através do PCVA, não pode ser feita em área em que existam conflitos fundiários, jurídicos ou não. Neste quesito, podemos nos perguntar, quais áreas urbanas são, então, passíveis de regularização? Talvez, somente as que o capital financeiro tenha interesse em utilizar os recursos públicos para depois extrair renda através da financeirização. Guerreiro (2021) aponta exemplos destas áreas:

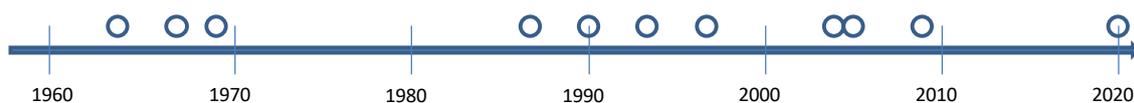
Apenas áreas em que é o próprio dono da terra que tem interesse em regularizar: ou o poder público, ou loteadores populares informais (ou grileiros) que querem passar o custo de regularização para as famílias, ou ainda proprietários que desistiram da área ocupada, mas querem ainda ser pagos por ela.

Em relação à melhoria habitacional, pode até mesmo soar como uma melhoria do PMCMV; no entanto, durante o PMCMV, havia outra alternativa, a melhoria das habitações existentes, que nem ao menos era denominado programa, mas chamado “Construcard”.

A conclusão a que chegamos é que além da embalagem “Verde e Amarela”, o que o PCVA faz, é avançar na financeirização do imobiliário, transformando a moradia em uma garantia de empréstimo que, se não liquidado, conta até mesmo com a polícia para a desapropriação dos inadimplentes. Longe de propiciar melhores condições de vida através da segurança da posse, o que se pretende é dar garantias ao mercado financeiro da obtenção de rendimentos extraídos diretamente dos moradores.

Outro ponto apontado por Guerreiro, na dita reunião Abrainc, é a fala do presidente da Caixa Econômica, Pedro Guimarães, quando coloca que o teto de endividamento familiar do SBPE (20%) está sendo revisto para os financiamentos indexados ao IPCA. Tal medida traz consigo o problema de que, em caso de aumento inflacionário, sobrecarrega o mutuário de forma que, caso ele não suporte mais os aumentos da prestação, sua casa será tomada pelos investidores. Ou como disse Balbim (2020), “A novidade é a institucionalização da espoliação e expropriação urbana”.

Figura 24: Síntese da evolução do Sistema Financeiro da Habitação



1964: Criação do SFH e BNH

1966: Criação do FGTS

1967: Criação do Fundo de Compensação de Variações Salariais- FCVS

1969: Plano de Equivalência Salarial (PES)

1986: Extinção do BNH

1990: Plano de Ação Imediata para Habitação - PAIH

1993: Programas Habitar Brasil e Morar Município

Extinção do PES

1996: Programas “Pró-Moradia”, “Habitar-Brasil” e “Morar Melhor”

2004: Política Nacional de Habitação

2005: Fundo Nacional de Habitação (FNH) e

Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS)

2009: Programa Minha Casa Minha Vida

2020: Programa Casa Verde e Amarela (PCVA)

2.2 O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI

Instituído pela Lei nº 9.514 de 1997, o SFI tinha como objetivo, segundo seu artigo primeiro, “promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos” (Brasil, 1997). Esta mesma lei também institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, além de estabelecer as normas relativas a securitização dos créditos imobiliários que constitui a base do SFI. Azevedo (2007) afirma que o SFI foi criado tendo como base o modelo norte-americano, operando exclusivamente com recursos da iniciativa privada nacional e internacional.

O aprofundamento da crise do Estado e o entusiasmo neoliberal provocaram uma mudança significativa no modelo do SFH durante a década de 90. Inspirado no modelo norte-americano, centrado na captação de recursos privados via mercado de capitais, foi lançado, em 1997, o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), aportando a racionalidade das finanças na organização do financiamento da política de crédito imobiliário, inclusive o habitacional. Ao contrário do sistema anterior, apoiado em um funding público, o SFI buscava deslanchar o crédito imobiliário com o uso de instrumentos financeiros inovadores como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) (ROYER, 2009, p. 14-15).

Podem operar no SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional - CMN, outras entidades (art 2º, Lei 9.514).

A aquisição e securitização dos créditos imobiliários, bem como a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), são de responsabilidade das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições estas, não financeiras, constituídas exclusivamente sob a forma de sociedade por ações. Segundo o artigo nono (Lei 9.514), as companhias securitizadoras poderão instituir o regime fiduciário sobre créditos imobiliários desde que o agente fiduciário seja uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BCB. Uma vez instituído o regime fiduciário a companhia securitizadora deverá administrar cada patrimônio em separado, manter registros contábeis

independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

2.2.1 Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel

A alienação fiduciária, segundo Moraes (2008) é uma garantia em que a propriedade do bem é transferida temporariamente do devedor ao credor. “Ela se diferencia da hipoteca uma vez que, esta última, é um direito real em coisa alheia, enquanto a propriedade fiduciária é um direito real em coisa própria” (Moraes, 2008, p. 12). Além da alienação fiduciária as garantias das operações no SFI poderão ser, conforme o artigo 17, hipotecas, cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis.

Segundo o art. 22, da Lei n. 9.514/97, alienação fiduciária de bem imóvel é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel.

O regime da alienação fiduciária tem como objetivo principal garantir ao credor a rápida retomada do imóvel caso o mutuário se torne inadimplente. Este último só se tornaria proprietário do referido imóvel quando quitasse completamente o financiamento. O período permitido para atrasos, bem como os prazos de financiamentos e as taxas de juros são fixados em contrato sem a interferência do Estado, ao contrário do sistema anterior feito com hipotecas em que as execuções das operações além de lentas implicavam caros processos judiciais. Royer (2009) afirma que o prazo de retomada de um imóvel com garantias hipotecárias poderia levar cerca de 10 anos, na justiça, para a sua conclusão. Já na alienação fiduciária a retomada dura aproximadamente 6 meses, através de um processo administrativo.

A mola propulsora para a referida introdução da alienação fiduciária como mecanismo de garantia, assim como do procedimento de execução extrajudicial no caso de inadimplemento do fiduciante, foi a busca por alternativa à hipoteca e ao demorado e complexo processo judicial de execução hipotecária” (Cardins, 2017, p. 8)

Uma vez firmado o contrato de alienação fiduciária a posse é desdobrada, isto é, o fiduciante (devedor) continua no exercício da posse direta e o fiduciário (credor) passa a ser o possuidor indireto do imóvel (domínio), sendo o proprietário para fim de garantir-se do pagamento do débito. O bem imóvel fica inserido num 'patrimônio de afetação'²⁵ (Lei n. 10.931/2014), o que significa que não é atingido por insolvência, quer do credor, quer do devedor. A condição de propriedade do fiduciário é temporária, isto é, até que o fiduciante quite todas as obrigações contratuais (pagamento da dívida e seus encargos). Após isto, o fiduciário fornecerá o respectivo termo de quitação ao fiduciante, que o encaminhará ao oficial do Registro de Imóveis que efetuará o cancelamento do registro da propriedade fiduciária (art. 25, da Lei n. 9.514/97), tornando o fiduciante o pleno proprietário do imóvel.

Caso contrário (a não quitação de toda as obrigações contratuais), acontece a consolidação da propriedade do imóvel em nome do fiduciário. Para isto o fiduciário deve intimar o fiduciante, através de um oficial do Registro de Imóveis, a satisfazer, no prazo de quinze dias, os débitos em abertos incluindo prestações, penalidades, juros, multas, encargos, impostos, além das despesas de cobrança e intimação. Trinta dias após este período a consolidação da propriedade em nome do credor fiduciário será averbada no registro de imóveis. O fiduciário a partir de então terá trinta dias para promover leilão público, extrajudicial, para a alienação do imóvel. No primeiro leilão poderá ser admitido lances igual ou superior ao valor do imóvel, estabelecido pelas partes no contrato de financiamento. Não havendo lance, será realizado outro leilão dentro de 15 dias, onde a oferta deverá ser, no mínimo, igual ou superior ao valor da dívida, dos encargos contratuais e demais despesas para a realização do leilão. Os recursos financeiros arrecadados com o leilão serão empregados para pagamento da dívida (original mais encargos e taxas), sendo devolvido o restante ao devedor. Caso o lance do leilão não seja suficiente para pagamento da dívida, considerar-se-á extinta a dívida e exonerado o devedor desta obrigação.

²⁵ O Patrimônio de Afetação consiste em um mecanismo que promove a separação dos ativos vinculados a uma determinada incorporação imobiliária do conjunto de bens que integram o patrimônio de um incorporador (Pereira, 2015)

2.2.2 Securitização imobiliária no Brasil

Uma vez que já foi feita uma apresentação geral do processo de securitização no item 1.4 do presente trabalho. Será então analisado o processo de securitização do imobiliário no Brasil. O processo de securitização apresenta três agentes principais, (i) o originador ou cedente, que para viabilizar o seu projeto, necessita de recursos financeiros; (ii) a “Companhia securitizadora” que possibilita ao cedente, o acesso aos recursos dos (iii) investidores, que buscam um destino rentável aos seus recursos. Então, antes de mais nada, vamos à definição de “companhia securitizadora”:

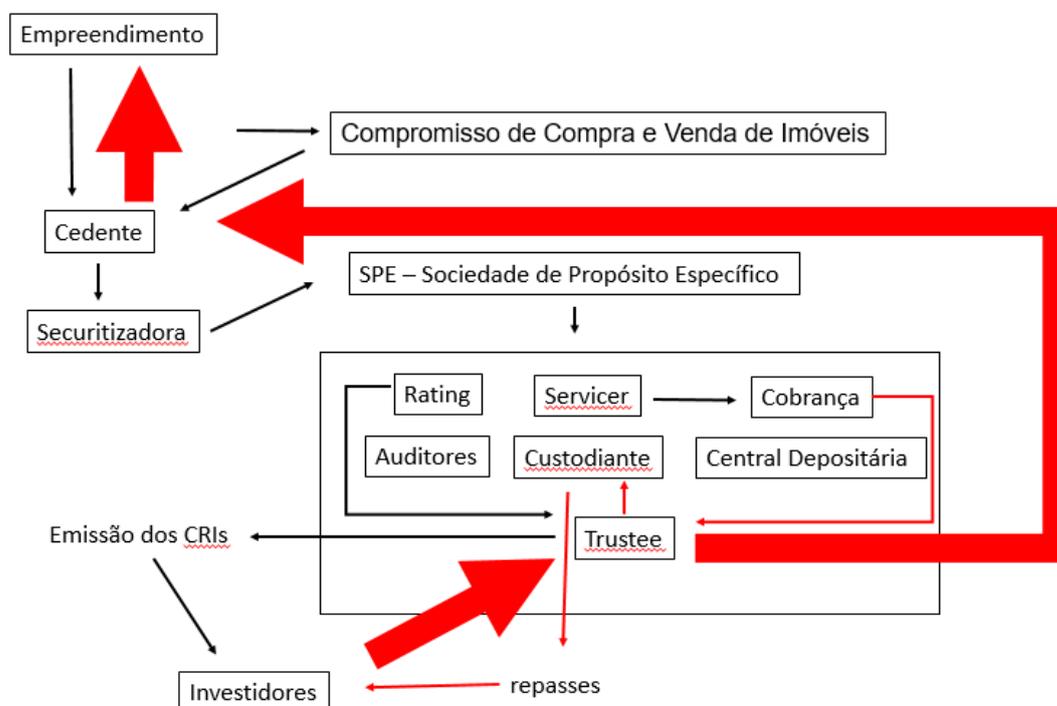
A Lei nº 9.514/97 criou a figura da companhia securitizadora de créditos imobiliários, por meio da qual deve necessariamente ser feita a emissão dos valores mobiliários lastreados nos créditos imobiliários. Dispõe o artigo 3º da Lei nº 9.514/97 que “as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades” (Vasconcelos e Muniz, 2017, p. 734).

A **Securitizadora**, de posse dos recebíveis, contrata uma empresa de classificação de risco (agências de rating) que os classifica e os reúne em um portfólio de referência. Em seguida, transfere este portfólio para uma **SPE – Sociedade de Propósito Específico** (special purpose vehicle (SPV) no caso americano), que tem a função de segregar os riscos desta operação e dos demais riscos da empresa cedente e também da securitizadora. Além disso, a SPE responsabiliza-se pela contratação dos serviços de **rating** (empresa que emite a classificação de risco desta operação), auditores (que fazem a auditoria dos balanços da SPE, verificam a autenticidade dos documentos além de gerar relatórios sobre as demonstrações contábeis), **servicer** (responsável pelo processamento da cobrança dos recebíveis), cobrança dos recebíveis, **Trustee** (agente fiduciário que emite os CRIs, CRAs ou debêntures e que fica responsável pelos repasses aos investidores), o **custodiante** (a pessoa / local que concentra toda a documentação, garantindo a segurança das informações, sem influência do investidor, do tomador ou do agente fiduciário) e a **central depositária** (onde há o registro, a guarda, liquidação e negociação dos títulos). Outro ator que faz parte deste processo é a **CVM – Comissão de Valores Mobiliários** que, através da instrução CVM 414/2004, estabeleceu regras

para o registro de companhia aberta das sociedades securitizadoras de créditos imobiliários, assim como para as ofertas públicas desse valor mobiliário.

Na Figura 25, são mostradas as etapas do processo de securitização onde as setas pretas representam a movimentação de documentos e as vermelhas os fluxos financeiros, note-se que num primeiro momento é transferido dos investidores uma quantia considerável relativa a compra dos CRIs, em seguida os investidores passam a receber repasses periódicos oriundos do pagamento das prestações dos empréstimos.

Figura 25: Processo de securitização brasileiro



Fonte: Elaboração própria.

Este processo apresenta outras vantagens para os investidores e os cedentes destes títulos. Suponha uma pequena construtora com classificação de risco igual a "B". No entanto ela possui títulos de clientes com classificação de risco igual "AAA", ao securitizar estes títulos o risco do investidor é o de não receber os títulos, que no caso estão classificadas com o melhor índice e menor probabilidade de calote. Então, feita a securitização, pouco importa a classificação da construtora, os títulos são de qualidade e devem ser honradas. Desta forma é possível uma

empresa cedente classificada como “B” conseguir um financiameto “AAA”. “For instance, a company with an overall “B” rating with “AAA”-rated assets on its books might be able to raise funds at an “AAA” rather than “B” rating by securitizing those assets” (Jobster, 2008, p. 49). Outro ponto importante é caso a construtora venha a falência. Como os títulos agora pertencem a uma SPE e não mais a construtora, os investidores estão protegidos uma vez que a SPE adquiriu no passado estes títulos. Os investidores continuam recebendo dos mutuários suas prestações. Ao eliminar estes riscos reduz-se os custos de financiamentos.

2.2.2.1 Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs

O Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI é “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos mobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro (artigo 6º da Lei nº 9.514/97). Segundo Royer (2009), o CRI é o instrumento básico da securitização imobiliária no âmbito do SFI “e que têm formulação equivalente aos MBS, Mortgage-Backed Securities” (Royer, 2009, p. 115). Os CRIs possibilitam que incorporadoras, construtoras, imobiliárias e instituições financeiras que possuam créditos com lastro imobiliário os transformem em recursos à vista para o desenvolvimento de suas atividades.

Conforme a Lei, o CRI é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras de recebíveis imobiliários, definidas como instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com a sua atividade (CVM, 2019, p. 84).

O Certificado desse tipo é criado por meio de um Termo de Securitização que dá aos investidores o direito à remuneração decorrente do fluxo de caixa, gerado pelos créditos ou recebíveis. Tal Termo deve identificar os devedores, bem como o valor nominal de cada crédito que lastreia a emissão, a identificação dos títulos emitidos e a indicação de outras garantias dos mesmos, quando houver.

Normalmente é instituído o regime fiduciário, ou seja:

Segundo a lei de regência, os créditos objeto do regime fiduciário: (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora; (ii) manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados; (iii) destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais; (iv) estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora; (v) não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por qualquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam; e (vi) só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados (artigo 11). (Vasconcelos e Muniz, 2017, p. 734).

Os CRIs podem ser divididos em dois grupos: os “Performados”, que se baseiam em contratos relativos a empreendimentos imobiliários já concluídos. O segundo tipo, os “Não Performados”, referem-se a empreendimentos imobiliários ainda não concluídos. Para este último tipo, existem algumas restrições: os CRIs devem ser pulverizados em vários empreendimentos e mutuários, devido ao seu maior risco. Outro fator associado aos CRIs não performados é que eles devem ser direcionados apenas a investidores qualificados ou profissionais. Uma forma de contornar esta restrição é adicionando-lhes garantias.

No caso das incorporações imobiliárias, admite-se a instituição do patrimônio de afetação, que segue, em linhas gerais, os fundamentos do regime fiduciário. Consiste na separação do patrimônio geral da incorporadora do patrimônio referente a cada empreendimento imobiliário, sendo previsto nos artigos 31-A a 31-F da Lei n° 4.591/64, com as alterações introduzidas pela Lei n° 10.931/04 (Vasconcelos e Muniz, 2017, p. 743).

A oferta pública de distribuição de CRI é regulada pela Instrução CVM n° 414, de 30 de dezembro de 2004, que estipula “que os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer ao limite máximo de 20% por devedor ou coobrigado” (Vasconcelos e Muniz, 2017, p. 735). Segundo os mesmos autores:

Como regra geral, o CRI deve ter um valor nominal mínimo de R\$ 300 mil. Esse valor mínimo é criticado por parcela do mercado, na medida em que impede a pulverização dos títulos. O Art. 6° e incisos da Instrução CVM n° 414/04 relativiza essa regra, permitindo emissões em valores inferiores a 300 mil reais, em caráter excepcional, desde que sejam originados de imóveis com “habite-se”, concedido pelo órgão administrativo competente; ou da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei n° 4.591/64. Nesse caso, será obrigatório ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI (Vasconcelos e Muniz, 2017, p. 736).

Os CRIs também podem ser classificados em “Corporativos”, cujo risco está concentrado em único devedor ou locatário ou “Pulverizado”, em que o risco fica diluído em múltiplos devedores ou locatários.

Remuneração dos CRIs:

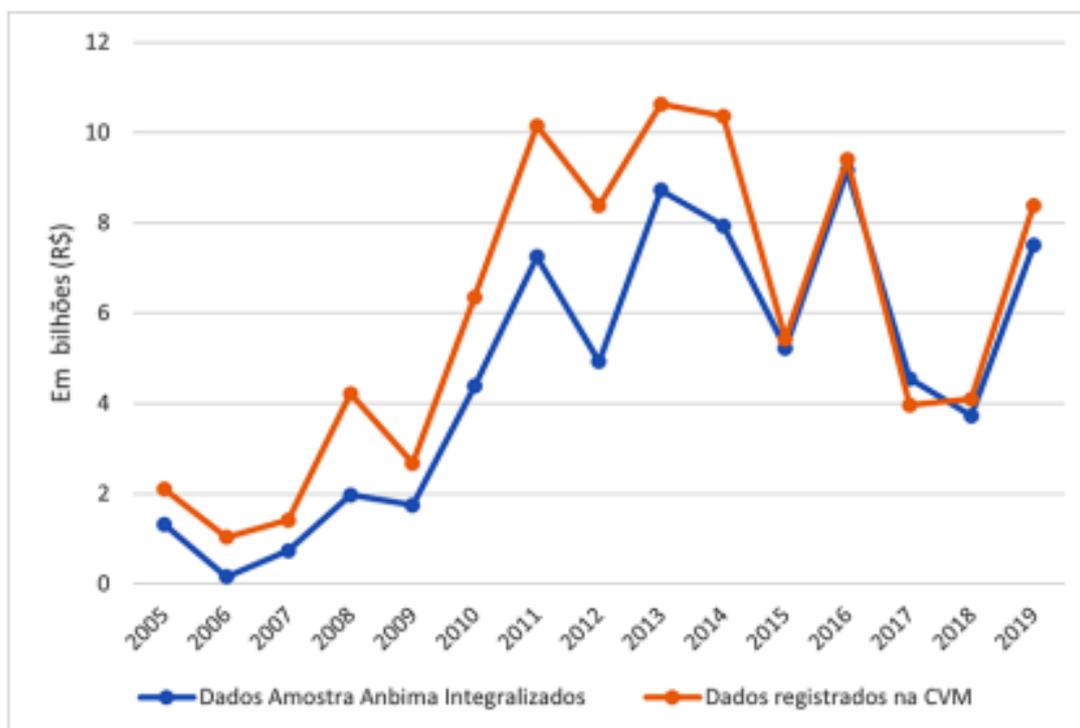
As remunerações dos CRIs estão atreladas ao recebimento dos contratos que lhe deram origem e podem ser:

- pré-fixadas;
- ajustadas para mais ou para menos, por taxa fixa, como a Taxa Referencial (TR) ou Taxa de Juro de Longo Prazo (TJLP);
- cláusulas de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos públicos federais ou índice de preços;
- taxas de juros flutuantes que sejam regularmente calculadas;
- também são permitidas cláusulas de reajustes, com periodicidade mensal, por índices de preços setoriais ou gerais ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, se emitidos com prazo de vencimento mínimo de 36 meses.

Uma vez emitidos os CRIs, eles são ofertados no mercado aos investidores (Figura 25), que podem ser empresas jurídicas, pessoas físicas ou fundos de investimentos. No caso deste último, concentraremos nossos esforços nos Fundos de Investimentos Imobiliários.

O volume de CRIs emitidos no período de 2005 a 2009 foi levantado por Torres, Tonucci e Almeida (2020) e apresentados no Gráfico 22, onde os autores por meio da técnica de mineração de dados conhecida como Web scraping, no site da Anbima, onde fora coletado 81% dos CRIs registrados na CVM. Os Autores deflacionaram os dados a valores de 2005 utilizando o IPCA. Percebe-se claramente uma elevação no volume de CRIs securitizados apesar das compras de CRIs pelo FGTS de 2011 a 2016 (mais de 80% dos CRIs securitizados). A vantagem dos dados levantados pelos autores em relação aos dados da CVM, é que através destes permite-se uma subdivisão dos dados agregados, como por exemplo, o Gráfico 23.

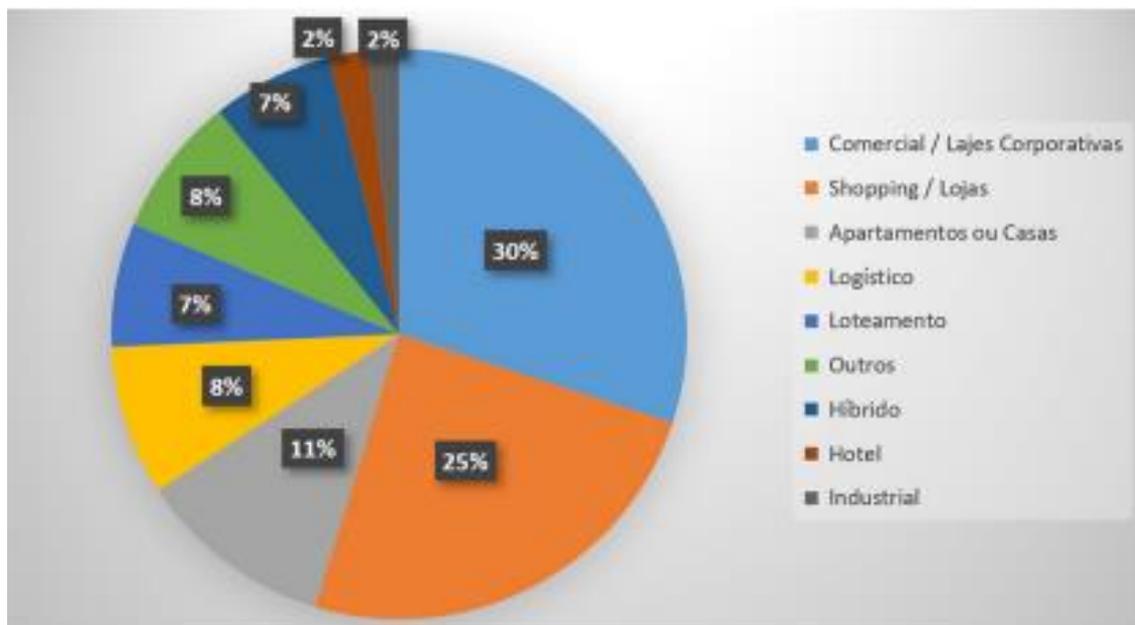
Gráfico 22: Volume de CRIs securitizados (2005-2019)



Fonte: Torres, Tonucci e Almeida, 2022, p.43.

Apesar dos baixos valores emitidos pelos CRIs percebe-se também que a parcela relativa a Apartamentos, Casas e Loteamentos é de cerca de 18%, ficando concentrados em Lajes Corporativas e Shopping Centers (55%). Isto demonstra que o instrumento básico do SFI, pouco tem contribuído para a questão da habitação, como já apontado por Royer (2009), Sanfelici e Halbert, (2018); Torres, Tonucci e Almeida, 2022.

Gráfico 23: Segmento do lastro dos CRIs emitidos pelas empresas imobiliárias (2004-2020)



Fonte: Torres, Tonucci e Almeida, 2022, p.43.

2.2.2.2 Fundos de Investimentos

Segundo Cantidiano, “O Fundo de Investimento constitui instrumento de investimento coletivo, por meio do qual há uma captação de recursos junto a diversos investidores que passam a integrar o fundo, administrado e gerido por profissionais especializados” (2007, p. 615).

Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. Constituem-se num mecanismo organizado, com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual.

Os Fundos, por meio da emissão de cotas, reúnem aplicações de vários indivíduos para investimento em carteiras de ativos financeiros disponíveis nos mercados financeiro e de capitais. As cotas dos fundos são valores mobiliários, conforme Lei 6.385/76 (CVM, 2019, p. 79).

“O fundo de investimento não possui personalidade jurídica e pode ser organizado sob a forma de condomínio aberto ou fechado. O seu patrimônio se divide em cotas” (Lang, Myanaki, Chauffaille, 2017, p. 302). Nos fundos “abertos” é permitida a entrada e saída de novos cotistas,

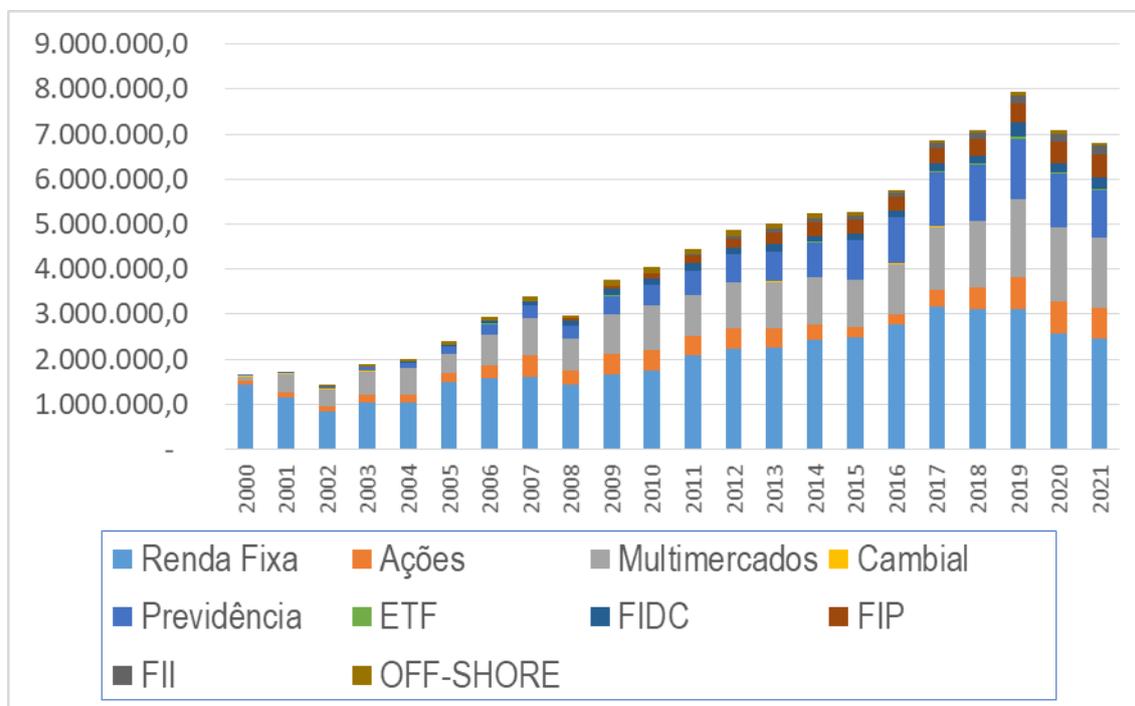
aumento ou redução na sua participação, resgate das cotas a qualquer momento, investimento ou desinvestimento do fundo e possuem prazo de existência indeterminada. Os Fundos de Investimentos “fechados” possuem um prazo determinado de existência. “Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas (embora possam ser abertas novas fases de investimento, conhecidas no mercado como “rodadas de investimento”)” (CVM, 2019, p. 97). O cotista somente poderá resgatar seus recursos no final do prazo de duração do fundo. Caso pretenda se desfazer de sua posição, é necessário que encontre um interessado em adquirir suas cotas, transferindo sua titularidade.

Existe uma variedade de fundos que pode ser classificada segundo seus propósitos. Os mais comuns são:

- Fundo de Renda Fixa;
- Fundo de Ações;
- Fundo Multimercado;
- Fundo Cambial;
- FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios;
- FIP – Fundo de Investimento em Participações;
- FII – Fundo de Investimento Imobiliário.

O Gráfico 24 apresenta a evolução do Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimentos (deflacionados) e percebemos um crescimento destes, nos últimos anos.

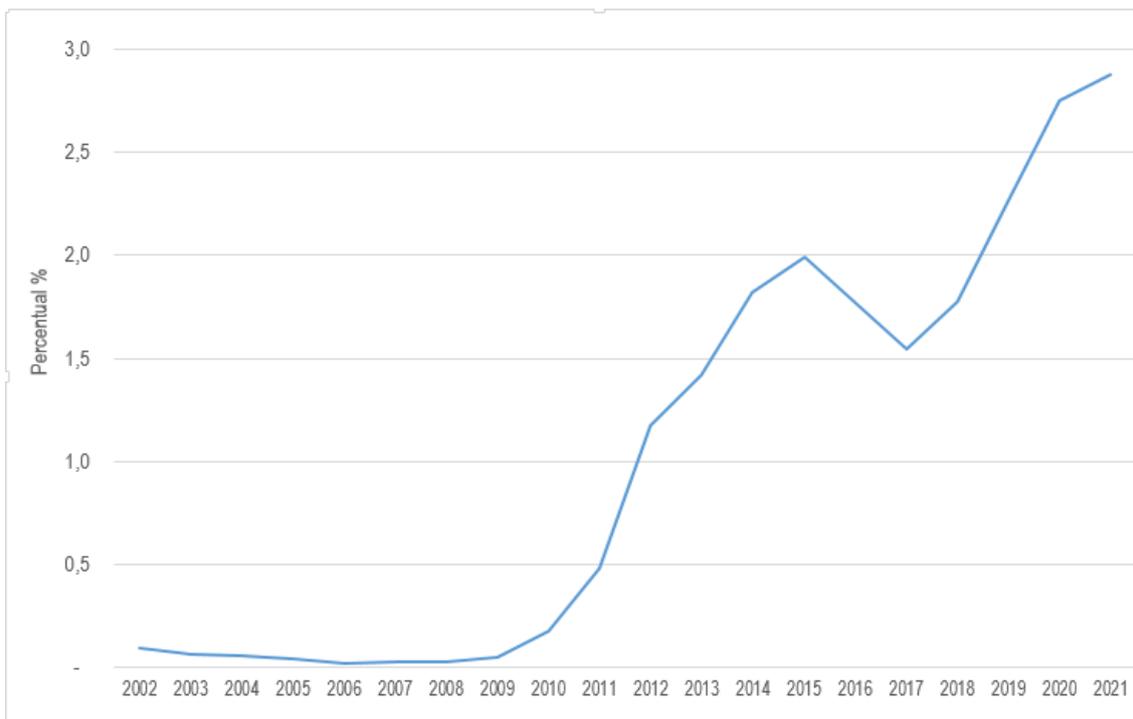
Gráfico 24: Patrimônio líquido dos fundos de investimentos (milhares de R\$ de junho 2021)



Fonte: ANBIMA (2021)

No presente trabalho, concentraremos nossos esforços nos Fundos de Investimentos Imobiliários, uma vez que é a ferramenta específica, nos demais fundos, para o financiamento do setor imobiliário. Não obstante, outros fundos podem ter títulos relacionados ao imobiliário, por exemplo, os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Apesar da pequena participação dos fundos imobiliários no volume total dos fundos, eles vêm ao longo do tempo ganhando não só volume (Gráfico 24) mas também participação relativa (Gráfico 25).

Gráfico 25: Participação percentual dos FIs no patrimônio líquido dos fundos de investimentos



Fonte: ANBIMA (2021)

2.2.2.3 Fundos de Investimentos Imobiliários – FIs

Os Fundos de Investimentos Imobiliários – FIs são fundos de investimentos “fechados”, “destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, tais como a construção e a aquisição de imóveis para posterior comercialização ou a aquisição de imóveis prontos para auferir renda de locação” (CVM, 2019, p. 103). Outra destinação dos recursos destes fundos é a aquisição de títulos e valores mobiliários relacionados a empreendimentos imobiliários, como letras de crédito imobiliário – LCIs, certificados de recebíveis imobiliários – CRIs, certificados de potencial adicional de construção - CEPACs, letras hipotecárias – LH, letras imobiliárias garantidas – LIGs, cotas de outros FII, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, entre outros, desde que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário, conforme art. 45 da Instrução CVM nº 472/08.

Segundo a CVM, (2019) os FIs foram criados pela Lei nº 8.668/93 e são regulamentados pela Instrução CVM nº 472/08, cujo artigo 2º afirma que “O FII é uma comunhão de recursos

captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. A oferta pública de cotas de sua emissão depende de prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A administração do Fundo deve ser realizada por instituição financeira responsável pelo funcionamento e manutenção do mesmo. Cabe à administração, a gestão do fundo, o cumprimento das obrigações legais e regulamentares; a escolha e aquisição dos bens e direitos que irão compor o seu patrimônio; providenciar e manter em ordem toda a documentação relacionada aos imóveis; controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo; distribuir ou repassar os rendimentos devidos aos cotistas; receber valores em nome do FII; a divulgação de informações aos cotistas; a organização e a realização das assembleias. (CVM, 2015). A Instrução CVM nº 472/08 em seu artigo décimo segundo nos parágrafos 1º, 3º, 4º, 27º e 28º também define deveres do administrador em relação a avaliação e gestão dos ativos adquiridos pelo fundo.

§ 1º O administrador deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações constantes do laudo de avaliação sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever.

(...)

§ 3º O avaliador deverá apresentar declaração de que não possui conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções.

§ 4º As avaliações realizadas nos termos do Anexo 12 para fins deste art. 12 ou do art. 45, § 4º, deverão observar também as regras contábeis que tratam da mensuração do valor justo dos bens e direitos avaliados.]

(...)

Art. 27. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

Art. 28. A administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.

(Instrução CVM nº 472/08)

A Instrução CVM nº 472/08 em seu artigo sexto dispõe que o patrimônio dos FII é dividido em cotas que “correspondem a frações ideais de seu patrimônio e devem ser escriturais e nominativas.” Este mesmo artigo dispõe sobre as normas de negociação:

§ 1º Cotas do FII somente podem ser negociadas em mercados regulamentados:

I – quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM;

II – quando distribuídas com esforços restritos, observadas as restrições da norma específica ou

III – quando cotas da mesma série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados (Instrução CVM nº 472/08).

O artigo oitavo desta mesma instrução disciplina que o investidor proprietário de cotas dos Fiis “não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo” (Artigo I) e, portanto, “não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever” (Artigo II). Além disso, o artigo nono veda o resgate de cotas.

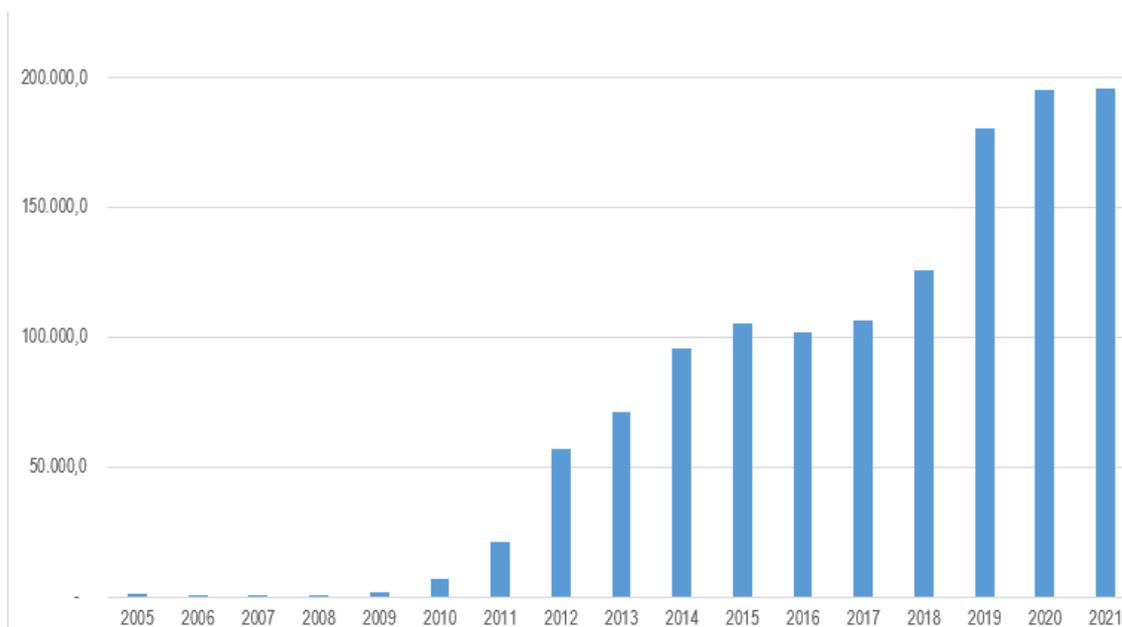
Os Fundos de Investimentos Imobiliários – FIIs são fundos “fechados” e, por isso, não é permitido o resgate de cotas, exceto nos “casos de liquidação do fundo, deliberada pela assembleia geral de cotistas, ou no término do prazo de duração, quando houver” (CVM, 2015, p. 7). A negociação das cotas se dá através do mercado secundário para a transferência de titularidade. “Em virtude disso, boa parte desses fundos tem as cotas registradas para negociação em mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado” (CVM, 2015, p. 7). Encontraram na bolsa de valores o local para a realização de seus negócios, através de instituições autorizadas (corretora, distribuidora ou banco de investimento), possibilitando maior facilidade para que os investidores encontrem a liquidez necessária para a “realização” destes investimentos.

Nos últimos anos, os fundos de investimento imobiliário – FII se tornaram um dos investimentos mais populares do mercado de capitais brasileiro. O crescimento desse mercado foi tão significativo que, atualmente, alguns FII são negociados na BM&FBOVESPA S.A. — Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, com patrimônio superior aos de outras companhias abertas. Ainda, pode-se dizer que, hoje, o mercado

de quotas de FII fica atrás somente do mercado acionário em termos de popularidade, quando comparado com outros produtos do mercado de capitais brasileiro, tendo alcançado, nos últimos anos, mais de cem mil investidores individuais (MOTA e CEPEDA, 2017, p. 643).

A popularização dos fundos de investimentos imobiliários pode ser visualizada no Gráfico 26, por meio do qual percebemos a evolução do patrimônio líquido do fundo ao longo do tempo. Nota-se que apesar dos dados de 2021 referirem-se ao valor do mês de junho, mostrando uma certa estabilidade em relação ao total de dezembro de 2020, apesar dos recentes aumentos da taxa de juros.

Gráfico 26: Patrimônio líquido dos fundos de investimentos imobiliários (milhares de R\$ de junho 2021)



Fonte: ANBIMA (2021)

Tipologia dos Fundos

Os Fundos de Investimentos Imobiliários podem subdivididos em três categorias:

- fundos de tijolos;
- fundos de papéis;
- fundos de fundos.

Fundos de Tijolos

Os fundos de tijolos investem em imóveis físicos (tangíveis), cujo gestor dirige os recursos do fundo na construção ou aquisição de imóveis. Segmentam-se de acordo com a finalidade da aplicação de seus recursos. Podem ser para a geração de renda ou desenvolvimento. Os fundos de renda direcionam a maior parte de seus recursos para a geração de renda através da locação dos imóveis. Nos fundos de desenvolvimento, os recursos são prioritariamente voltados para o setor de construção imobiliária e incorporações, e os rendimentos são provenientes da venda desses empreendimentos.

Outro ponto a ser levantado sobre os fundos de tijolos é que eles podem ser monoativos (quando o patrimônio do FII contar com apenas um imóvel, ou multiativos se o patrimônio do FII é composto por uma variedade de imóveis, podendo inclusive ser diversificados geograficamente. Os FIIs também são possíveis de segmentação por tipo de empreendimento de seus imóveis como, por exemplo:

- Lajes corporativas;
- Galpões de logística;
- Galpões industriais;
- Agências bancárias;
- Shoppings;
- Lojas e supermercados;
- Hospitais;
- Universidades.

Os Fundos Imobiliários apresentam algumas vantagens em relação à compra de imóveis físicos. Ao comprar uma cota de um Fundo de Investimento Imobiliário, não é necessário arcar com despesas de transferência de imóveis, ITBI, escritura e registro. Além disso, o investidor pode adquirir uma fração de um (fundos monoativos) ou de um pool de imóvel (eis) (fundos

multiativos). Outra vantagem interessante a favor dos FIIs é a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos (que será detalhada mais à frente).

Fundos Imobiliários de Recebíveis

O segundo tipo de fundos imobiliários são os Fundos de Papéis ou Fundos Imobiliários de Recebíveis, por meio dos quais os recursos dos cotistas são investidos em títulos relacionados ao mercado imobiliário, como letras de crédito imobiliário (LCI), letras hipotecárias (LH), certificados de potencial adicional de construção, (CEPAC), certificados de recebíveis imobiliários (CRI), entre outros. O investidor, ao investir em um FII de papel, está, na verdade, investindo em vários títulos imobiliários, o que possibilita uma certa diversificação e são selecionados de acordo com o conhecimento e a visão dos gestores. Ao contrário dos FIIs de tijolo, os FIIs de papéis não estão sujeitos a riscos como a inadimplência de inquilinos, a vacância dos imóveis, desvalorização de imóveis, alterações nas regulamentações do setor imobiliário. Em contrapartida, os fundos de papéis apresentam o risco de crédito de seus mutuários não honrarem seus compromissos. Pesando os fatores positivos e negativos, podemos afirmar que os FIIs de recebíveis apresentam um fluxo de caixa mais estável e previsível.

O Artigo 45 (Instrução CVM nº 472/08) nos seus Incisos II, III, IV, V, VI estipulam os ativos passíveis de serem administrados pelos Fundos Imobiliários de Recebíveis e são eles:

II – ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

Inciso II com redação dada pela Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015.

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção, emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII.

(Instrução CVM nº 472/08)

2.2.2.4 Fundos de Fundos Imobiliários - FoFs

Estes fundos investem majoritariamente em cotas de outros fundos, sejam eles FIs, fundos de investimentos em participações (FIP), fundos de investimentos em ações, e fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Estes três últimos, quando as atividades preponderantes sejam permitidas aos FI, conforme o artigo 45 da Instrução CVM nº 472/08. Quanto às estratégias destes fundos, elas podem variar de ganho de capital ou renda. A estratégia de renda consiste em manter cotas de outros fundos para receber seus proventos. Já a estratégia de ganho de capital consiste em obter ganhos com a negociação de cotas de outros fundos. Por exemplo, o gestor de um FoF pode avaliar que o fundo XYZ está subavaliado no mercado, talvez por um fato conjuntural que ele acredita ser superado em breve. Então ele compra cotas deste fundo XYZ, esperando a valorização futura do mesmo, ou seja, comprar barato para vender mais caro.

As vantagens de se investir em um FOF é que o mesmo, assim como os fundos de papéis, conta com uma gestão profissional, mas ao contrário daqueles, contam com uma diversificação maior de seus ativos. A principal desvantagem do FOF é que ao investir nele, o investidor pagará duas vezes as taxas de administração, uma vez no FOF e outra, nos fundos que compõem o FOF.

2.2.2.5 Fundos Híbridos

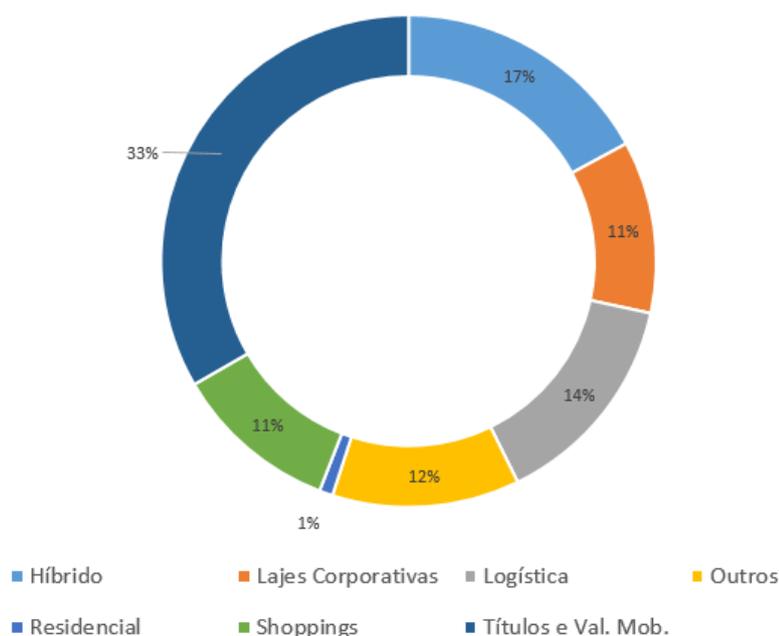
Os fundos híbridos são fundos que adotam várias estratégias de investimentos e a sua carteira pode ser bastante diversificada, podendo ser imóveis, recebíveis imobiliários e até mesmo cotas de outros fundos imobiliários. Com isso, o fundo consegue se expor a segmentos diferentes, aproveitando mais oportunidades.

2.2.3 Composição dos FIs brasileiros

O Gráfico 27 nos mostra que metade do patrimônio total dos FIs, negociados na B3 (excluídos FIs negociados no mercado de balcão), se referem a fundos de títulos e valores mobiliários (33%) e híbridos (17%). O somatório das demais categorias perfazem o total dos fundos do tipo

“títulos”. Nesta categoria, a maior participação é do segmento de Logística, seguido por Lajes Corporativas e Shoppings. O segmento Residencial não chega a 1 % dos ativos dos FIs.

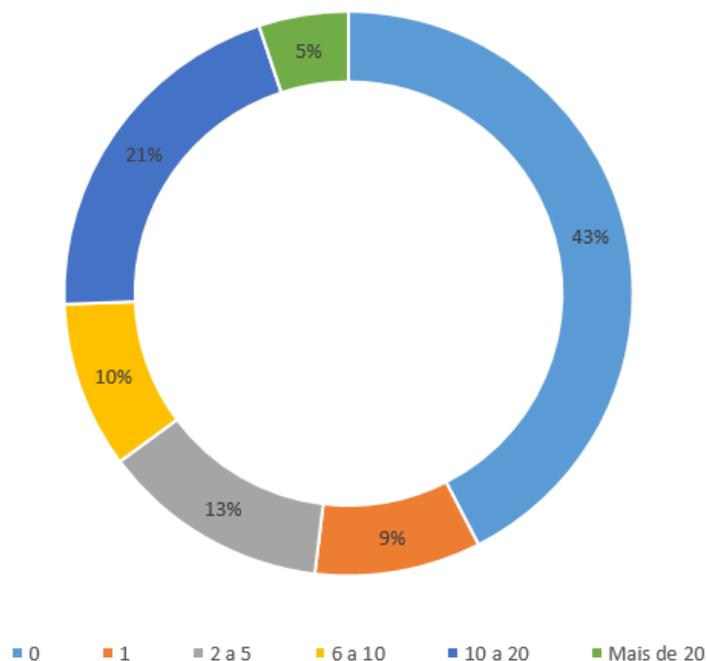
Gráfico 27: Participação percentual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos por tipo de fundo



Fonte: Funds Explorer

O Gráfico 28 nos mostra a participação do total do patrimônio líquido de todos os FIs, de acordo com o número de imóveis no fundo. Percebe-se que grande parte dos ativos se concentram nos fundos que não possuem imóveis, na sua maior parte os de papéis. Os fundos monoativos representam 9% dos ativos investidos nos FIs. Aqueles com mais de 20 imóveis representam 5% dos ativos. O que apresenta maior número de imóveis é o RBVA11, fundo imobiliário do tipo tijolo. Seus investimentos são destinados principalmente a empreendimentos do segmento bancário, contando com 72 imóveis. O segundo colocado, o BBPO111 é um fundo imobiliário do tipo tijolo, também focado no setor bancário, contando com 64 imóveis.

Gráfico 28: Participação percentual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos por número de imóveis nos ativos dos fundos



Fonte: Funds Explorer

Custos dos FIIs

O primeiro custo que o investidor terá de incorrer é a taxa de corretagem (juntamente com os emolumentos) que o investidor pagará ao negociar as cotas do FII, na bolsa de valores. Compradas as cotas do fundo, ele terá de arcar com as taxas de custódia. Ambas estas taxas podem variar de acordo com as corretoras e as instituições responsáveis pela custódia. Junto ao fundo, tem-se outras taxas como a de administração e de desempenho (performance), conforme o artigo 15, incisos IV e V da Instrução CVM nº 472/08. Estas taxas de administração e performance são debitadas do patrimônio do fundo. Também são debitados diretamente ao patrimônio, encargos definidos no artigo 47, incisos I a XVI, desta mesma instrução. Como exemplo, temos despesas e registros de documentos em cartório, impostos e contribuições federais.

Tributação dos FIs

A Lei 11.196/05 no artigo 3º estabelece que os rendimentos recebidos pelos cotistas, Pessoas Físicas, são isentos de Imposto de Renda, quando as seguintes condições forem atendidas, cumulativamente:

I - o cotista beneficiado tiver menos do que 10% das cotas do Fundo;

II - o FII tiver no mínimo 50 cotistas; e

III - as cotas do FII forem negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

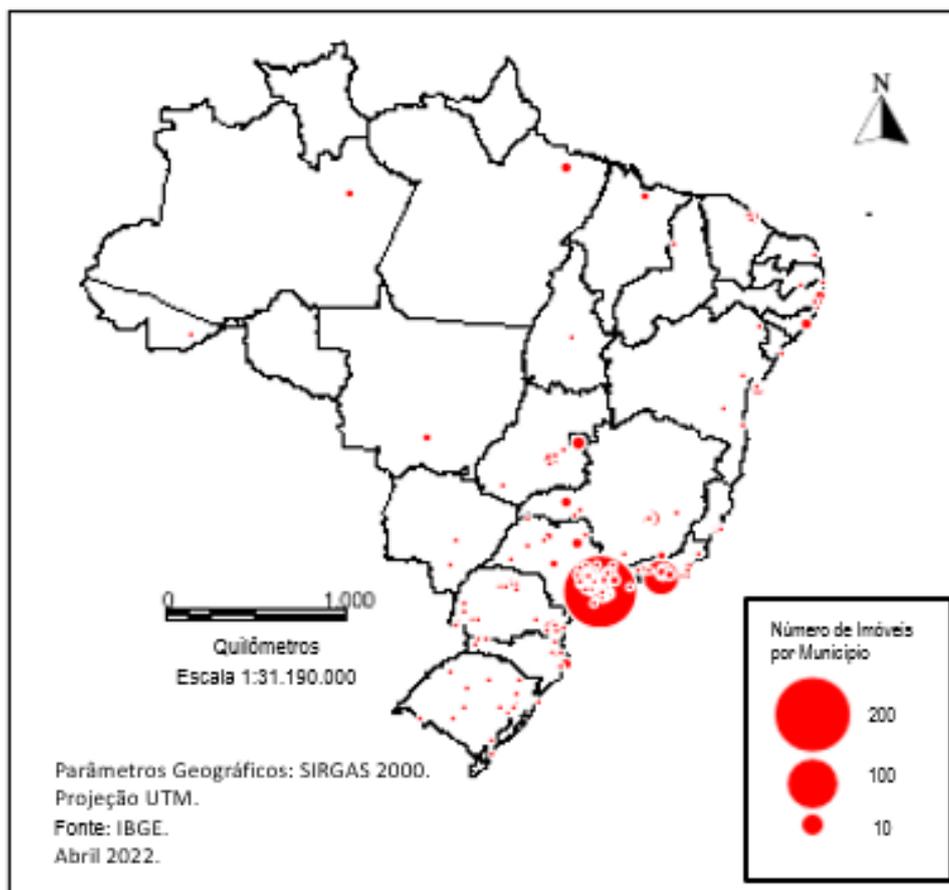
Caso o fundo não se adequar a estas três condições, ocorrerá a retenção de 20% do rendimento distribuído, a título de Imposto de Renda, qualquer que seja o cotista. Outro ponto relevante é que a isenção de imposto de renda só é válida para os valores recebidos a título de rendimento. Os ganhos de capital oriundos da venda de cotas dos FII sujeitam-se à incidência desse imposto à alíquota de 20%.

Os FIs apresentam outra vantagem em relação à compra de imóveis diretamente. Os aluguéis recebidos pelos proprietários de imóveis podem ser tributados em até 27,5 % (alíquota máxima), uma vez que os rendimentos dos FIs são isentos.

Abrangência Geográfica

Apesar dos FIs possuírem imóveis em todas as regiões brasileiras, eles estão muito concentrados na região Sudeste, em específico em torno das cidades de São Paulo, Rio de Janeiro e Campinas, dos 853 imóveis relatados pelos FIs, 513 ou seja cerca de 60 por cento. Os estados do Amapá, Rondônia e Roraima não apresentam sequer um imóvel vinculado a FIs. Os estados do Acre e Tocantins contam apenas com um imóvel ao passo que o estado de São Paulo conta com 478 imóveis. As regiões norte, centro oeste, e nordeste apresentam conjuntamente 112 imóveis, menos do que os 115 do total de imóveis do estado do Rio de Janeiro. O Mapa 1, nos mostra a localização dos imóveis, no território brasileiro.

Mapa 1: Distribuição geográfica dos imóveis nas carteiras dos fundos de investimento imobiliário em 2022



Fonte: Funds Explorer

Neste capítulo, tratamos da evolução do Sistema Financeiro da Habitação - SFH e do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI. Ambos apresentaram como uma de suas justificativas, o combate ao déficit habitacional. No caso do primeiro, surgiram inicialmente algumas políticas voltadas para as populações carentes. Aos poucos o programa foi redirecionado à classe média.

Crises econômicas e processos inflacionários levaram à extinção do Banco Nacional de Habitação em 1986, impactando o SFH de forma que por mais de uma década presenciamos a redução do número de unidades financiadas. Tal situação só foi revertida na década de 2000, quando os programas habitacionais ganharam fôlego. Dentre eles, destaca-se o Programa Minha Casa Minha Vida - PMCMV, que levou o financiamento imobiliário a novos patamares.

O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI foi proposto em 1997, diante da crise financeira em que se encontrava o Estado e buscava-se captar recursos privados para o financiamento imobiliário. Para tanto, a legislação foi alterada com a criação de novos instrumentos financeiros, além da criação do Regime de Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel, que facilitava a retomada dos imóveis, em caso de inadimplência. Tais medidas objetivavam dar maior segurança e atratividade aos investidores dispostos a financiar o setor imobiliário.

Apesar de todo o esforço, o Sistema de Financiamento Imobiliário não adquiriu relevância no financiamento habitacional, concentrando-se nas atividades da construção de imóveis comerciais e industriais, nas cidades mais ricas do Brasil.

3 DINÂMICA DO CAPITAL FICTÍCIO NO BRASIL

Uma vez estabelecidos os conceitos e alguns aspectos históricos, neste capítulo será feita uma comparação entre os mercados da bolsa de valores, do setor da construção civil e da dívida pública, como destinos potenciais para o capital fictício no Brasil. Desta forma serão comparados os volumes e as cotações destes três mercados. No setor da construção civil serão analisados os mercados de fundos de investimentos imobiliários, as emissões de CRIs e as aberturas de capitais neste setor. Estes três destinos, bolsa, dívida pública e financiamentos imobiliários, são ao mesmo tempo concorrentes e complementares. As taxas de juros dos títulos da dívida pública servem como “baliza” para outros empreendimentos, apontando a rentabilidade mínima exigida para a aplicação de recursos em outros mercados. Por outro lado, são também complementares, uma vez que boa parte dos recursos do setor habitacional provém de recursos do FGTS e do Orçamento Geral da União, o que gera demanda para as empresas do setor da construção civil. Os Fundos imobiliários e as ações das construtoras são negociados na B3. Os lucros obtidos no setor da construção civil remuneram os ativos nela lastreados e assim por diante.

Antes de prosseguirmos com a análise dos dados destes três setores é necessário fazer uma breve discussão sobre o tratamento dos dados. Utilizamos dados coletados em diversas fontes, com períodos e periodicidades distintas. Afim de compatibilizarmos a periodicidade, dados diários foram transformados em mensais. Temos como exemplo os dados relativos aos Índices Ibovespa, IFIX e IMOB, que foram coletados no site da [B3]²⁶, com periodicidade diária. A periodicidade fora convertida para mensal, para tanto, no caso das cotações, foi considerado o valor do último dia útil do mês; já no caso do volume financeiro foi considerado a soma de todos os volumes diários. Outro exemplo foi o caso da taxa Selic, coletada no site do Banco Central do Brasil, que é alterada no dia da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom). Para tanto, foi considerada a média das taxas vigentes durante cada mês. Em relação ao IPCA, o mesmo foi transformado em um número índice igual a 1 no início do período de comparação e considerado

²⁶ Disponíveis em https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/

o índice do último dia de cada mês. Este índice foi utilizado para deflacionarmos os valores dos demais indicadores, quando necessário.

Afim de termos um índice que representasse o preço dos imóveis foi utilizado o Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R). Este índice mede a variação dos preços dos imóveis que as instituições financeiras avaliam para a garantia de financiamentos.

As instituições financeiras informam ao Sistema de Informações de Crédito (SCR) do Banco Central, as operações de crédito, os avais e as fianças, quando também são avaliados os limites de crédito das pessoas. Tendo como base estas informações, o Banco Central calcula o IVG-R.

O IVG-R foi criado em 2013. O cálculo é realizado considerando as mesmas regiões metropolitanas usadas no cálculo do IPCA pelo IBGE. Apesar de ter sido criado em 2013, o Banco Central reaplicou sua metodologia aos dados já contabilizados desde março de 2001.

Com o objetivo de compararmos a absorção de capital fictício nestes três mercados optamos em trabalhar com os dados da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) ao invés da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) uma vez que a última subtrai os haveres financeiros do governo. Haveres estes que também estão ligados ao capital fictício.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é apresentada pelo Banco Central, segundo duas metodologias: uma, anterior a 2007, e a nova metodologia, a partir deste mesmo ano. A metodologia utilizada anteriormente considerava na sua abrangência a dívida mobiliária em mercado, emitida pelo Tesouro Nacional e a totalidade dos títulos públicos existentes na carteira do BCB (além dos demais passivos internos e externos do Governo Federal, dos estados e dos municípios). A nova metodologia passou a vigorar a partir de 2008, cuja série histórica teve início em dezembro de 2006. Houve alteração no cômputo da dívida representada por títulos públicos federais internos que passou a abranger a dívida mobiliária em mercado, emitida pelo Tesouro Nacional e as operações compromissadas, realizadas pela Autoridade Monetária.

A tabela 6 nos mostra o cálculo da DBGG nas duas metodologias. Neste tópico, optou-se pela utilização da metodologia anterior, uma vez que ela nos possibilita uma série histórica maior, inclusive a disponibilidade do dado para o ano de 2021, e para fins aqui propostos (acompanhamento da evolução da dívida e seus fatores condicionantes) e a utilização de uma ou outra metodologia torna-se irrelevante.

Tabela 6: Estoques da DBGG, segundo a metodologia utilizada pelo BCB em milhões R\$

Ano	Metodologia vigente até 2007			Metodologia atual		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
2000	588.892,06	156.915,29	745.807,35			
2001	704.468,07	181.439,11	885.907,19			
2002	848.570,18	284.323,86	1.132.894,04			
2003	987.116,38	241.452,91	1.228.569,29			
2004	1.111.249,19	220.511,51	1.331.760,70			
2005	1.262.915,40	190.692,49	1.453.607,89			
2006	1.405.889,14	150.587,11	1.556.476,25	1.186.057,79	150.587,11	1.336.644,90
2007	1.560.385,60	154.050,88	1.714.436,48	1.388.800,95	154.050,88	1.542.851,83
2008	1.708.139,91	206.903,51	1.910.043,42	1.533.984,31	206.903,51	1.740.887,81
2009	1.947.764,09	208.764,95	2.156.529,04	1.764.658,73	208.764,95	1.973.423,68
2010	2.149.890,76	276.167,94	2.426.058,70	1.735.353,72	276.167,94	2.011.521,66
2011	2.359.383,13	294.179,62	2.653.562,75	1.949.424,09	294.179,62	2.243.603,72
2012	2.607.752,90	358.825,99	2.966.578,90	2.225.120,76	358.825,99	2.583.946,35
2013	2.719.141,12	458.220,27	3.177.361,38	2.289.776,44	458.220,27	2.747.996,71
2014	2.979.797,89	581.028,20	3.560.826,09	2.671.420,35	581.028,20	3.252.448,55
2015	3.567.995,25	732.763,37	4.300.758,62	3.194.759,69	732.763,37	3.927.523,06
2016	4.222.542,11	681.308,20	4.853.850,31	3.747.178,19	681.308,20	4.378.486,39
2017	4.828.927,33	620.224,15	5.449.151,48	4.234.454,43	620.224,15	4.854.678,59
2018	5.265.822,12	672.081,69	5.937.903,82	4.599.900,57	672.081,69	5.271.982,26
2019	5.739.847,08	697.451,99	6.437.298,67	4.802.652,57	697.451,99	5.500.104,16
2020	6.483.297,84	822.435,69	7.305.733,53	5.799.319,52	822.435,69	6.615.755,20
2021	7.046.849,38	968.033,54	8.014.882,92			

Fonte: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil.

Dado o protagonismo da bolsa de valores nos últimos dois anos na absorção do capital fictício, e o argumento, muito utilizado por operadores de mercado, de que no longo prazo o investimento em ações supera os demais, buscou-se fazer simulações comparando o retorno de três aplicações: IBOVESPA, Taxa Selic e imóveis, levando em consideração o IVG-R como proxy. Desta forma foi comparado quanto renderia R\$ 1,00 aplicado nestas três alternativas de investimento entre o período de março de 2001²⁷, até dezembro de 2021. O Gráfico 65 nos mostra a primeira simulação. Como o resultado da simulação depende da data de entrada e saída, em seguida foi feita nova simulação, avançando um mês, de abril de 2001 até dezembro de 2021, e assim por diante até, que se chegue ao penúltimo mês, novembro de 2021 a

²⁷ A escolha de março de 2001 se deve disponibilidade da série do IVG-R.

dezembro de 2021. Estas séries de simulações estão representadas pelos Gráficos relativos aos cenários de 1 a 21 no anexo 2. Posteriormente, foram replicadas todas estas simulações até novembro de 2021 terminando a segunda série de simulações. Em seguida, novas séries de simulações foram feitas, retrocedendo um mês no final, até outubro de 2021, e assim sucessivamente até a última série de simulações que terminaria em abril de 2001, segundo mês disponível, resultando num total de 31.000 simulações. Ou seja, foram feitas todas as possibilidades de um investimento de R\$ 1,00 com início e término no último dia útil de cada mês, no período de março de 2001 a dezembro de 2021.

3.1 Bolsa de Valores

O Ibovespa é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo [B3]. Consiste em uma carteira teórica de 91 ações. Atualmente, os critérios para a inclusão de uma ação no índice Bovespa são:

- estar entre os ativos que representem 85% em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN) (buffer 90%);
- 95% de presença em pregão;
- 0,1% do volume financeiro no mercado a vista (lote-padrão);
- não ser penny stock (ações com cotações inferiores a R\$ 1,00).

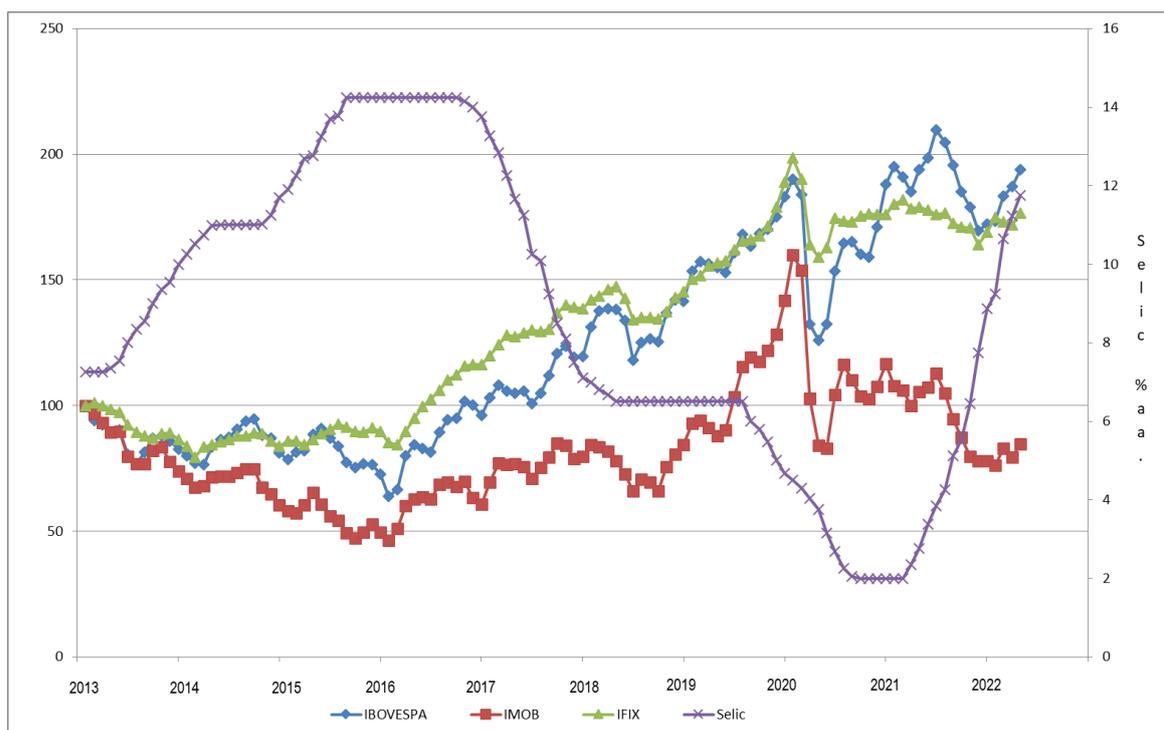
O IMOB é representado por uma carteira teórica de ativos (ações), cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade dos setores da atividade imobiliária, compreendidos por exploração de imóveis e construção civil, contando em 2022 com apenas 22 ações.

Semelhante ao Ibovespa e ao IMOB, os fundos de investimentos imobiliários - FIIs também são representados por um índice teórico chamado IFIX, cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e

de balcão organizado da [B3]. Tal índice é composto por 104 FIIs, selecionados segundo critérios de negociação²⁸.

O Gráfico 29 compara a evolução do IBOVESPA, do IMOB e do IFIX a partir de 2013, onde foram convertidos para a base 100. Também é apresentada a taxa Selic (eixo direito). A Taxa Selic representa a taxa básica de juros da economia brasileira e levando-se em consideração a fórmula (1) (pag. 50) a taxa Selic, então, representa o denominador da série e serve de parâmetro para a avaliação da viabilidade financeira de outros investimentos, incluindo aí os investimentos ligados ao imobiliário, como o IFIX e o IMOB. Desta forma há uma correlação negativa entre a Selic e as demais formas de capitais fictícios.

Gráfico 29: Comparação da performance do IBOVESPA, IFIX e IMOB



Fonte: IBOVESPA, IMOB e IFIX [B3], Selic BCB.

Índices convertidos para a base 100 em janeiro de 2003, levando-se em conta a média das cotações diárias.

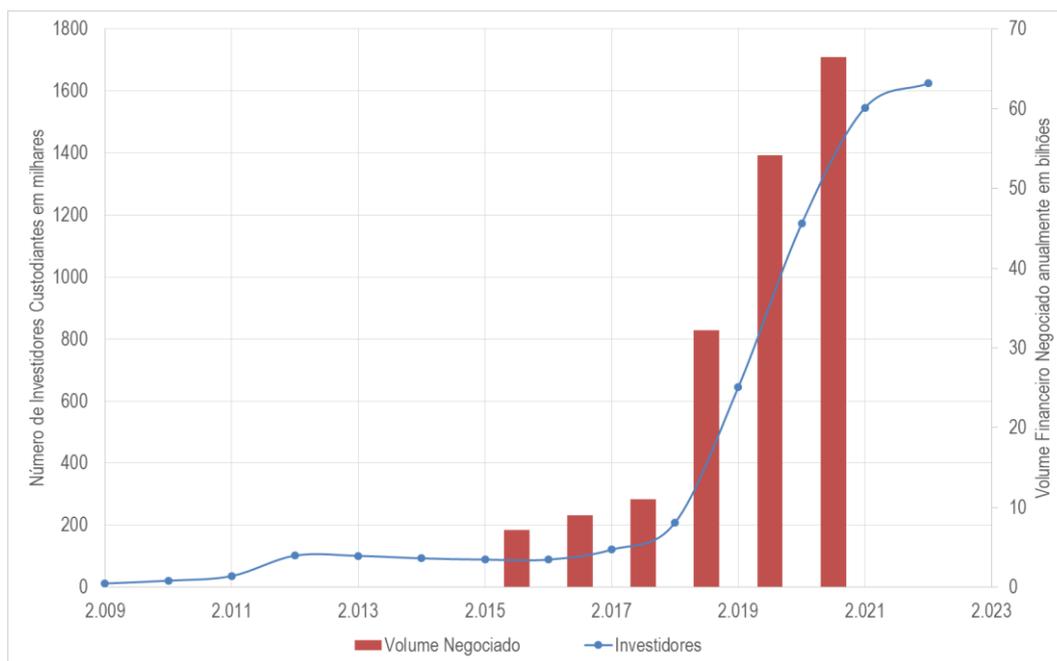
²⁸ A relação dos FIIs que fazem parte do IFIX, as ações que compõem o IBOVESPA e o IMOB estão apresentadas no Anexo I.

Observa-se que em março de 2020, com o início da crise deflagrada pela pandemia da COVID-19, houve uma queda expressiva de ambos os índices, o que representa, no período de 12/02/2020 a 19/03/2020, uma perda média para os investidores de até 47% do valor de seus ativos. Isto mostra que no início da pandemia houve um movimento de vendas generalizado, “queimando” capital fictício através da redução dos valores das cotações das ações. No entanto, a partir de abril do mesmo ano, com pandemia, falta de insumos médicos e lockdowns em diversas cidades, ambos os índices começaram uma trajetória de recuperação de seus valores. Os Índices IFIX e IMOB não conseguiram retornar ao seu antigo patamar, no entanto, percebe-se uma maior volatilidade no IMOB e uma menor volatilidade no IFIX. Tal diferença pode ser atribuída ao fato que o IMOB representa as empresas ligadas ao imobiliário, enquanto o IFIX tem, como contrapartida, imóveis e recebíveis imobiliários.

No entanto, a partir de junho de 2021, quando a taxa Selic já havia iniciado sua trajetória de alta, os três índices voltaram a cair, provavelmente devido ao fato de que a bolsa já havia registrado uma alta de 66% em um ano e dois meses, e que as sucessivas altas da taxa Selic ainda iriam ocorrer por um bom tempo. Esta queda durou apenas cinco meses e alguns fatores podem justificar o novo movimento de alta. O primeiro deles, como se pode ver no gráfico 33, é que apesar da Selic ter subido, ela ainda representava uma taxa de juros real negativa; tal aspecto será discutido a posteriori.

Um dos fatores responsáveis por esta recuperação foi a queda da taxa Selic para a sua mínima histórica em 2020 (Gráfico 29). O efeito dessa queda fez com que os poupadores buscassem novas aplicações financeiras que pudessem obter um rendimento melhor. Como os ativos financeiros, ações e FIs estavam com seus valores depreciados, apresentaram-se como uma alternativa interessante. Isso pode ser visualizado no gráfico 30 que mostra o número de investidores e os volumes financeiros negociados nos FIs que cresceram fortemente.

Gráfico 30: Número de investidores e os volumes financeiros negociados nos FIIs



Fonte: Boletim FII – 03M22, elaboração própria.

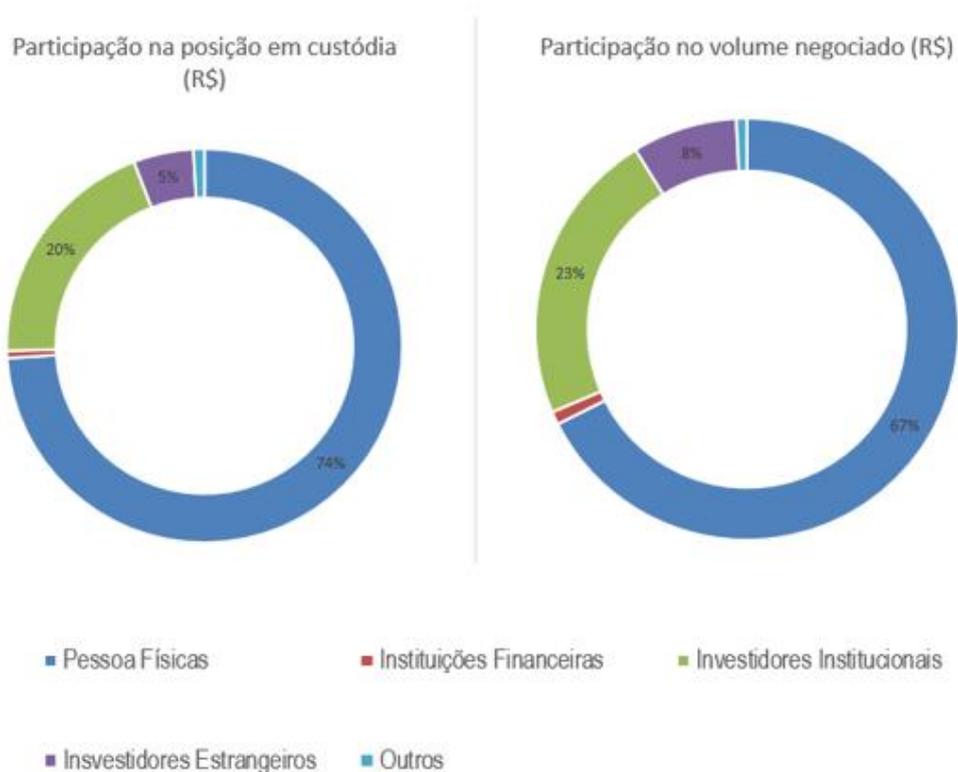
https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/

Segundo o “Boletim FIIs” de Março de 2022, o valor de mercado dos FIIs²⁹ soma 134 bilhões de reais, frente a um patrimônio líquido destes fundos de 174 bilhões, o que indica que eles são negociados com um desconto de 32% sobre o valor dos imóveis e títulos que os representam. Isto pode significar que estes ativos estão baratos ou que foram maus investimentos ou que representam riscos elevados, ou todas as possibilidades anteriores.

A maior parte dos investidores em FIIs são compostos por Pessoas Físicas (aproximadamente três quartos dos investidores), representando cerca de dois terços do volume financeiro dos fundos. Por outro lado, o segundo maior grupo é o de Investidores Institucionais, que são entidades que realizam operações com o capital de terceiros, como por exemplo, os bancos, as corretoras e os fundos de investimentos que também recebem recursos de pessoas físicas.

²⁹ Somatório do valor de todas as cotas de todos os FIIs

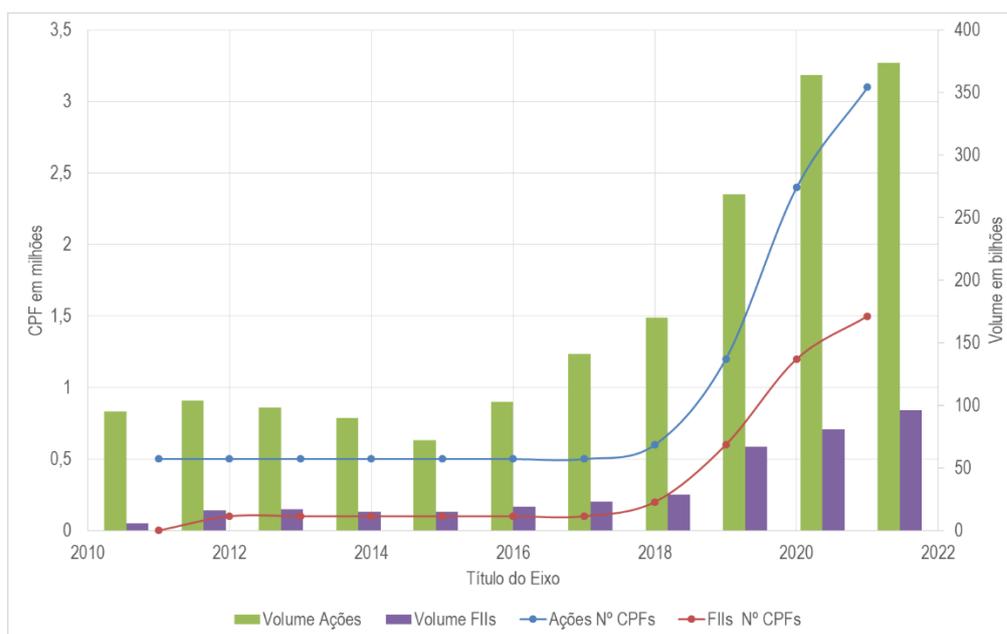
Gráfico 31: Participação nos FIIs por tipo de investidor



Fonte: Boletim FII – 03M22, elaboração própria.

Embora tenha havido um crescimento da indústria de FIIIs, com a financeirização do imobiliário, se compararmos com a negociação de ações na bolsa de valores, percebemos que o crescimento, absoluto, do investimento em ações foi superior ao crescimento dos FIIIs, de 2019 ao final de 2021. O gráfico 32 nos mostra que o número de pessoas físicas cresceu, nos últimos dois anos, cerca de 250% em ambos os segmentos; no entanto, além de o segmento de ações partir de uma base mais elevada (o dobro dos FIIIs, 1,2 milhões em 2019), o crescimento do volume negociado foi ligeiramente maior nos FIIIs, cerca de 143% *versus* 139% em ações. Todavia, o volume custodiado em ações é cerca de 3,9 vezes o valor dos FIIIs.

Gráfico 32: Número de pessoas físicas com posições custodiadas em ações e FIIs



Fonte: [B3], 2021, elaboração própria.

A Tabela 7 nos mostra a evolução da posição das pessoas físicas na [B3] por produto. Nela, podemos perceber uma tendência à diversificação. Em 2016, 75% das pessoas físicas que investiam na [B3] aplicavam apenas em ações. Já em 2021, esta participação diminuiu para 35%, aumentando principalmente os que investiam conjuntamente em BDR, Ações e FIIs. No caso dos FIIs, a participação manteve-se constante, de 2016 a 2021, embora tenha aumentado a participação de investidores em FIIs, associados a outros produtos, no mesmo período.

Tabela 7: Evolução da participação da posição das pessoas físicas na [B3], por investidores

Investidores	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ações	75%	73%	67%	51%	51%	35%
FII	7%	8%	11%	13%	9%	7%
BDR	1%	0%	0%	0%	0%	17%
ETF	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Demais Combinações ¹	6%	6%	4%	4%	4%	6%
Ações + BDR	2%	1%	0%	0%	2%	7%
Ações + FII	8%	10%	15%	26%	26%	16%
Ações + BDR + FII	0%	0%	0%	0%	2%	5%
Ações + ETF + FII	1%	1%	2%	4%	5%	4%
Ações + BDR + ETF + FII	0%	0%	0%	0%	1%	3%

Fonte: [B3], 2021.

Tabela 8: Evolução da participação do estoque da posição das pessoas físicas na [B3]

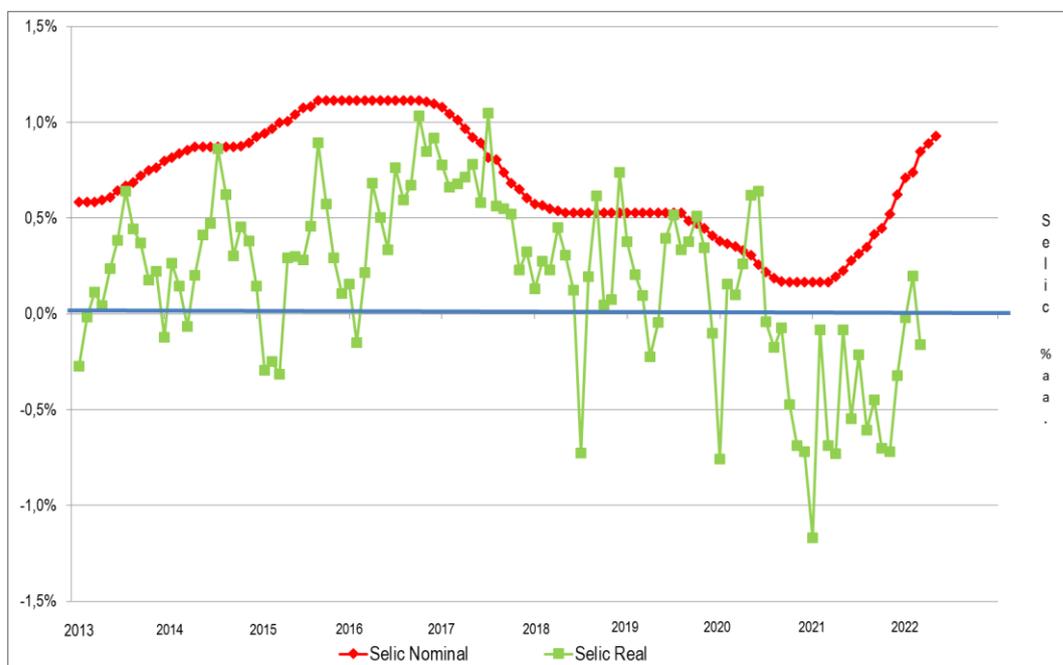
Estoque (R\$ Bi)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ações	53%	52%	53%	43%	41%	26%
FII	6%	4%	6%	6%	4%	3%
BDR	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ETF	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Demais Combinações ¹	19%	17%	11%	14%	12%	26%
Ações + BDR	2%	1%	1%	1%	2%	10%
Ações + FII	18%	22%	26%	30%	31%	16%
Ações + BDR + FII	1%	1%	1%	1%	2%	9%
Ações + ETF + FII	1%	1%	3%	5%	6%	4%
Ações + BDR + ETF + FII	0%	0%	0%	0%	1%	6%

FONTES: [B3], 2021.

A Tabela 8 nos mostra também uma queda da participação relativa das ações e dos FIIs nos estoques negociados na [B3] a partir de 2019. No entanto, isso não significa que houve uma queda no estoque do número de pessoas físicas nestes ativos, pelo contrário, o número de investidores nos FIIs aumentou de cerca de 89 mil em 2016 para 1,625 milhões em 2021. Já o volume negociado de FIIs, no mesmo período, saltou de 19 bilhões para 96 bilhões. No caso das ações, o salto foi de 103 bilhões para 374 bilhões.

Uma explicação para este fenômeno está na queda da taxa Selic, chegando em termos nominais a 2%, já apresentado no Gráfico 28. Todavia, se considerarmos a taxa de juros real (descontando da taxa Selic a inflação medida pelo IPCA no mesmo período), chegamos ao Gráfico 33, que nos mostra que de Junho de 2020 até o final de 2021 ocorreram taxas reais de juros negativas.

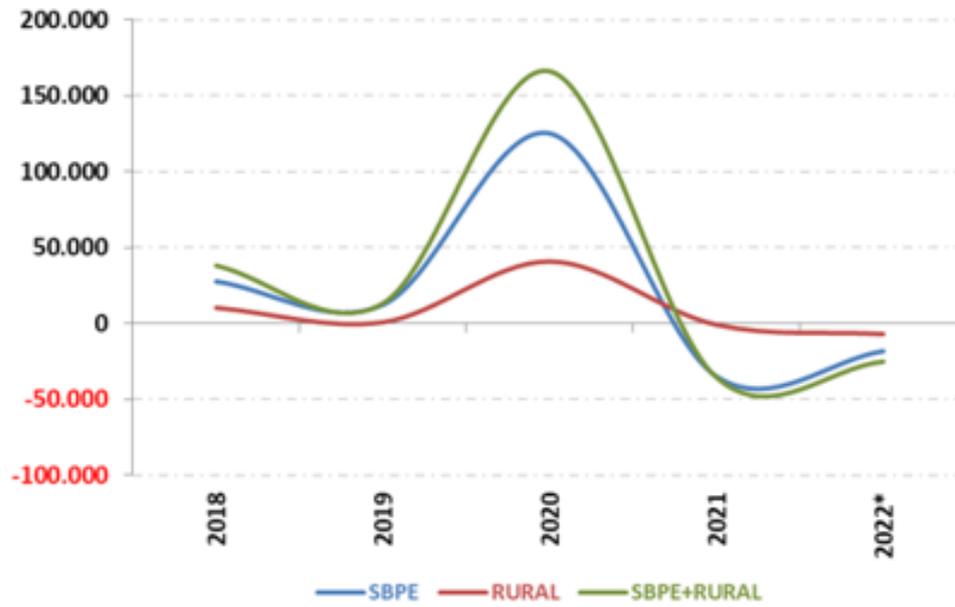
Gráfico 33: Evolução da Selic mensal, real e nominal



Fonte: BCB, elaboração própria.

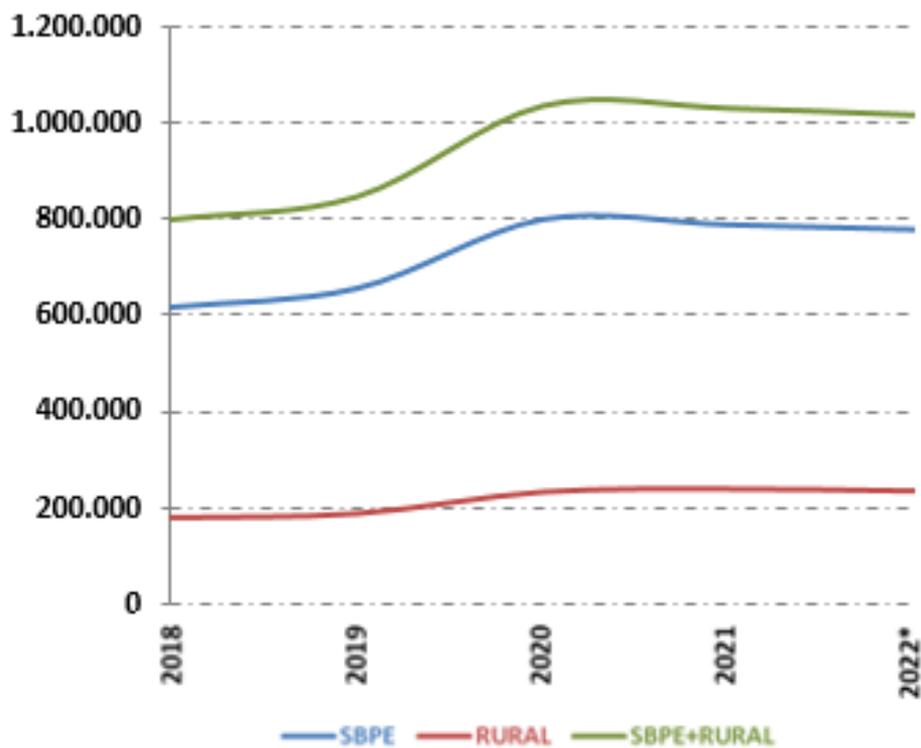
A ocorrência de taxas de juros reais negativas, em uma economia como a brasileira, acostumada com altas taxas, fez com que os aplicadores buscassem opções mais rentáveis ou que, pelo menos, preservassem o valor de suas economias. Como os FIs e as Ações apresentam liquidez diária, houve uma migração dos investimentos atrelados à Selic para investimentos que são classificados como mais arriscados. No entanto, o que muitos levaram em conta é que entre ter a certeza de uma perda de poder de compra nos títulos de renda fixa, ou arriscar a ter um ganho, mas com possibilidade de perda superior no mercado de renda variável, prevaleceu a segunda opção. Os Gráficos a seguir mostram a captação líquida negativa da caderneta de poupança.

Gráfico 34: Captação líquida da caderneta de poupança em R\$ milhões



Fonte: ABECIP

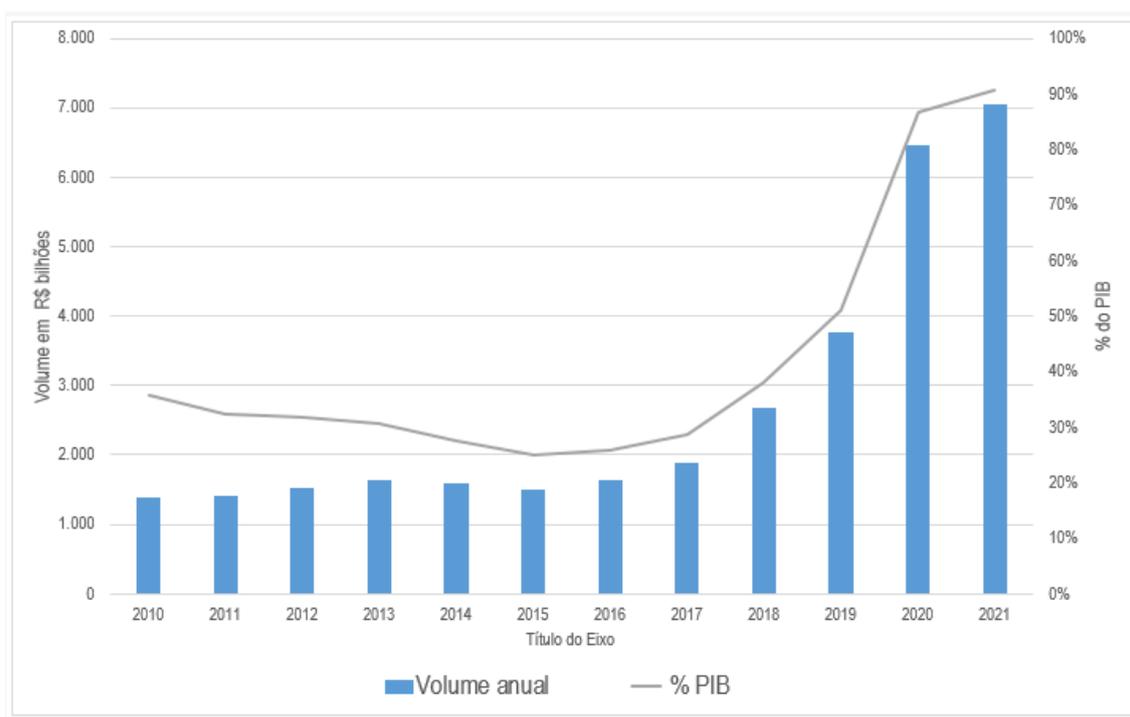
Gráfico 35: Saldo da caderneta de poupança em R\$ milhões



Fonte: ABECIP

Percebemos nos Gráficos 33 e 34 que houve uma captação líquida negativa no SBPE. Tal fato se deve, entre outros motivos, à queda da atividade econômica e da renda, com o consequente aumento do desemprego e também a transferência de recursos para aplicações mais arriscadas. Isso implicou, no ano de 2021, em uma captação líquida negativa.

Gráfico 36: Volume financeiro anual movimentado na [B3]

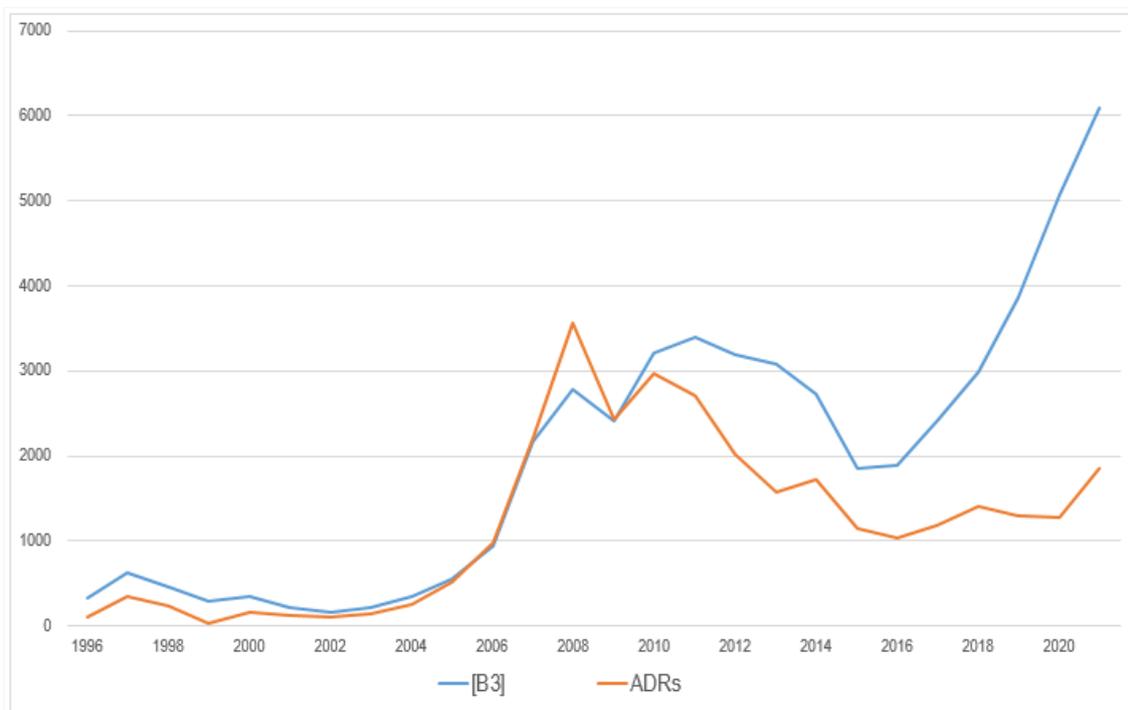


Fonte: Volume: [B3], PIB: IBGE. Elaboração própria.

O volume de negócios na [B3] apresentou um crescimento significativo de 2018 em diante. Em apenas dois anos (2018-2020), o volume mais que dobrou, chegando a um crescimento de 142%. Até 2017, o volume total negociado na [B3] não chegava à quinta parte do PIB. Em 2021, este volume chegou a representar 90,5% do PIB. Também podemos dizer que em 5 anos (2016-2021), o volume negociado foi multiplicado por quatro. O Gráfico 36 mostra um aumento da participação dos negócios na [B3] na absorção do capital fictício.

Ao compararmos o volume das ações negociadas na [B3] com o total de ADR (American Depository Receipts) brasileiros³⁰, vemos que até 2010, o volume financeiro negociado era praticamente semelhante aqui no Brasil e nos Estados Unidos. Em 2018, houve uma queda no volume financeiro de ADR's, seguida por uma estabilização em 2019 e depois, uma alta a partir de 2020. No caso da [B3], nesse mesmo período, houve uma explosão do volume negociado, o que nos mostra o descolamento do volume financeiro negociado se deu basicamente por fatores locais.

Gráfico 37: Evolução do volume financeiro médio diário, anual de ADR's e Bolsa [B3] em US\$ milhões



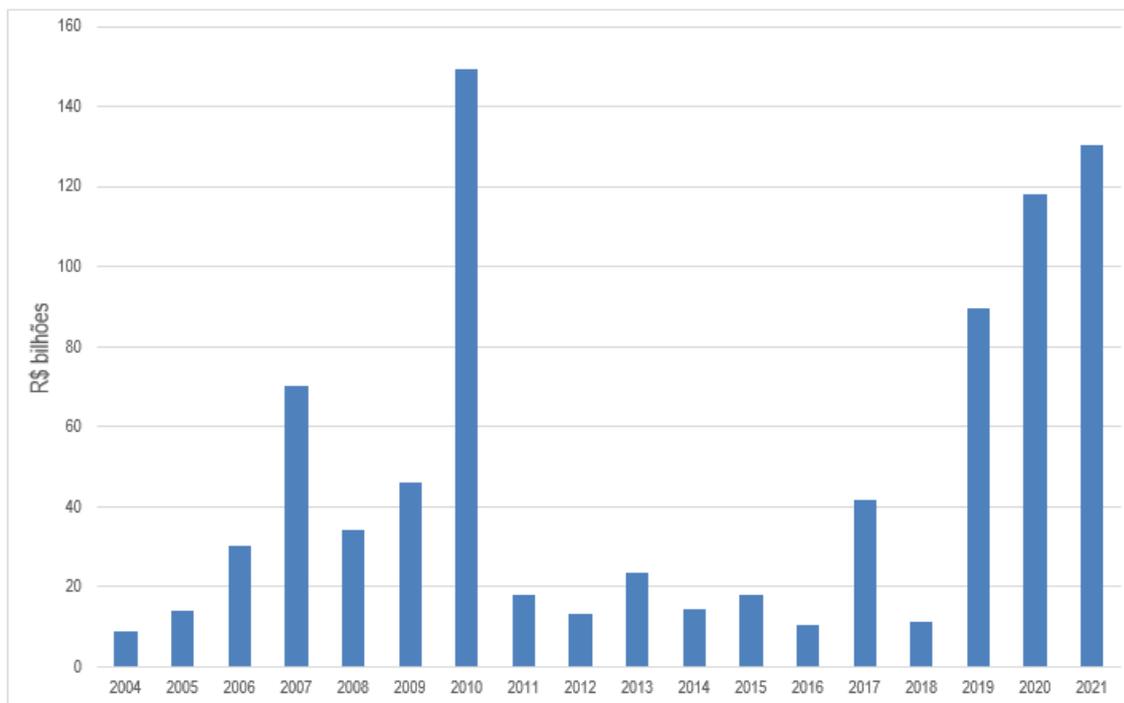
Fonte: Economática

<https://insight.economatica.com/volume-medio-diario-de-adrs-brasileiros-negociados-no-usa-tem-crescimento-de-40-em-2021-com-relacao-a-2020-mercado-a-vista-da-b3-cresce-20-no-mesmo-periodo/>

³⁰ ADR's são certificados de ações, emitidos por bancos estadunidenses, com lastro em títulos de valores mobiliários de empresas estrangeiras (neste caso, brasileiras), negociados em dólares americanos nas Bolsas de Valores dos Estados Unidos.

Outro dado interessante são aqueles relativos a ofertas públicas IPOs (*initial public offering*). Segundo dados da [B3], houve também nesse período, um crescimento significativo de novas emissões.

Gráfico 38: Ofertas Públicas e IPOs



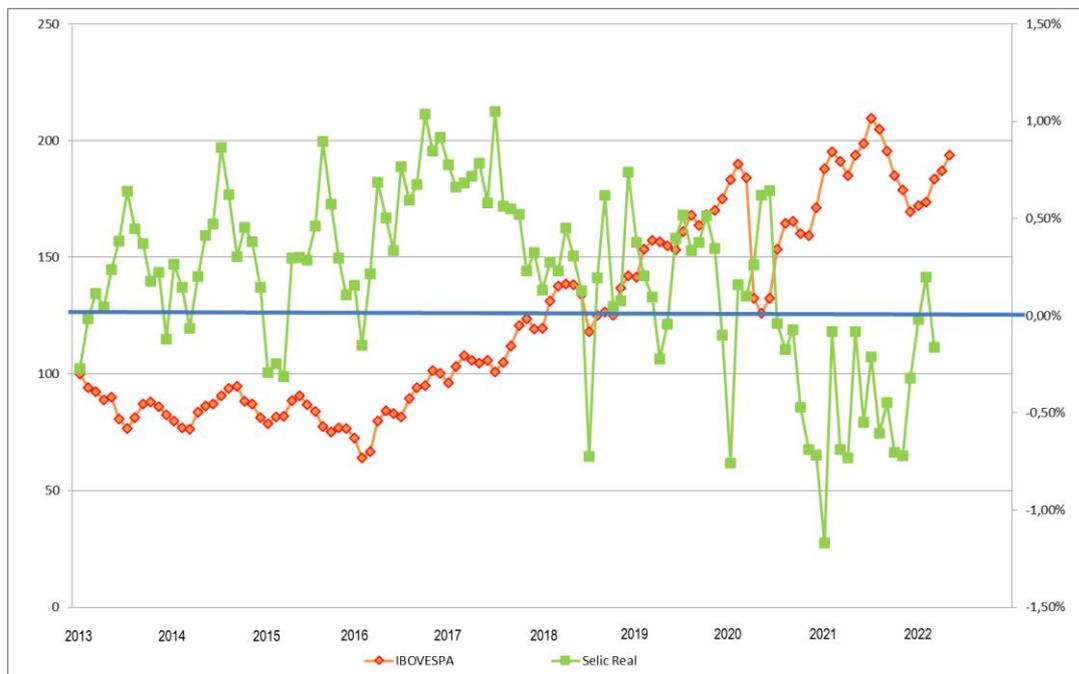
Fonte: Volume: [B3]

Analisando o Gráfico das Ofertas Públicas, percebemos um pico no ano de 2010 e depois uma certa estabilização de novas emissões abaixo dos 20 bilhões de reais até o ano de 2019. O pico em 2010 se deve à emissão de novas ações da Petrobrás, no valor de 120,36 bilhões de reais, ou 87 bilhões de dólares à época. Segundo a agência Reuters, “É de longe a maior operação do tipo já realizada, ultrapassando a emissão da empresa de telecomunicações japonesa NTT, que movimentou 36,8 bilhões de dólares em 1987 e até agora era considerada a maior oferta de ações do mundo”³¹.

As emissões dos últimos dois anos (2020 e 2021) perfizeram um total de 248,4 bilhões de reais, quase o dobro da histórica emissão da Petrobrás, em 2010. Tais emissões só foram possíveis dado a evolução do valor das ações e a disponibilidade de recursos para sua oferta.

31 Disponível em: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2010/09/petrobras-levanta-r12036-bi-em-mega-oferta-de-acoas-1.html> acesso em 25/03/2022.

Gráfico 39: Evolução do Ibovespa e da taxa Selic real



Fonte: IBOVESPA [B3], Selic BCB. Elaboração própria.

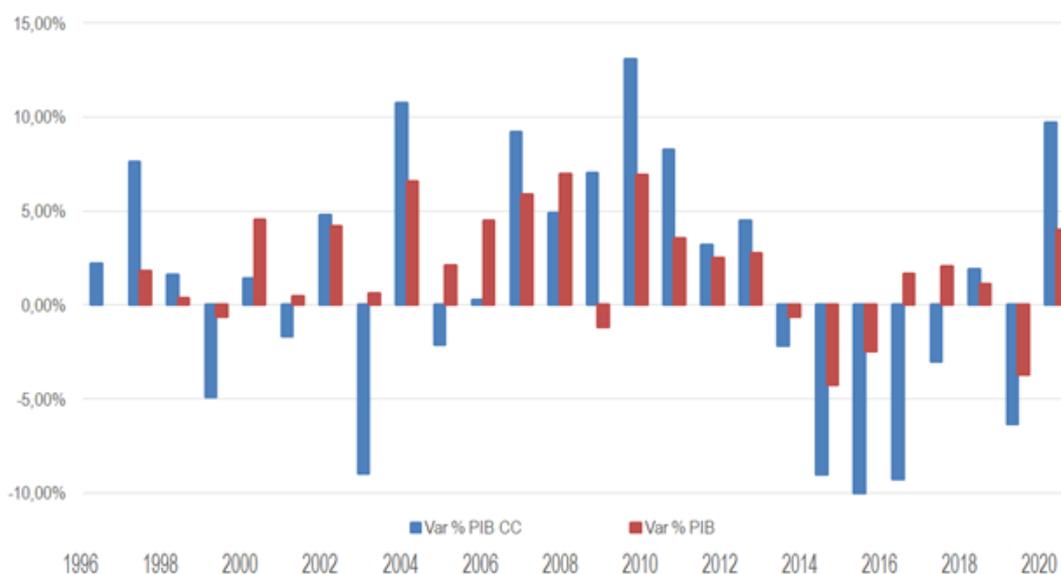
O Gráfico 39 nos mostra a evolução do Ibovespa e a taxa Selic real (Taxa Selic descontada a inflação medida pelo IPCA) e percebemos uma correlação negativa entre as taxas de juros e o índice Ibovespa, e de maneira mais clara, no período da pandemia COVID-2019. Apesar de que não se fale nos meios de comunicação em taxa de juros reais, o sentimento de que o rendimento da aplicação não está acompanhando o ritmo de elevação dos preços é bastante perceptível. Eis aí outra forma de destruir capital fictício. Bastou que a taxa Selic nominal começasse a subir, em meados de 2021, para que o índice Bovespa começasse a cair. No entanto, apesar da elevação da taxa Selic, ela ainda continua em termos reais negativa e, aos investidores perceberem isto, o mercado de ações voltou a atrair capitais, valorizando novamente o Ibovespa no final de 2021.

3.2 Setor da Construção Civil

O setor da construção civil é muito relevante para a economia brasileira, apresentando várias inter-relações com outros setores econômicos, além de ser uma importante fonte geradora de empregos. No final de 2021, o Produto Interno Bruto do setor foi estimado em 198,8 bilhões de reais (IBGE, Contas Nacionais, 4º trimestre de 2021). Segundo o Gráfico 41, a participação do setor da construção civil no PIB vem oscilando desde 1996, entre 4,5% a 6,0%. No entanto, levando em conta que o setor apresenta uma alta informalidade, e que para este setor “em 2019, os ocupados por conta-própria sem contribuição para a Previdência (41,9% do total) e os empregados sem carteira de trabalho no setor privado (19,9%) representavam 61,8% dos ocupados” (DIEESE, 2020, p. 2-3), certamente, a participação da construção civil na economia é bem maior.

O Gráfico 40 nos mostra a Variação do PIB geral e do PIB da Construção Civil (%) no período de 1996 a 2021. Percebemos uma alta correlação entre ambos os indicadores, além da maior volatilidade do setor em relação à economia como um todo.

Gráfico 40: Variação do PIB brasileiro e da construção civil (%)

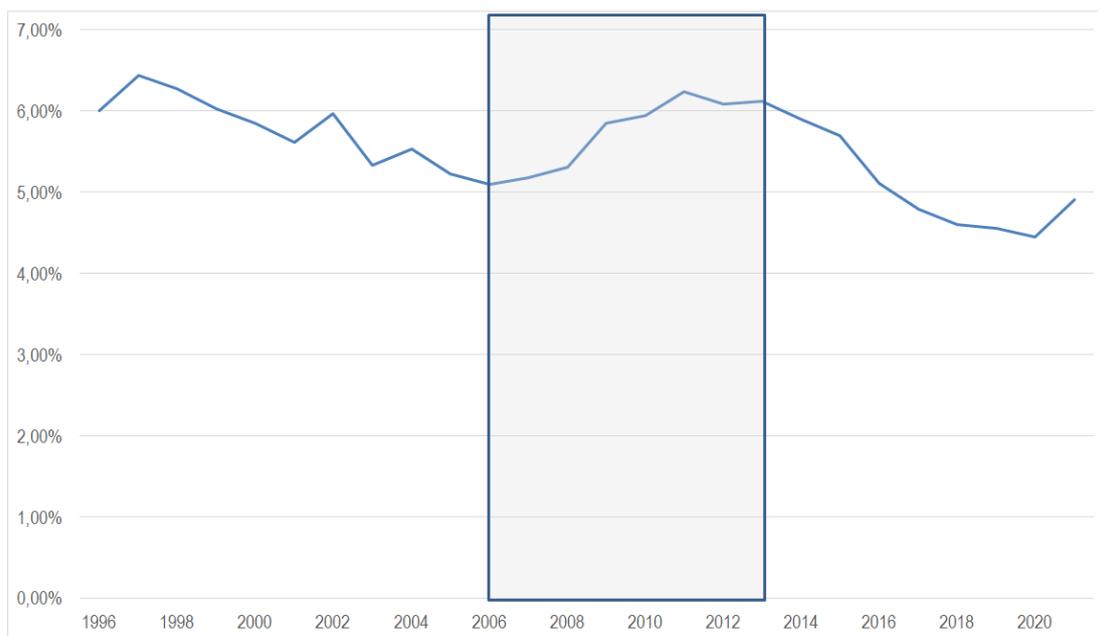


Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

A partir de 1997, a participação da construção civil no PIB começa a declinar, saindo de 6,4 % até chegar, em 2006, a 5,1%. De 2007 em diante, começa um período de recomposição da

participação do setor no PIB. A crise de 2008 fez com que o governo brasileiro apostasse no setor da construção civil, principalmente através do financiamento imobiliário e do programa Minha Casa Minha Vida, como medida de incentivo à economia, de forma a contrabalançar a crise. Este fator contribuiu para o salto na participação deste setor no PIB.

Gráfico 41: Participação da construção civil no PIB

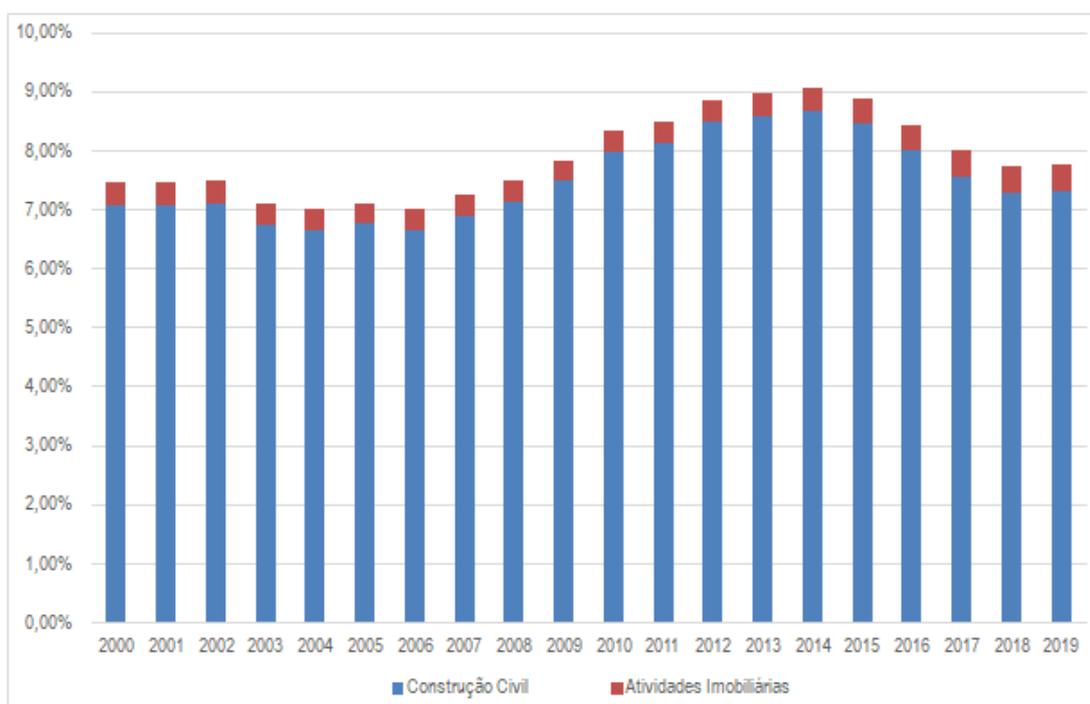


Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

A partir de 2014, começamos um período de queda da participação, reflexo do aumento nas taxas de juro e também da “Operação Lava Jato”, iniciada em março daquele ano e que, segundo o DIEESE, “As principais empreiteiras do país, envolvidas na investigação, registraram forte recuo nas suas atividades” (2020, p. 5).

A queda de aproximadamente 8% no PIB na construção civil teve impactos na atividade econômica, o que certamente contribuiu para uma queda de 4% do PIB no mesmo ano. Outros impactos importantes foram sentidos no mercado de trabalho, onde observamos, a partir de 2014, uma queda na participação do emprego da construção civil no total, da ordem de 1 ponto percentual em 4 anos. O Gráfico 42 nos mostra a queda da participação do setor da construção civil na geração total de empregos no Brasil.

Gráfico 42: Participação do setor da construção civil na geração total de empregos no Brasil

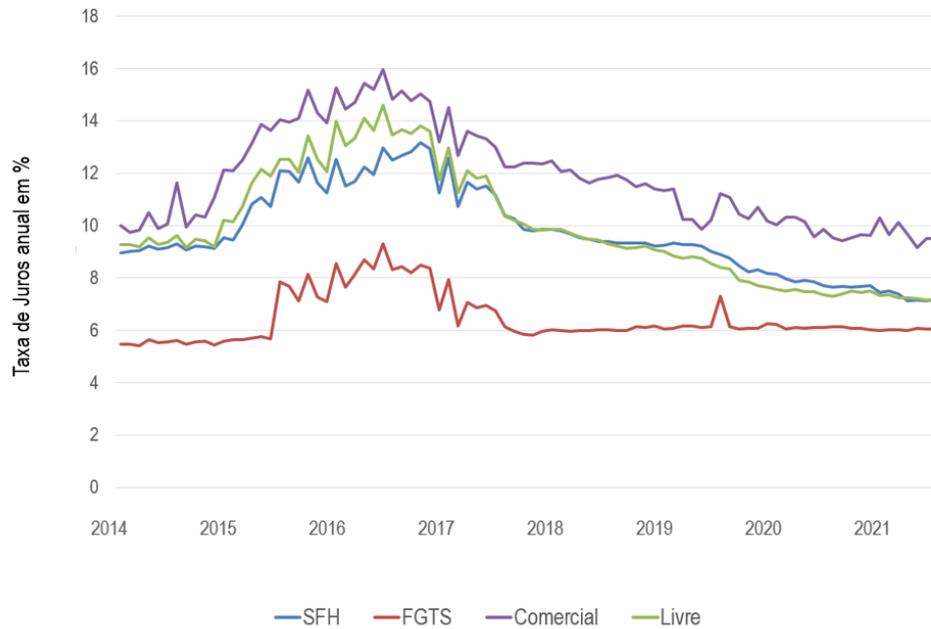


Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

No período de 2014 a 2017 assistimos a uma elevação da taxa de juros dos financiamentos, até o pico em agosto de 2016 (Gráfico 43). No entanto, a partir de 2016, passamos a ter uma queda da taxa de juros sem uma melhoria na produção e no emprego do setor. Somente em 2019, é que observamos uma melhoria no aumento da demanda por financiamento, sobretudo do SFH e do FGTS, o que também contribuiu para a elevação da participação do setor na geração de empregos como um todo.

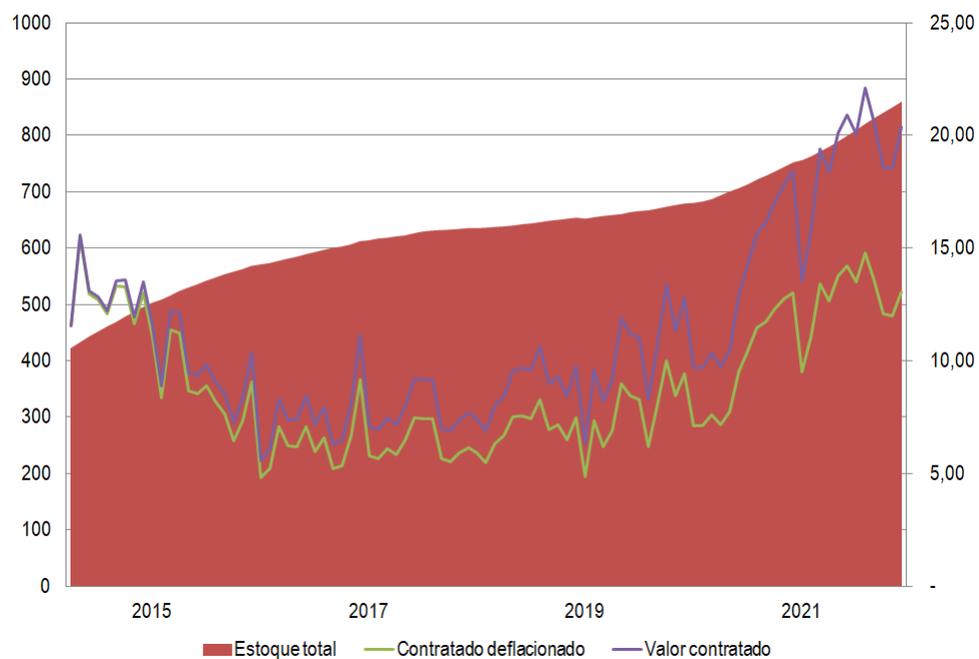
Apesar dos valores contratados de novos empréstimos, o setor imobiliário apresenta uma queda. No período de 2014 a 2016, assistimos a uma elevação do estoque das carteiras de crédito imobiliário, devido ao financiamento de longo prazo, sendo que no período de 2008 a 2014, tivemos uma expansão do setor e do crédito imobiliário.

Gráfico 43: Taxas de juros anuais nas modalidades de financiamento imobiliário de pessoas físicas



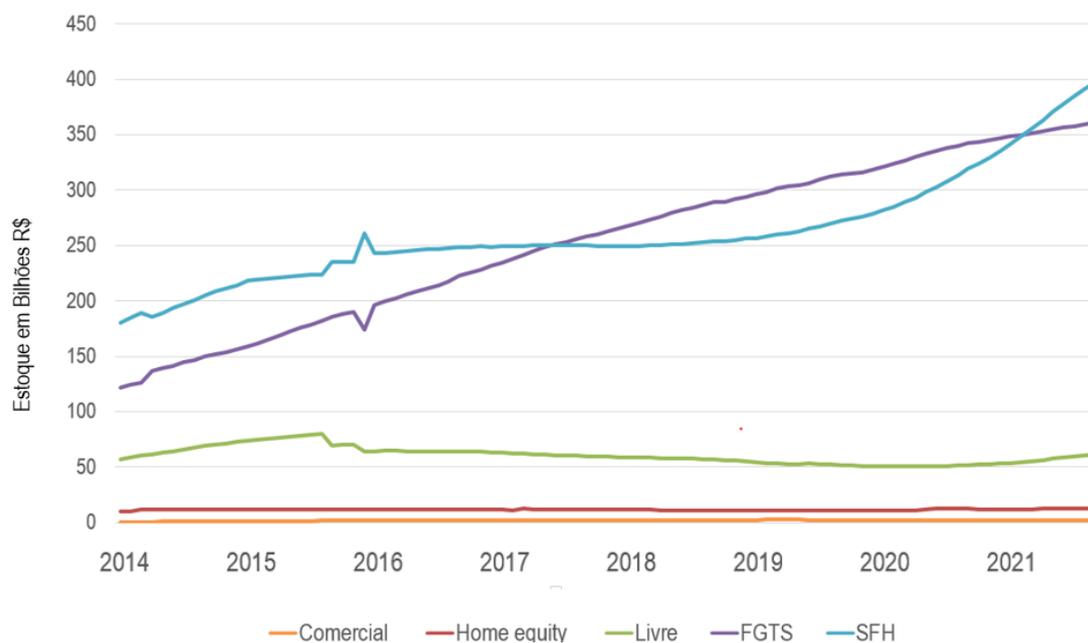
Fonte: BCB – Indicadores do Mercado Imobiliário

Gráfico 44: Valor contratado e estoque das carteiras de crédito imobiliárias (pessoas físicas e jurídicas)



Fonte: BCB – Indicadores do Mercado Imobiliário

Gráfico 45: Estoque das carteiras de crédito imobiliárias (pessoas físicas)

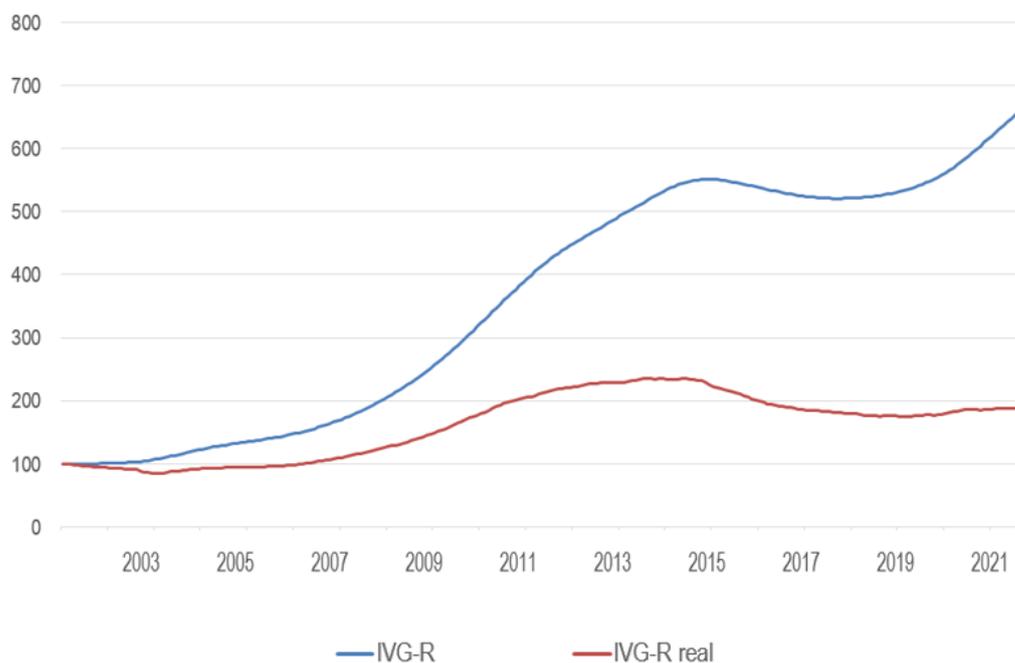


Fonte: BCB – Indicadores do Mercado Imobiliário

Ao analisarmos o Gráfico do Estoque de Crédito para pessoas físicas, percebemos que a parcela dos financiamentos relativos ao FGTS e SFH representaram, no final de 2021, cerca de 758 bilhões de reais, ou 91% do crédito imobiliário destinado a pessoas físicas. Desta forma, é possível avaliar o papel do SFI no financiamento de moradias, as modalidades “Comercial” e “Home Equity”, não estão ligadas a aquisição de moradias, a categoria “Livre” não representa sequer 7,4% do volume dos créditos imobiliários.

Ao deflacionarmos o IVG-R pelo IPCA, chegamos ao IVG-R real, que nos mostra a valorização ou a desvalorização real dos imóveis financiados. O Gráfico 46 nos mostra que houve um pico do preço dos imóveis em 2015. De 2016 a 2019, tivemos uma desvalorização nominal e real dos imóveis. Já 2019, passamos a ter nova valorização. O IVG-R real, linha vermelha, nos mostra uma discreta elevação dos preços dos imóveis, nos últimos dois anos, ao contrário do IVG-R, linha azul, que aponta uma forte valorização no mesmo período.

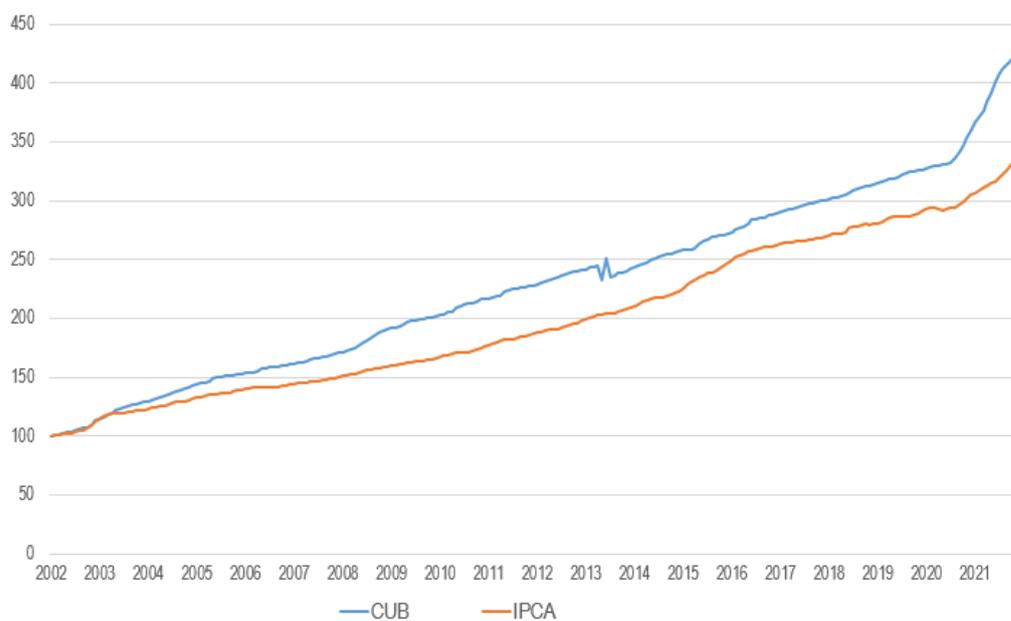
Gráfico 46: Índice de valores de garantia de imóveis residenciais financiados (IVG-R)



Fonte: BCB - SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais

A valorização dos imóveis a partir de 2019, pode ser atribuída a diversos fatores, sendo que os mais visíveis foram a queda das taxas de juros, a elevação dos índices inflacionários e, sobretudo, ao aumento do custo de produção. Este último fator pode ser verificado no gráfico 47 que compara a evolução do Índice nacional de custo da construção - disponibilidade interna (INCC-DI) com o IPCA. Já no Gráfico 48 utilizamos o IVG-R deflacionado pelo INCC-DI. Segundo este mesmo gráfico, podemos inferir que a relação entre os custos de produção e o preço de venda dos imóveis vem em uma trajetória de queda desde 2014. Em relação ao pico, o atual índice representa uma queda de 25%. Ou seja, a menos que tenha ocorrido um ganho de produtividade da ordem de 34%, no período de março de 2014 até dezembro de 2021, as margens ficaram mais apertadas. Somado a altas taxas de desemprego, movimento recente de alta dos juros, baixo crescimento econômico, queda na renda e inflação em alta, temos um cenário que justifica o do índice IMOB em relação ao IFIX e ao IBOVESPA.

Gráfico 47: Índice nacional de custo da construção (INCC-DI) x IPCA



Fonte: Ipeadata.

Base 100 em janeiro de 2002.

Gráfico 48: Índice de valores de garantia de imóveis residenciais financiados (IVG-R) deflacionado pelo INCC-DI



Fonte:

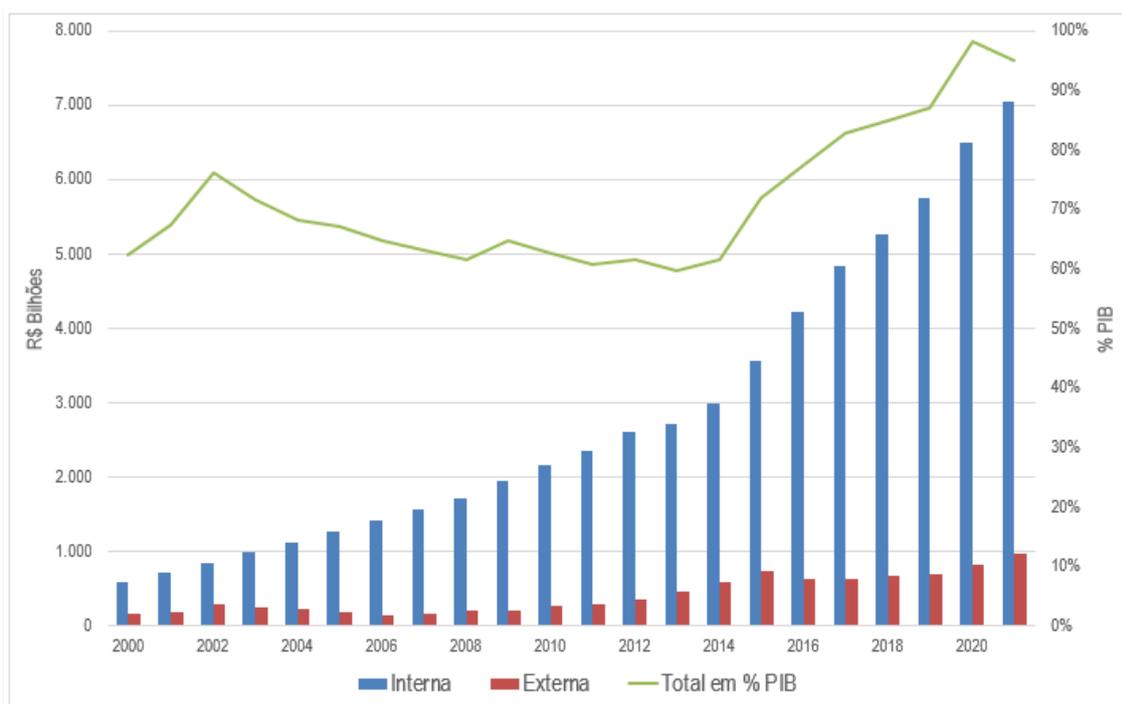
IVG-R: BCB - SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais,

INCC: Ipeadata.

3.3 Dívida Pública

A primeira classificação que podemos fazer sobre a DBGG é classificá-la quanto a sua denominação monetária; a “Dívida Interna”, em reais e a “Externa”, apresentada em outras moedas. Percebe-se claramente, no Gráfico 49, a preponderância da dívida interna em relação à externa. Outro ponto é o crescimento da DBGG no período de 2000 a 2021, tanto em termos nominais quanto em porcentagem do PIB. Em relação aos valores nominais, chegamos ao pico em dezembro de 2021 a 7,05 trilhões de reais na dívida interna e quase um trilhão de reais na externa, resultando em uma DBGG de aproximadamente 8 trilhões de reais. O Gráfico 49 nos mostra mais claramente a evolução da DBGG.

Gráfico 49: Composição da dívida bruta do governo geral - DBGG

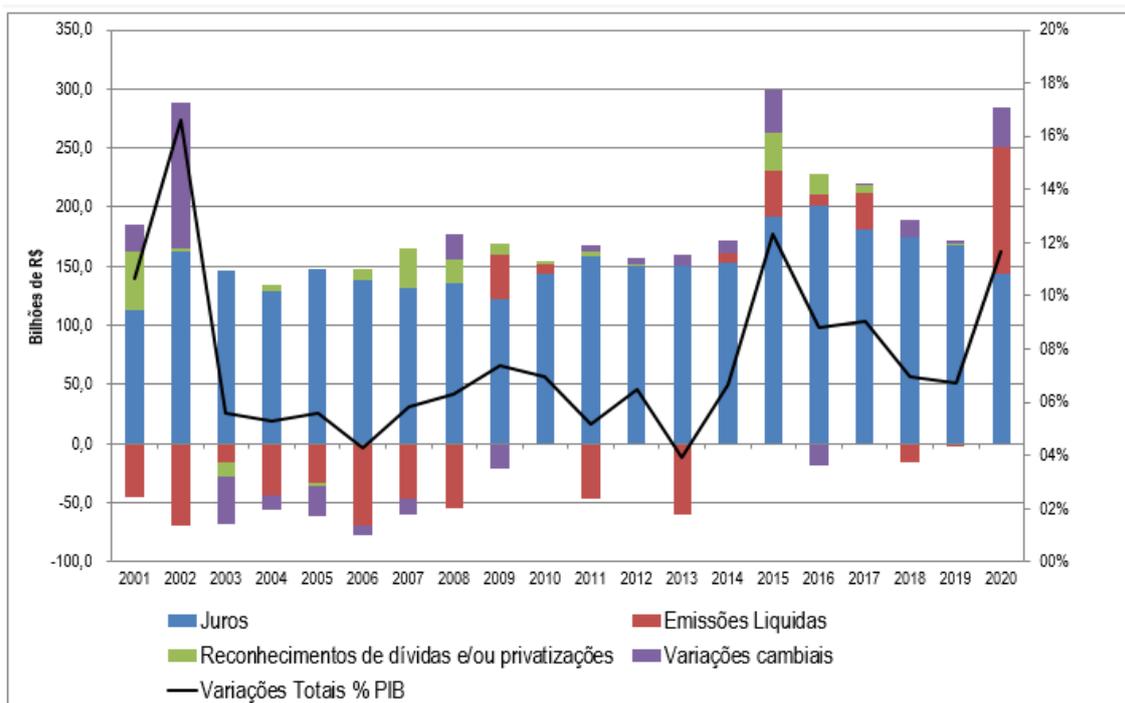


Fonte: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil.

Ao analisarmos a relação Dívida/PIB, o pico foi em 2020, quando a dívida interna chegou a representar 87% do PIB, a externa 11%, perfazendo um total de 98%. Em contrapartida, a menor relação Dívida/PIB foi apresentada em 2013, quando a Dívida Interna representava cerca de 51% do PIB e a externa, menos de 9%, perfazendo menos de 60% da DBGG. Observa-se que

no período de 2013 a 2021, a variação da relação DBGG/PIB saltou 38 pontos percentuais, a despeito da implantação do “Teto de Gastos”. A fim de analisarmos este crescimento, foram observados os principais fatores condicionantes da evolução da DBGG, quais são: juros, emissões líquidas, reconhecimento de dívidas, privatizações e variações cambiais.

Gráfico 50: Fatores condicionantes da evolução da dívida bruta do governo geral - DBGG



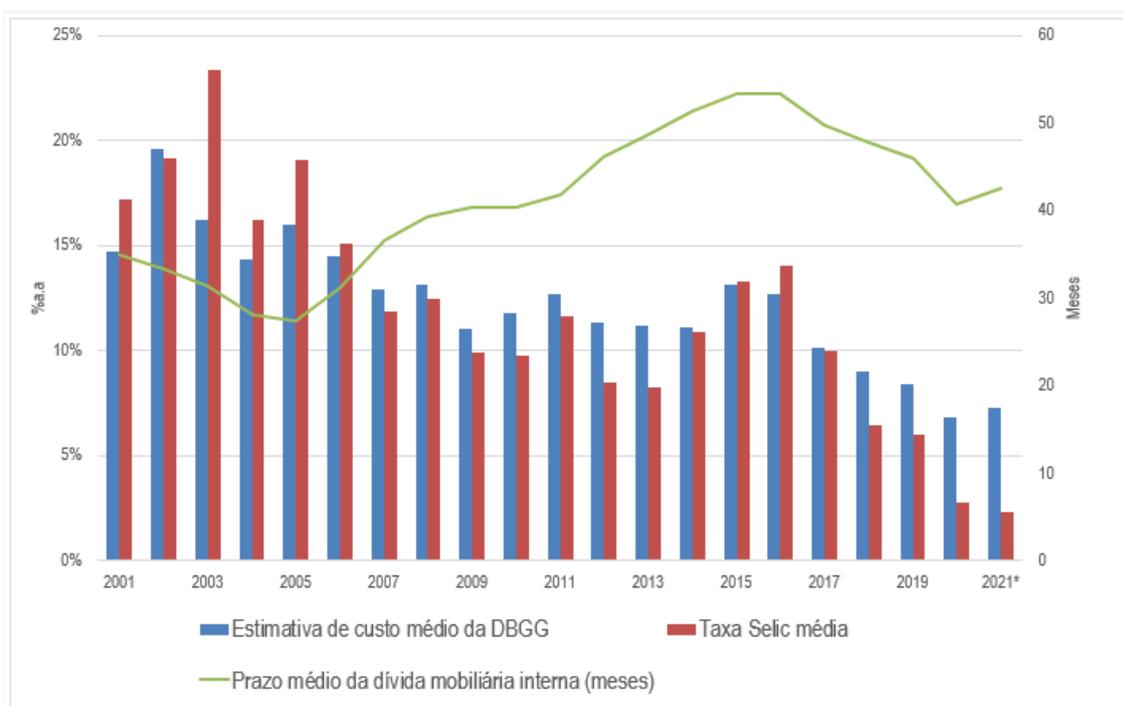
Fonte: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil. Dados deflacionados pelo IPCA, valores de 2001.

O gráfico 50 nos mostra que o principal fator da elevação da DBGG neste período foram os juros, que representaram ano a ano a maior participação em relação à soma dos demais componentes. No ano de 2002, devido à desvalorização cambial, tivemos uma grande contribuição do item “variações cambiais”, embora menor do que os juros, na variação total dos componentes em relação ao PIB. Durante os dois governos de Luis Inácio Lula da Silva (2003 a 2010), as variações cambiais contribuíram negativamente para as variações totais, devido à apreciação do real em relação às demais moedas. Entretanto, o impacto deste componente não ocorre imediatamente, somente quando são emitidos títulos ou incorporados juros ao seu estoque.

Outro ponto destacado pelo gráfico são as emissões líquidas, que no período de 2001 a 2008, além de 2011, 2013 e 2018, apresentaram resultados negativos, contribuindo para frear o crescimento da DBGG. A maior emissão líquida de novos títulos ocorreu em 2020, devido à pandemia da Covid 19, que exigiu um auxílio financeiro à população. A soma destes componentes em relação ao PIB apresentou, nos anos de 2006 e 2013, as menores variações em torno de 4% do PIB, devido ao resgate de dívida, fruto de grandes superávits fiscais.

Voltemos aos juros, cuja contribuição é o principal componente da variação da DBGG. A conta de juros depende de diversos fatores, um deles é a execução da política monetária. A taxa de juros vem sendo utilizada como uma medida contracionista importante, de forma a controlar o processo inflacionário. Outro componente que impacta os juros são as necessidades de financiamento do setor público. Os superávits primários do Governo Federal geram contrações da liquidez e tendem a ser neutralizados por expansões da liquidez, geradas através dos resgates de títulos da dívida em poder do público. Já os déficits primários geram expansões da liquidez e tendem a ser neutralizados com novas emissões de títulos públicos, o que gera uma pressão sobre a taxa de juros.

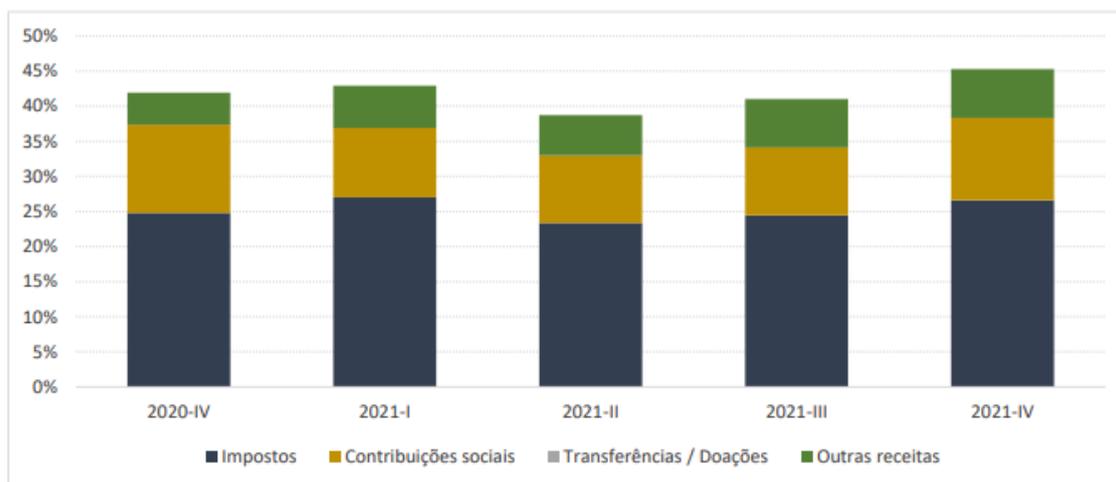
Gráfico 51: Principais componentes da evolução da conta de juros da DBGG



Fonte: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil. 2021* dados preliminares.

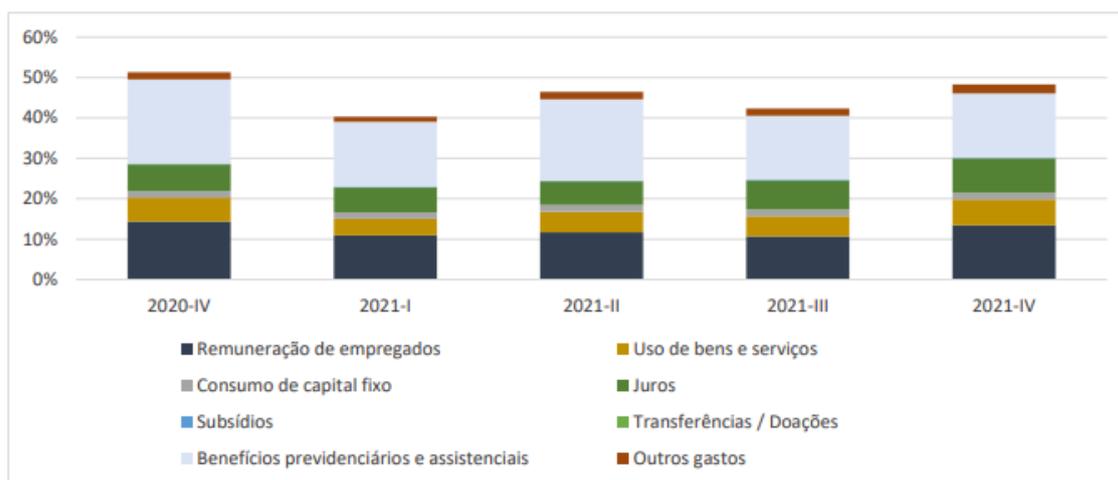
Podemos visualizar no Gráfico 51 que, a despeito da queda da taxa Selic para a sua mínima histórica, houve uma queda também na “Estimativa de custo médio da DBGG”, não na mesma proporção da anterior, mas este fator, associado à recuperação da economia no ano de 2021 e ao resultado primário positivo do governo contribuiu para que a relação DBGG/PIB caísse de 98,1% em 2020 para 94,8% em 2021, uma queda de 3,9%. Segundo o Boletim de Estatísticas Fiscais do Governo Geral, no ano de 2021, a necessidade líquida de financiamento do Governo Geral – NLFGG caiu no quarto trimestre de 9,8% do PIB, no ano anterior, para 3,4% PIB, Gráfico 53. Essa variação se deve principalmente ao aumento nominal de 21,2% da receita do Governo Geral, (3,4% do PIB) Gráfico 52, fazendo com que a receita saltasse de 41,9% do PIB para 45,3%. Ao mesmo tempo, houve um aumento menor da despesa do governo, Gráfico 53, o que implicou em uma queda da relação da Despesa/PIB de 51,3% em 2020 para 48,7% em 2021. Esta queda pode ser explicada pela queda no valor dos benefícios sociais (queda de 14,7% em termos nominais).

Gráfico 52: Composição da receita do governo geral – 2020/2021 Dados em: % PIB



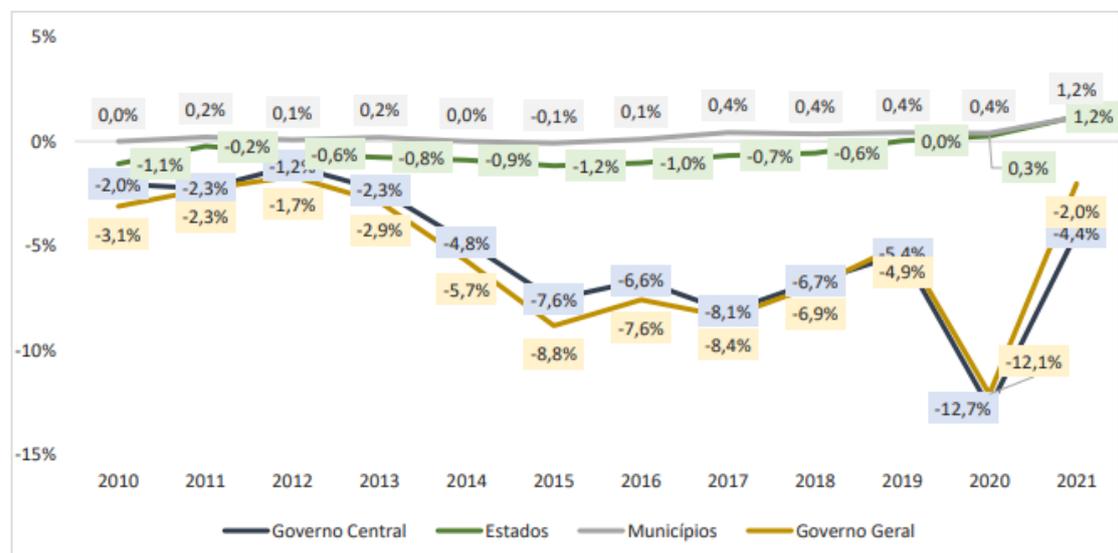
Fonte: STN, IBGE e BCB. Elaboração BCB.

Gráfico 53: Composição do gasto do governo geral - 2020/2021 Dados em: % PIB



Fonte: STN, IBGE e BCB. Elaboração BCB.

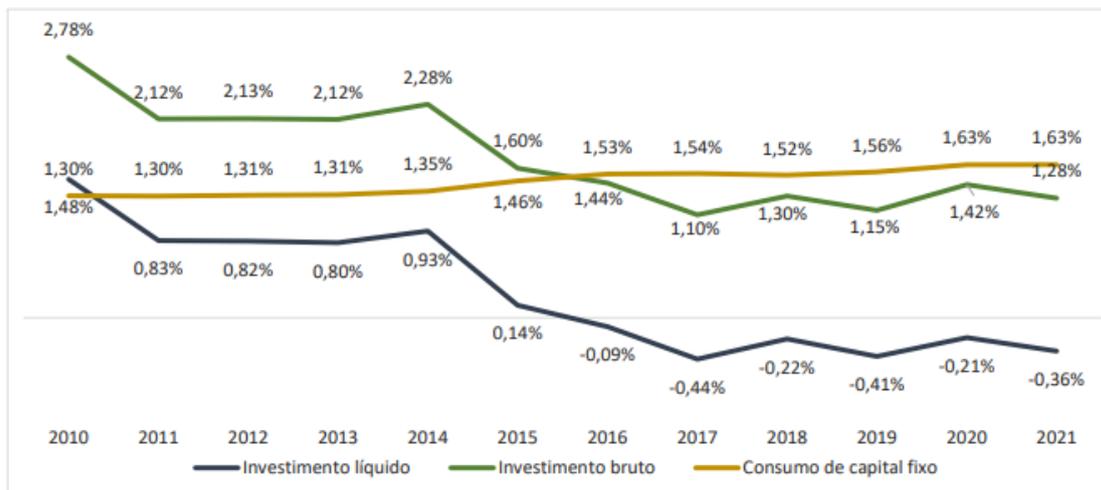
Gráfico 54: Necessidade de financiamento líquido por esfera de governo – 2010/2021 Dados em: % PIB



Fonte: STN, IBGE e BCB. Elaboração BCB.

Em relação ao investimento, desde 2016, o investimento bruto do governo não é suficiente para sequer repor o consumo de capital fixo, implicando em investimentos líquidos negativos ou queima de capital fixo, vide Gráfico 55.

Gráfico 55: Evolução do investimento líquido, consumo de capital fixo e investimento bruto do governo geral - 2010/2021 Dados em: % PIB



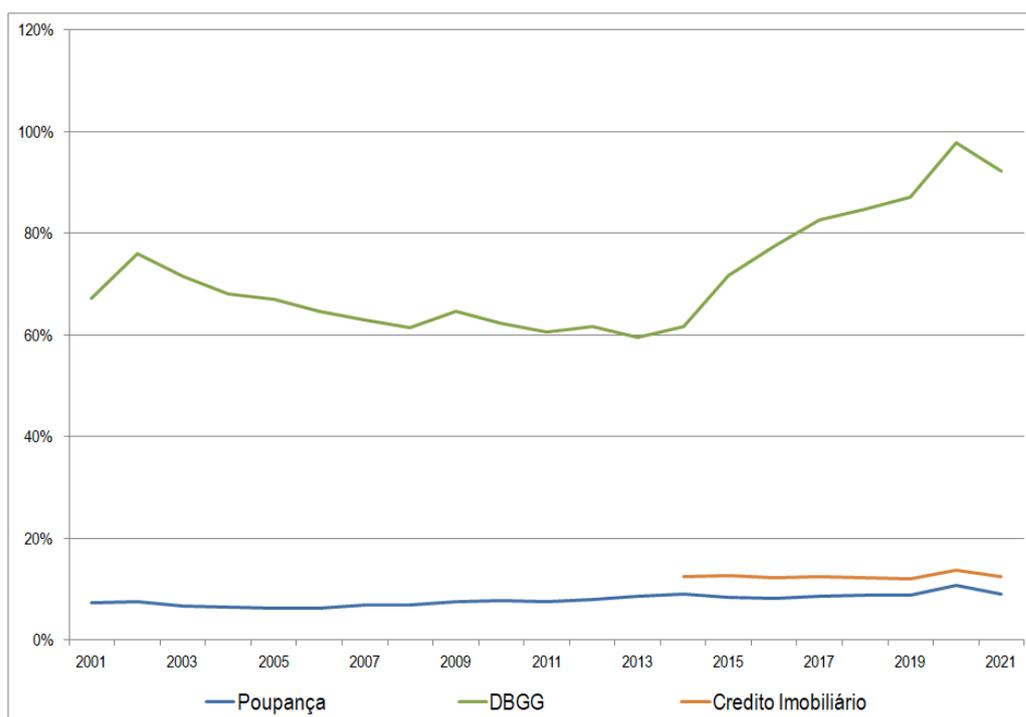
Fonte: STN, IBGE e BCB. Elaboração BCB.

3.4 Dinâmica Recente do Capital Fictício no Brasil

Ao analisarmos o Gráfico 56, percebemos que o Estoque da Dívida Bruta do Governo Geral sempre teve um volume muito maior do que o crédito imobiliário. O Saldo das cadernetas de poupança é um bom indicador da série de crédito imobiliário, uma vez que 65% dos recursos da poupança estão vinculados ao crédito imobiliário. Em 2021, representou 73% do valor do crédito imobiliário.

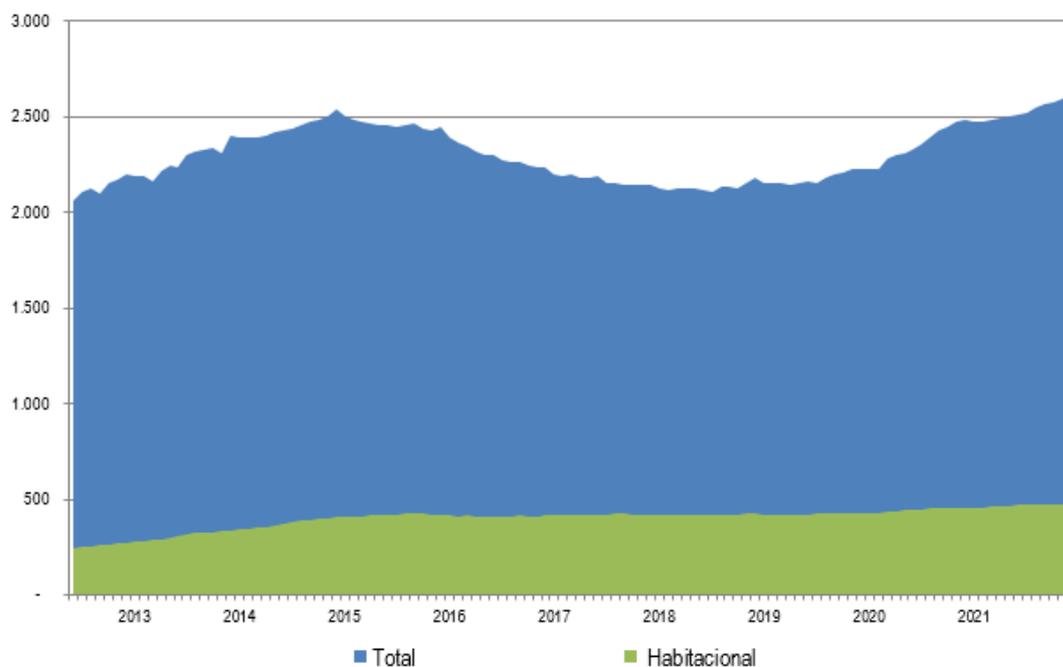
Outra forma de avaliarmos o crédito imobiliário é compararmos o crédito habitacional com o crédito total. Desta forma, percebemos que o crédito habitacional, incluindo os empréstimos a pessoas físicas e jurídicas, apresentado no Gráfico 56, representou em média, no período de Junho de 2012 a Dezembro de 2021, cerca de 17% dos créditos registrados no Banco Central.

Gráfico 56: Estoque, em 31/12/2021, dos indicadores em % PIB.



Fonte: DBGG: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil.
 Crédito Imobiliário: BCB – Indicadores do Mercado Imobiliário
 Poupança: Ipeadata.

Gráfico 57: Volume de crédito total e habitacional, junho 2012 a dezembro de 2021*.

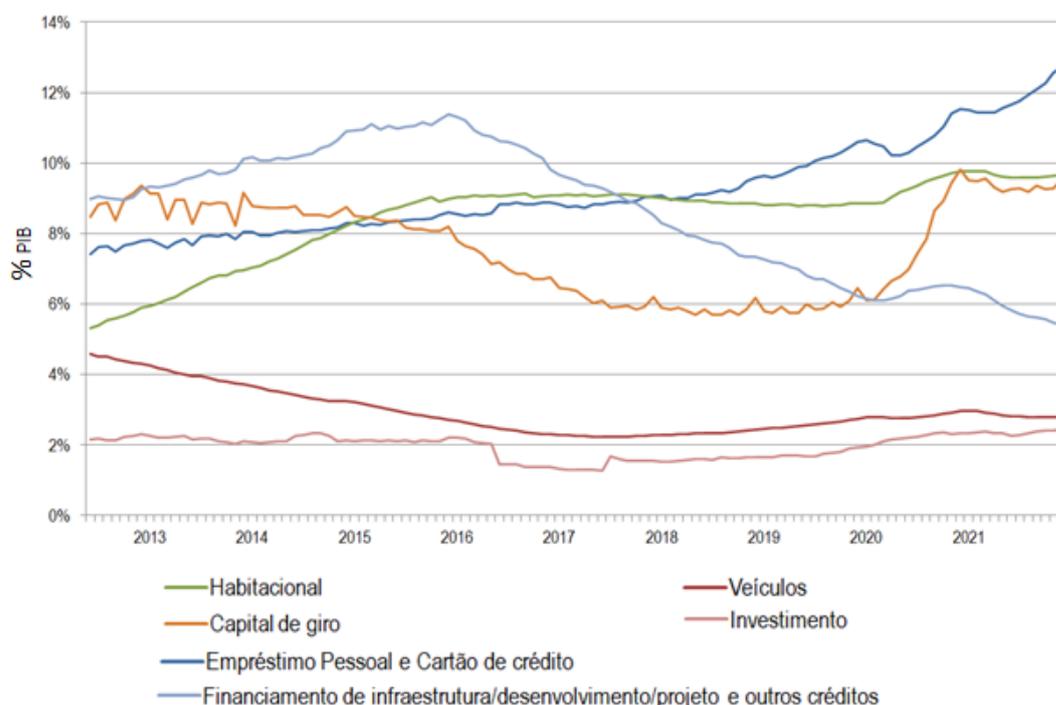


Fonte: SCR BCB

* Valores reais deflacionados pelo IPCA, base junho de 2015.

O Gráfico 58 compara as diversas modalidades de empréstimos no Brasil, em relação ao Produto Interno Bruto. O Crédito Pessoal, incluído aí o Cartão de Crédito, foi a principal modalidade de empréstimos feitos no Sistema Financeiro Nacional, representando 12,7% do PIB. Em seguida, tivemos o crédito imobiliário com 9,7%, mas percebe-se que, a partir da segunda metade do ano de 2021, houve uma elevação da modalidade de crédito de capital de giro, fazendo com que o mesmo se aproximasse do crédito imobiliário com 12,6% do PIB. O crescimento desta última modalidade está associada à pandemia do COVID-19. No entanto, o crédito habitacional apresentou um crescimento acelerado no período anterior a 2016, e como são financiamentos de longo prazo, não apresentou grandes variações até o início do ano de 2020. Com a queda das taxas de juros, já discutida anteriormente, tivemos uma nova elevação, a partir de meados de 2020, quanto a participação dos financiamentos habitacionais em relação ao PIB.

Gráfico 58: Volume de crédito por segmento 2012-2021



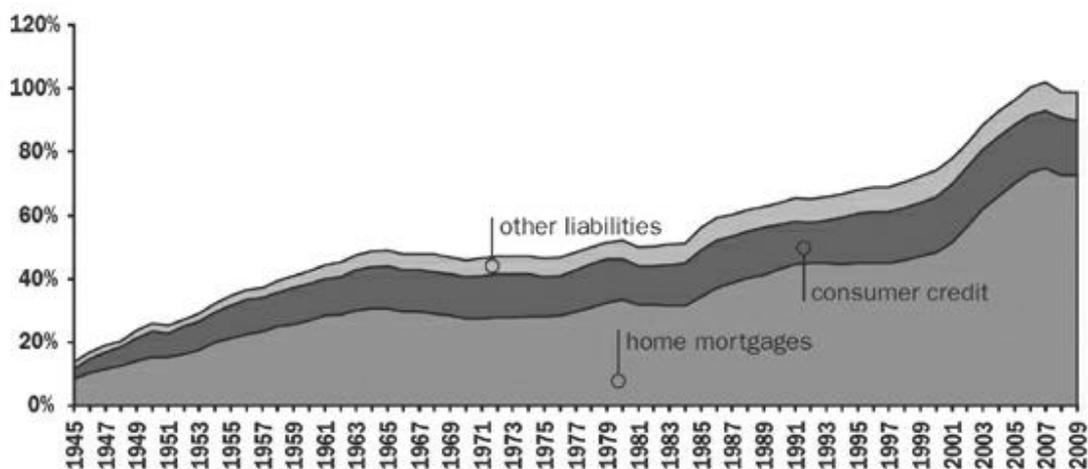
Fonte: SCR BCB

Ao compararmos o Gráfico 58 com o Gráfico 59, extraído de Lapavitsas (2013), percebemos que nos Estados Unidos, a parcela do crédito habitacional em relação ao Produto Nacional Bruto -

PNB chegou a representar cerca de 70% em 2009. Quanto ao “crédito ao consumidor”, incluindo aí veículos, não chegou a 10%. Aqui no Brasil, se somarmos o crédito pessoal e o de veículos, chegamos a mais de 15% do PIB, ou seja, as principais dívidas do brasileiro não estão na aquisição da casa própria, e sim, no crédito ao consumo.

Dívida significa que não somos mais “livres para escolher”, como supõe Milton Friedman em seu elogio ao capitalismo. O capital não perdoa nossas dívidas, conforme pede a Bíblia, ele insiste que nós as quitamos com produção futura de valor. O futuro já foi anunciado e encerrado (pergunte a qualquer estudante que tenha 100 mil dólares de empréstimo universitário para pagar). A dívida nos aprisiona em certas estruturas de produção futura de valor. Trata-se do meio predileto do capital de impor sua forma particular de escravidão (Harvey, 2018. p. 201).

Gráfico 59: Composição das dívidas familiares em relação ao PNB dos Estados Unidos 1945-2009.

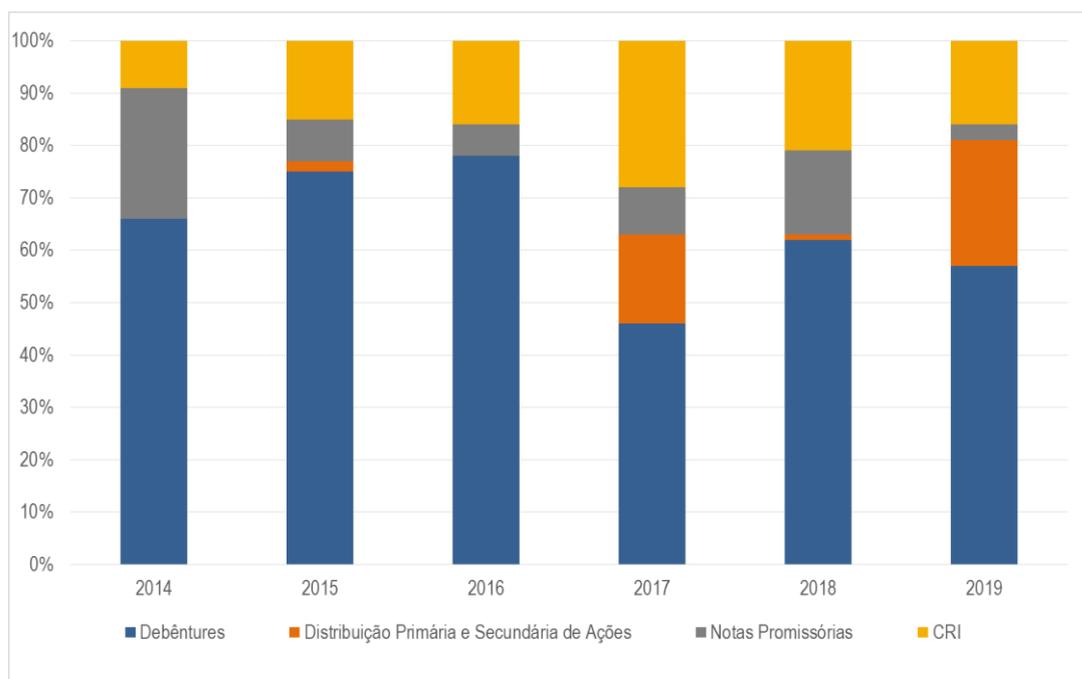


Fonte: Lapavitsas. 2013, p. 336.

Torres, Tonucci e Almeida (2022) nos apresentam as fontes de captação das empresas imobiliárias. Percebe-se claramente que a principal modalidade utilizada é a emissão de debêntures, títulos emitidos por Sociedades Anônimas que podem apresentar como garantia hipotecas ou ativos da empresa. Quanto à tributação, ela se divide em dois tipos: as incentivadas, que são utilizadas para o financiamento de infraestrutura no país e isentas de Imposto de Renda e as comuns, muito utilizadas em reestruturação de dívidas, incidindo sobre

elas o imposto de renda regressivo, de acordo com o período de aplicação (de 22,5% aplicações inferiores a 180 dias até 15% para aplicações superiores a 720 dias).

Gráfico 60: Participação das principais fontes de captação de recurso das empresas imobiliárias e o volume de créditos securitizados (2014-2019)



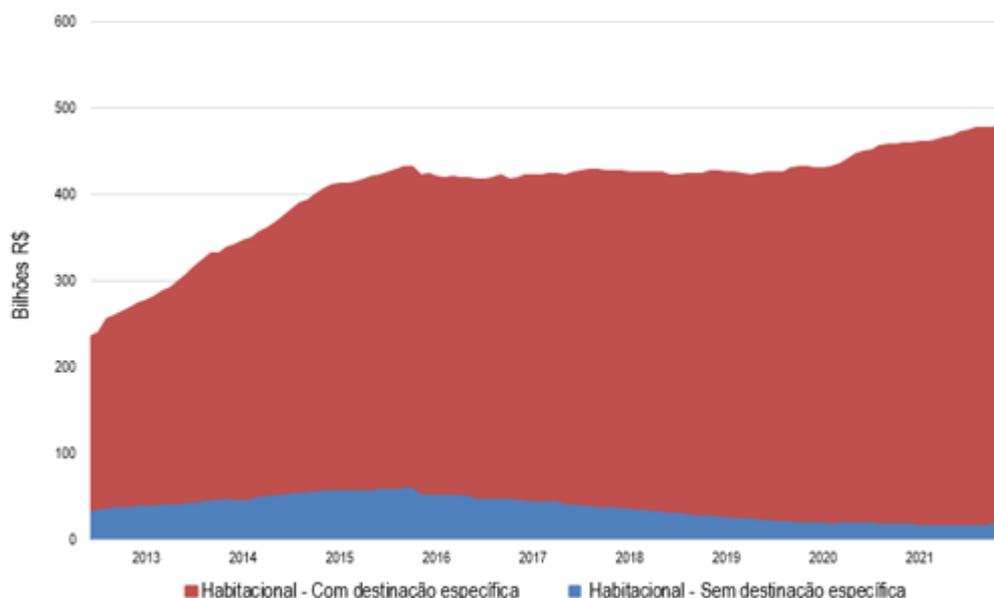
Fonte: Torres, Tonucci e Almeida, 2022, p. 52.

Outra importante fonte de recurso em 2019 foi a emissão de novas ações das empresas imobiliárias, aproveitando-se do ambiente favorável da bolsa de valores. No entanto, nos demais anos, temos a vice-liderança disputadas pelas CRIs e Notas Promissórias.

O Crédito Imobiliário brasileiro, embora venha crescendo, ainda é pequeno se compararmos aos Estados Unidos. Mesmo se compararmos ao crédito total, o crédito habitacional representa, em dezembro de 2021, apenas 18% do crédito total (Gráfico 56). Todavia, se pegarmos o Crédito Habitacional e desmembrá-lo em crédito sem destinação específica e com destinação específica, Gráfico 61, percebemos que em dezembro de 2021, o crédito sem destinação específica não representou sequer 1% do crédito habitacional e, em relação ao crédito total, 0,08%. Tal fato demonstra o papel do Estado no provisionamento de crédito para o setor habitacional. A “solução de mercado” parece muito pouco efetiva.

Comparativo entre o Crédito Habitacional com e sem destinação específica*

Gráfico 61: Comparativo entre o crédito habitacional com e sem destinação específica*

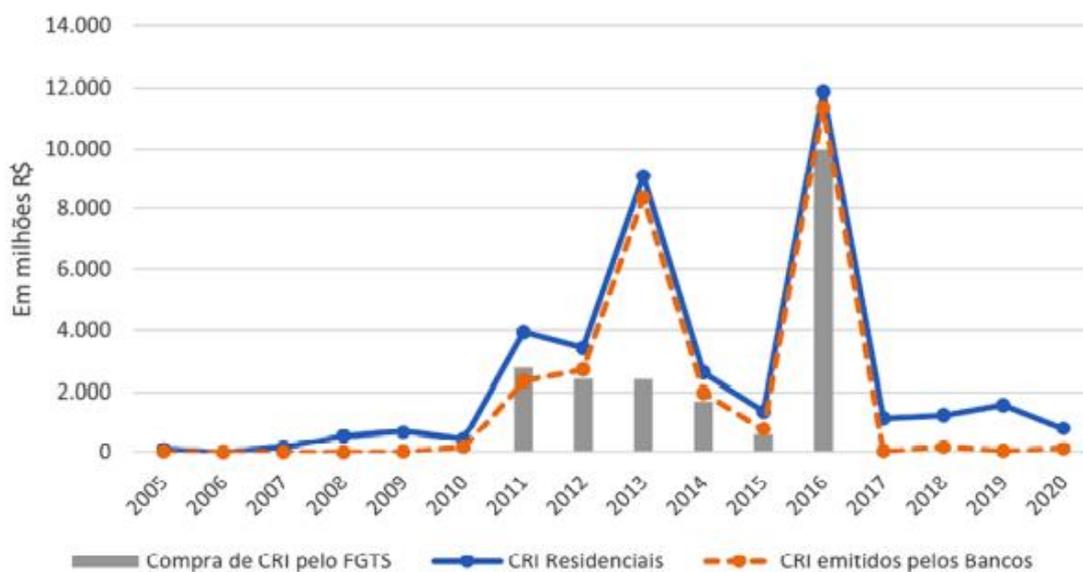


Fonte: SCR BCB

* Valores reais deflacionados pelo IPCA. Base, junho de 2015.

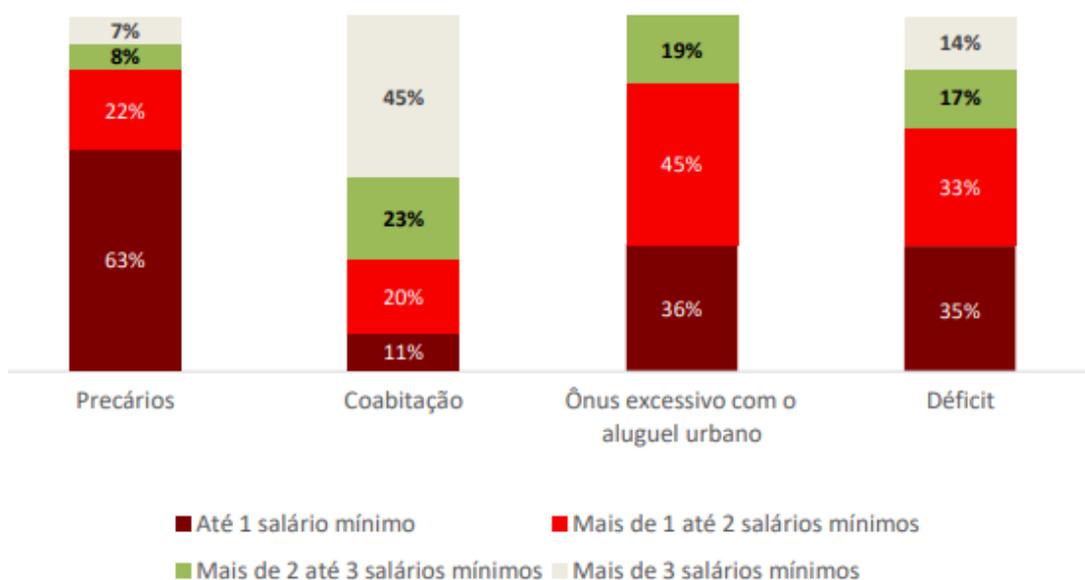
Torres, Tonucci e Almeida (2020), apresentaram no Gráfico 62, os papéis dos bancos e do FGTS no mercado de CRIs residenciais. Percebe-se claramente o uso de uma contribuição compulsória dos trabalhadores (FGTS), sendo utilizada para grandes compras de CRIs, de 2011 a 2016. Tal fato nos mostra que, mesmo no SFI (por meio do qual se acreditava que o mercado seria capaz de resolver os problemas de funding), sem o dinheiro do Estado não consegue se desenvolver. “Royer (2016) e Abreu (2019) haviam demonstrado a relevância do Estado para a securitização residencial no País, mas à luz dos novos dados, é possível perceber que o Estado não é apenas importante, mas central nesse processo” (Torres, Tonucci e Almeida, 2022, p. 46.) A partir de 2017, com a saída do FGTS, o mercado praticamente voltou aos patamares de 2010. Outro ponto abordado pelos autores é “a falta de um movimento espontâneo por parte dos bancos para a securitização de suas carteiras de financiamento imobiliário” (Torres, Tonucci e Almeida, 2020, p. 47).

Gráfico 62: O papel das instituições bancárias e do FGTS na securitização residencial (2005-2020)



Fonte: Torres, Tonucci e Almeida, 2022, p.46.

Gráfico 63: Participação das faixas de renda nos componentes e no déficit habitacional do Brasil – 2016



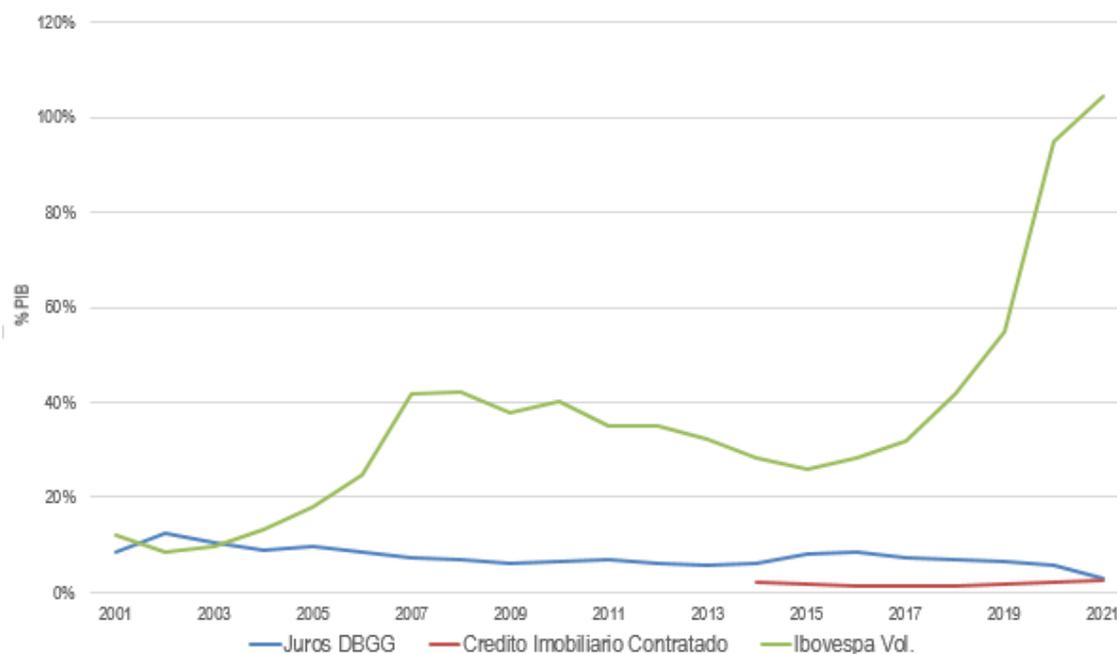
Fonte: Fundação João Pinheiro, 2021, p. 41

O Gráfico 63 nos mostra que 68% do déficit habitacional brasileiro se refere à população com renda familiar de até dois salários mínimos, população esta que não apresenta condições de financiar imóvel algum. Sem uma política habitacional altamente subsidiada, como foi o PMCMV faixa 1, esta população continuará sujeita a moradias precárias, sendo que o percentual deste grupo chega a 85% dos domicílios precários.

Royer (2009), propôs a seguinte questão “Afinal, como construir um mercado secundário de hipotecas, diante do alto retorno e pouco risco dos títulos do tesouro nacional?” (Royer, 2009, p. 15). Infelizmente, não bastou reduzir o retorno dos títulos do tesouro nacional, pois os recursos foram para a bolsa de valores (Gráfico 32 e Gráfico 36). Vários fatores podem ser apontados para este comportamento. Um deles é a alta do INCC-DI, em relação à inflação; o agravamento do desemprego; a queda da renda real; a falta de uma política habitacional consistente e que buscasse reduzir o déficit habitacional; a preferência dos poupadores por aplicações mais líquidas e a ocorrência de taxas de juros reais negativas. Mas o que faz as pessoas investirem na Bolsa? Bonaldi (2010) apresenta cinco razões:

- Influência dos agentes;
- Iniciativas voltadas à “educação” de pequenos investidores;
- Impactos das redes sociais;
- Softwares e tecnologias que assessoram e equipam o pequeno investidor;
- Associação entre o investimento e o universo cultural dos jogos.

Gráfico 64: Volume financeiro anual, juros da DBGG, crédito imobiliário contratado e IBOVESPA



Fonte: Juros DBGG: Séries temporais – Série histórica dos Fatores Condicionantes da DLSP. Banco Central do Brasil.

Crédito Imobiliário: BCB – Indicadores do Mercado Imobiliário

Ibovespa: [B3].

Estes cinco elementos associados fazem com que mais e mais investidores procurem a bolsa de valores (Gráfico 32) como uma fonte de ganhos financeiros. Bonaldi (2010) conclui que boa parte destes investidores individuais não apresenta conhecimento adequado e não está psicologicamente preparada para a atuação no mercado de ações. Segundo o mesmo autor,

... a construção social do pequeno investidor na Bolsa foi um desafio empírico intrincado, encaminhado pela articulação de interesses, redes de relações e instituições extremamente variadas entre si, bem como de uma ampla mobilização de recursos tecnológicos e simbólicos (Bonaldi, 2018, p. 2).

Pequenos investidores, sem muito conhecimento, compram ações porque outros compraram e propagaram aos quatro ventos que ganharam dinheiro com isso. Redes sociais turbinam estas influências. Somam-se ainda cursos oferecidos, alguns gratuitos outros pagos, que dão maior

segurança a estes investidores que buscam oportunidades de ganhos diariamente. Pequenos ganhos impulsionam a sua atuação e perdas passam a ser consideradas experiências negativas que serão evitadas. Dicas, opiniões, experiências de outros, tudo isso entra no caldeirão da imaginação do pequeno investidor.

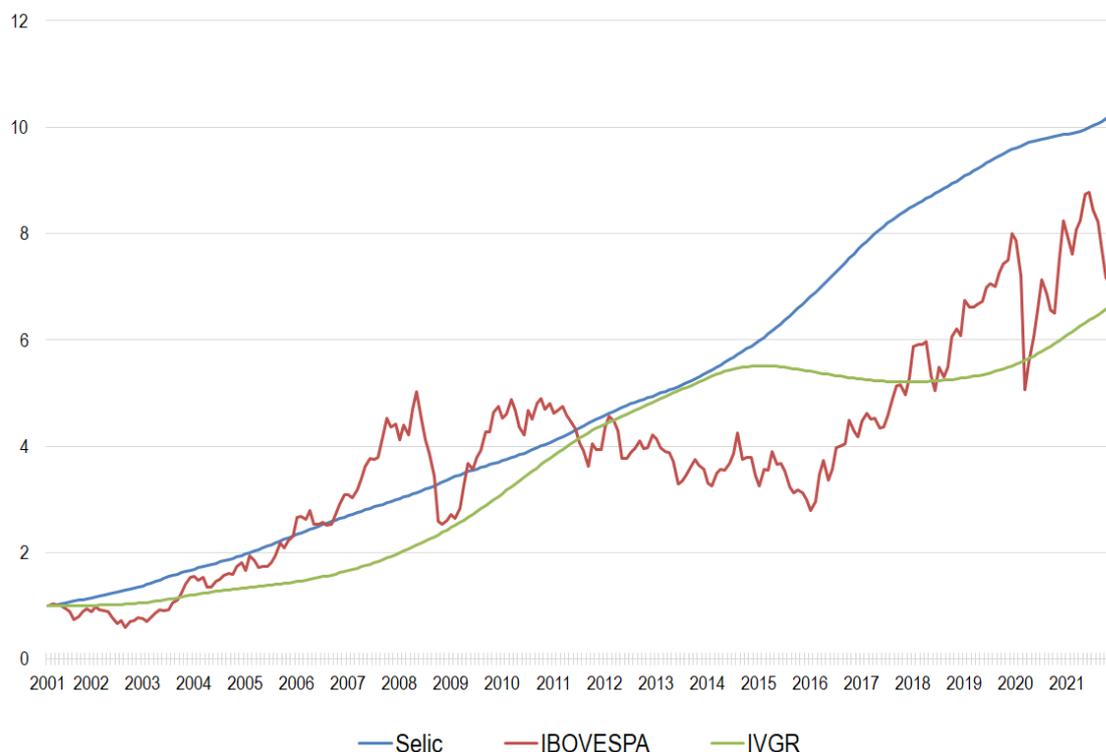
Segundo Bonaldi (2018):

Não obstante, a figura mais surpreendente dessa profusão de iniciativas educacionais é a dos “professores de Bolsa de Valores”. Autointitulados como tais, esses indivíduos apresentam-se como investidores experientes e bem-sucedidos na Bolsa, que abrem empresas de comercialização de serviços e produtos educacionais para o pequeno investidor. Carismáticos, comunicativos e didáticos, eles escrevem livros, gravam DVDs e vídeos na internet sobre técnicas e métodos de investimento, oferecem cursos pagos, palestras ou workshops, disputando entre si inserções na mídia especializada, convênios e acordos com as principais corretoras de valores e, obviamente, a preferência e a fidelidade de clientela que, por vezes, os tratam como “gurus” do investimento em ações (Bonaldi, 2018, p. 4-5).

Uma das justificativas destes “professores de bolsa de valores”, segundo Bonaldi, é a de que “a longo prazo, a Bolsa é sempre um investimento interessante. (...) ao observarmos a trajetória do IBOVESPA em um cenário de longo prazo, percebemos que o índice está sempre crescendo” (Bonaldi, 2010, p. 69). Outra estratégia apontada é a comparação entre dois investidores, um avesso aos riscos, que só aplica em renda fixa e outro, audaz, que busca a bolsa a longo prazo. O investidor da renda fixa consegue se aposentar com uma idade avançada e usufrui de sua poupança alguns anos. Aquele que optou pela bolsa, ao longo do tempo percebe que está ganhando mais com as ações e decide parar de trabalhar mais cedo. Assim, a bolsa apresenta um rendimento superior às das demais aplicações, valendo a pena correr o risco.

A fim de testarmos esta afirmativa, comparamos o retorno de três aplicações: IBOVESPA, Taxa Selic e imóveis, levando em consideração o IVG-R como proxy. Dado que o IVG-R só está disponível a partir de março de 2001, nossas simulações começam nesta data.

Gráfico 65: Simulação 1 - Início em março de 2001 e término em dezembro de 2021

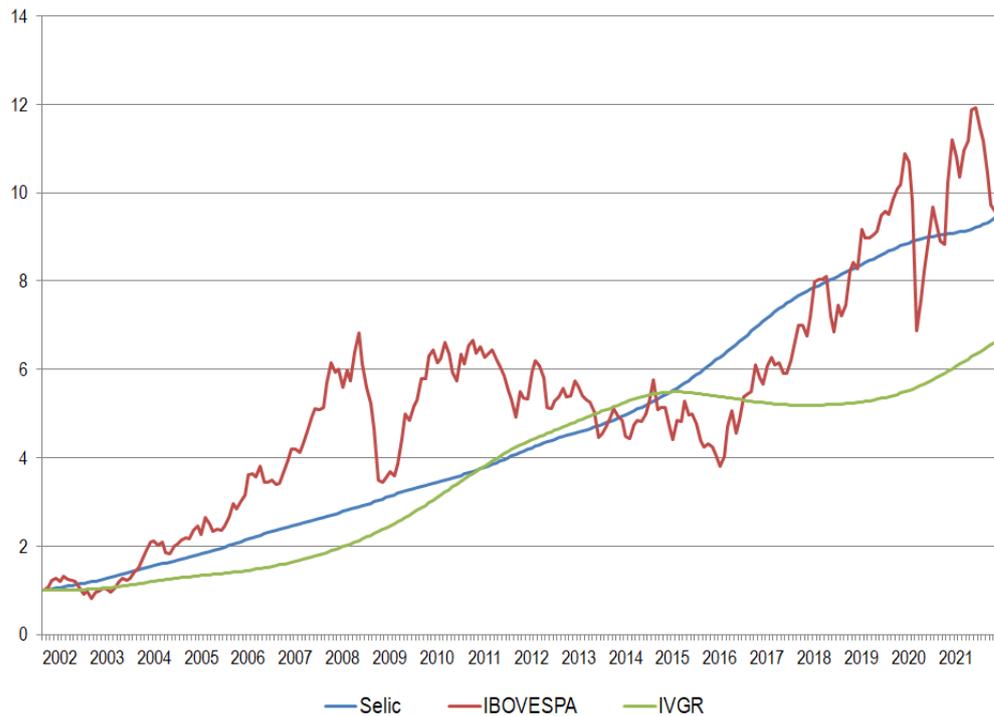


Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

No cenário 1, a despeito da grande valorização do Ibovespa nos últimos anos, o rendimento da Selic o superou sua valorização. No entanto, se alterarmos a data de entrada para o mês de Janeiro de 2014, conseguiremos apresentar um caso em que a valorização do Ibovespa supera os demais e poderia, portanto, ser utilizado pelos “professores de bolsa de valores” (Gráfico 66).

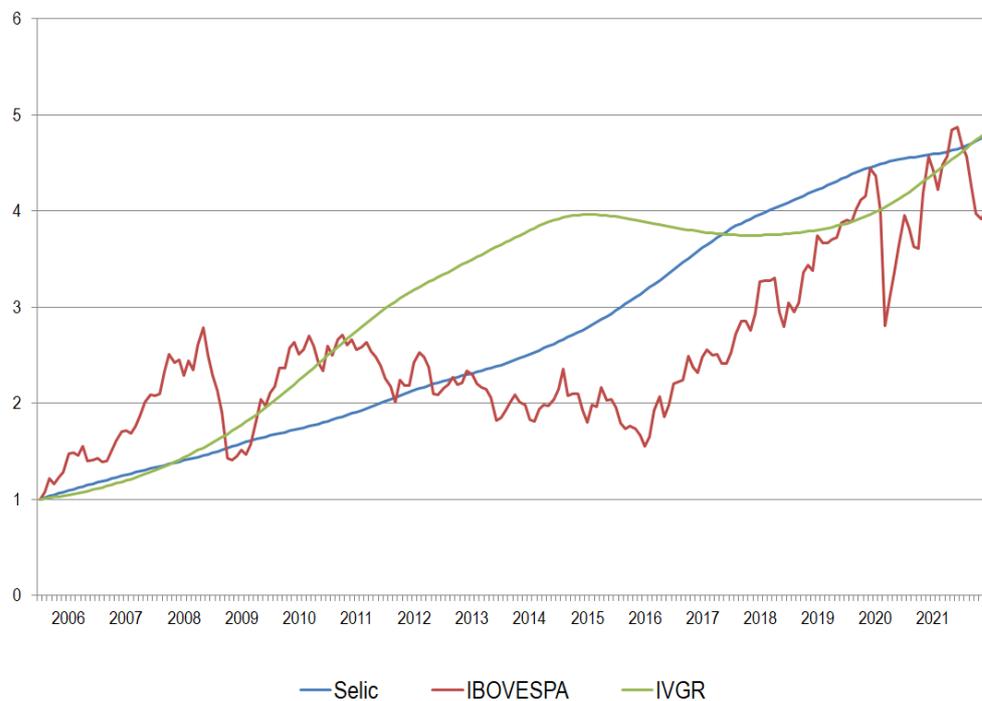
Ou seja, basta procurar um período em que a bolsa se encontrava com cotações deprimidas e iniciar a partir daí o comparativo com outras modalidades de investimento. Assim, podemos inferir que um corretor de imóveis poderia utilizar do mesmo argumento, além do já famoso “imóvel é sólido como concreto” (Gráfico 67).

Gráfico 66: Simulação 2 - Início em setembro de 2001 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

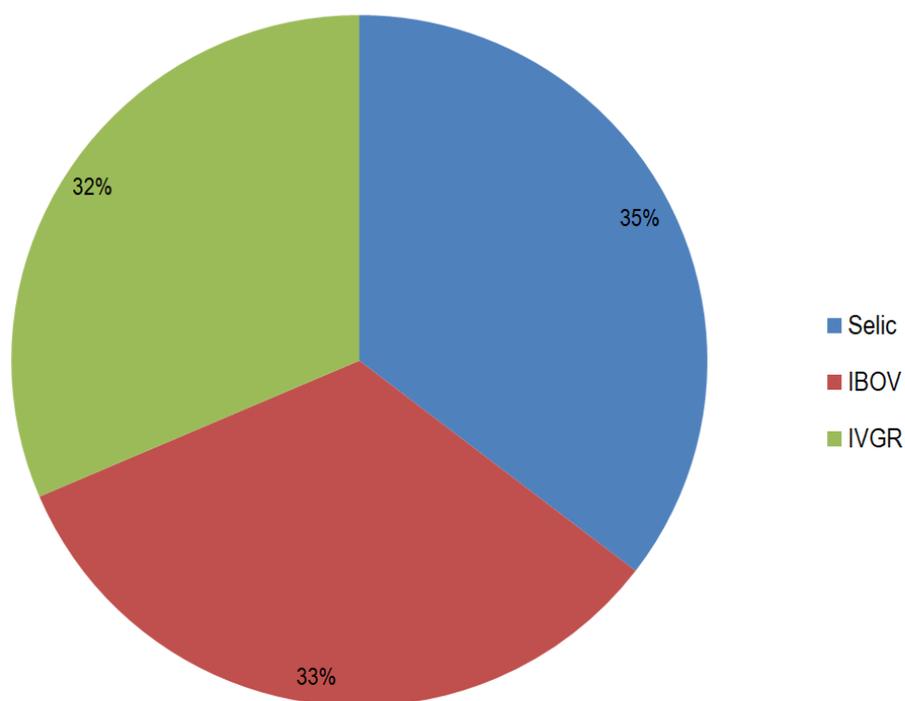
Gráfico 67: Simulação 3 - Início em julho de 2005 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

A fim de apresentar uma conclusão sobre qual seria em longo prazo o melhor investimento, foram feitas todas as simulações mensais possíveis (31.000) neste período. Como parte do resultado, temos o Gráfico 68, que nos mostra que praticamente todas as três aplicações apresentaram número de “vitórias” semelhantes, embora a Selic tenha obtido mais sucessos. Tal gráfico leva em consideração qual foi a mais rentável e não, qual obteve a maior rentabilidade. O mais rentável nos informa apenas qual das três alternativas foi mais rentável, a despeito do nível de rentabilidade.

Gráfico 68: Comparação das carteiras mais rentáveis no período de março de 2001 a dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

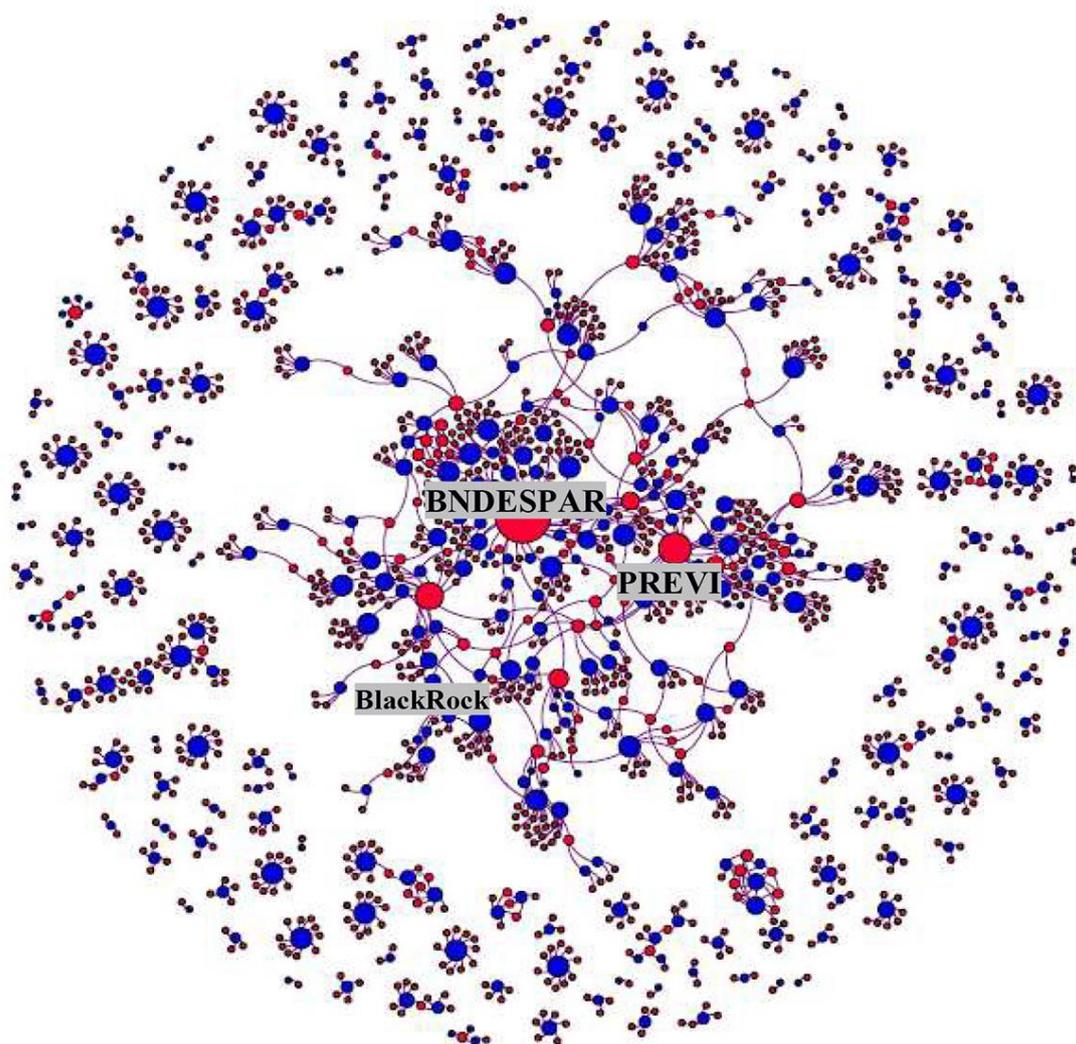
As rentabilidades máximas obtidas pelas simulações apontam que quem aplicou no mês de março de 2001 na Selic, multiplicou o seu investimento por 10,34, ao passo que o indivíduo que buscou o Ibovespa no mês de outubro de 2002 e retirou em julho de 2021, conseguiu multiplicar por 14,34. No entanto, se esta mesma aplicação tivesse sido feita em junho de 2008 e vendida

em dezembro do mesmo ano, obteria uma perda de aproximadamente 50% do valor investido. No caso do mercado imobiliário, a maior remuneração foi obtida por quem comprou em março de 2001 e vendeu em dezembro de 2021, multiplicando por 6,70 vezes, bastante inferior ao Selic, neste mesmo período e com o pior resultado, perda de 5,55%, no período de março de 2015, com venda em dezembro de 2017. No Anexo 2, é apresentada a comparação dos três índices ano a ano, com vencimento em dezembro de 2021, onde se pode verificar as alterações de suas posições.

Tais discursos e estratégias de divulgação e incentivos não leva em conta a concentração e a estrutura do mercado acionário brasileiro, que facilita o controle das empresas com uma fatia muito pequena das ações. No Brasil, há basicamente dois tipos de ações: as ordinárias nominativas (ON) e as preferenciais nominativas (PN). As ações ordinárias possuem direito a voto nas assembleias; as preferenciais, não. Em contrapartida, as ações preferenciais têm preferência no recebimento de dividendo e juros sobre o capital próprio. Em caso de falência, o acionista ordinário é responsável por parte do prejuízo deixado pela empresa, o preferencialista não. Para cada ação ordinária, as empresas podem emitir até duas ações preferenciais. Assim, podemos ter, no limite, 33,33% de ações com direito a voto. Não é necessário possuir todas as ações ordinárias para controlar a empresa, basta ter a metade mais uma, ou seja, 16,5% delas. No entanto, quanto mais pulverizado for o capital de uma empresa, mais difícil fica assumir o controle dela, fazendo com que uma parcela muito pequena das ações ordinárias seja suficiente para deter o controle da empresa.

Carvalho e Ribeiro (2019) apresentaram um estudo de redes, baseado nas empresas listadas na [B3], com dados relativos a fevereiro de 2018. Os autores buscaram os dez maiores acionistas com seus respectivos percentuais acionários (ordinários) em 368 empresas. Foram identificados 1.375 acionistas e uma rede com 1.742 vértices e 1.662 arestas. Os vértices em azul representam as empresas, os vermelhos representam os acionistas. As arestas representam a existência de participação acionária em determinada empresa por um determinado acionista. O tamanho do vértice representa o número de arestas.

Figura 26: Rede de acionistas e empresas

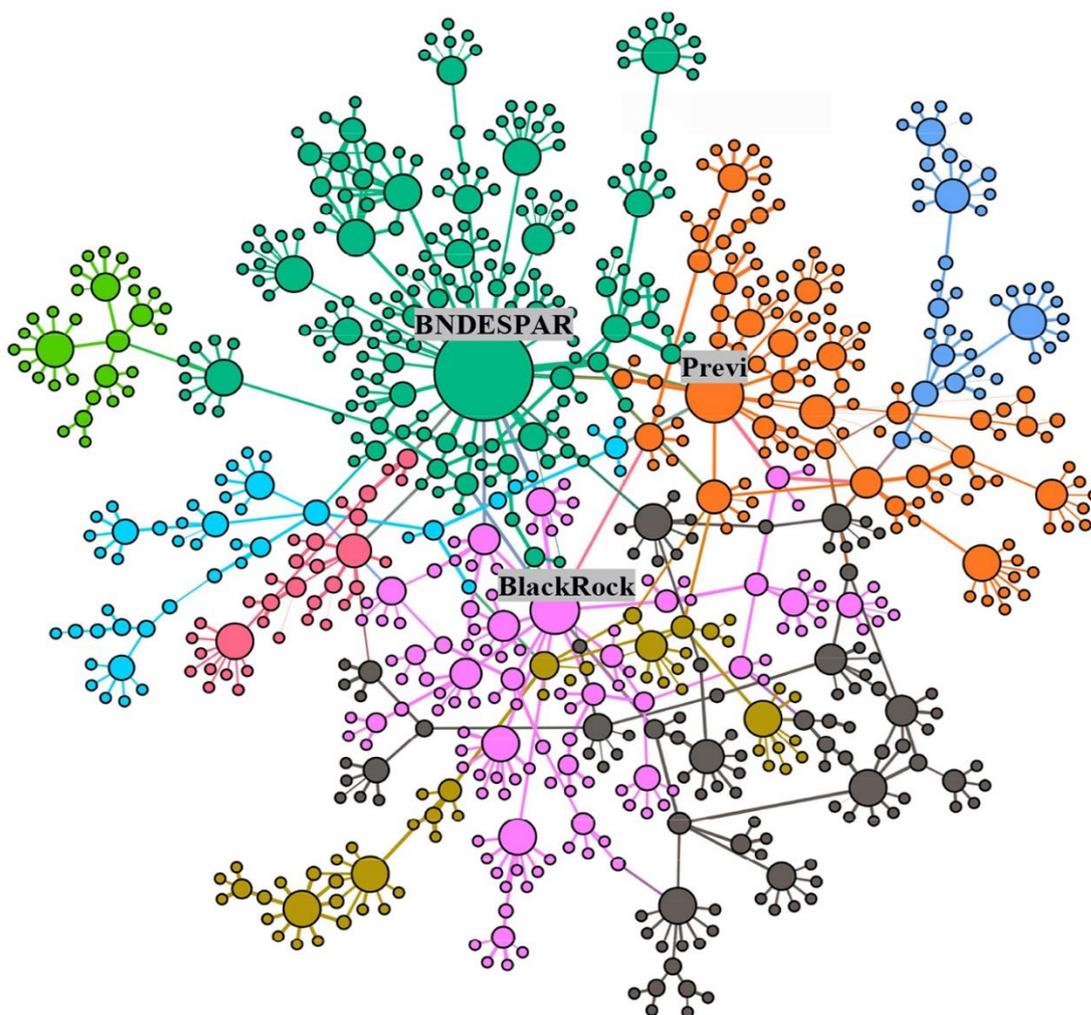


Fonte: Carvalho e Ribeiro, 2019 p. 528

A figura 26 nos mostra que os principais acionistas da [B3] são BNDESPar, Previ e BlackRock. O primeiro, um braço do BNDES, um banco de desenvolvimento público; o segundo, um fundo de pensão de um banco cujo principal acionista é o Estado, e o terceiro, um fundo de investimento estrangeiro que, neste caso, repassa os riscos e rendimentos para seus cotistas.

A figura 27 nos apresenta uma rede bipartida, omitindo os vértices que representam as empresas, resultando em uma rede composta por 573 acionistas interconectados entre si, devido a participações cruzadas nas empresas. A partir desta rede, foi feita uma classificação de comunidades dos componentes, resultando em nove comunidades complementares.

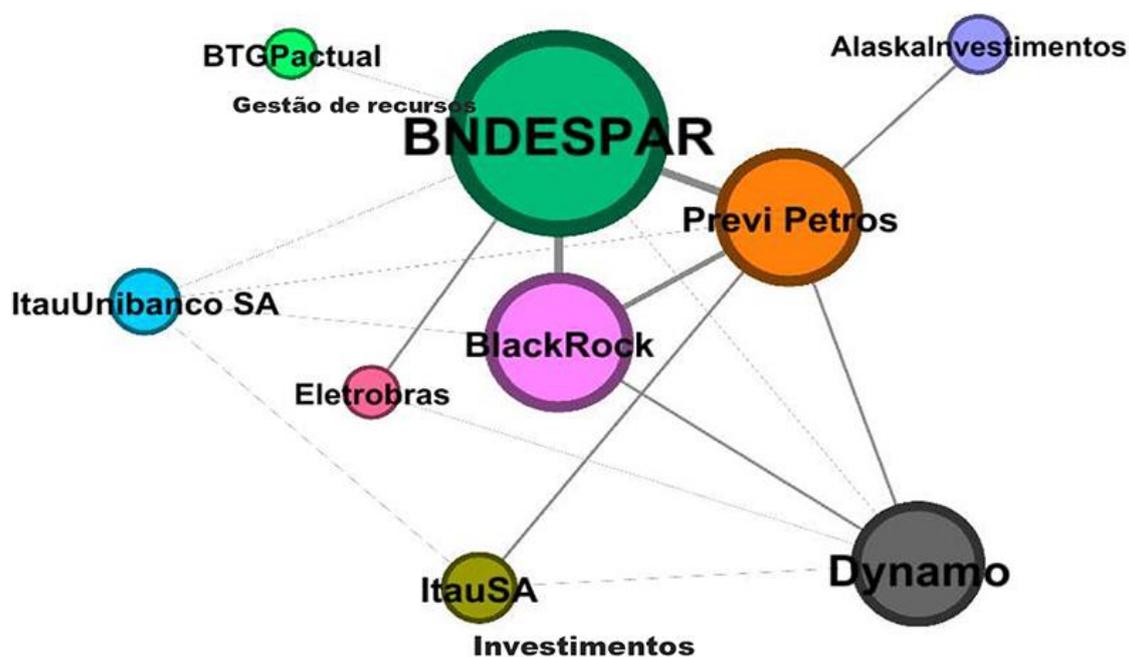
Figura 27: Comunidades da componente gigantes



Fonte: Carvalho e Ribeiro, 2019 p. 531

De forma a ter uma melhor visão do conjunto, foram suprimidas as empresas e acionistas, mantendo apenas as principais comunidades gigante, resultando na figura 28.

Figura 28: Principais acionistas da rede da comunidade gigante



Fonte: Carvalho e Ribeiro, 2019 p. 531.

Tabela 9: Principais acionistas da componente gigante, por pagerank

Ator	PageRank	Classe	Grau	Intermediação	Proximidade
BNDENSPAR	0,036	Holdings e EP	130	0,564	0,431
Blackrock	0,017	Financeiro e Outros	72	0,3	0,375
PREVI	0,017	Fundos	59	0,295	0,389
Petros	0,009	Fundos	41	0,085	0,323
Tesouro Nacional	0,008	Estado	19	0,071	0,343
BTG Pactual Gestão de Recursos	0,007	Financeiro e Outros	32	0,085	0,26
Dynamo Administração de Recursos	0,007	Financeiro e Outros	30	0,1	0,299
Bonsuex Holding	0,006	Holding e EP	29	0,076	0,311
Itau Unibanco SA	0,006	Financeiro e Outros	26	0,117	0,329
Standard Life Aberdeen Plc	0,006	Financeiro e Outros	23	0,092	0,336
Eletrobras S.A	0,006	Utilidade Pública	17	0,048	0,311
Lazard Asset Management	0,006	Financeiro e Outros	19	0,045	0,297
Alaska Investimentos	0,006	Financeiro e Outros	24	0,107	0,302
Capital World Investidores	0,005	Financeiro e Outros	19	0,014	0,33
Elie Horn	0,004	Pessoa Física	18	0,021	0,266

Fonte: Carvalho e Ribeiro, 2019 p. 531

A única pessoa física presente na relação de principais acionistas do componente gigante é Elie Horn, fundador da empresa Cyrela, do setor imobiliário.

A análise de Carvalho e Ribeiro (2019) evidencia que o BNDESPar, uma holding estatal, como o principal componente da rede, mostrando que o papel do Estado Brasileiro não está apenas na regulamentação do mercado, mas como o principal acionista, evidenciando desta forma o poder e a influência do Estado, no capitalismo brasileiro. Somando a participação de dois fundos de pensão, Previ (Banco do Brasil) e Petros (Petrobrás), ambos de empresas estatais além da Eletrobrás e do Tesouro Nacional.

A bolsa de valores se apresenta como o local ideal para o capital fictício. Hilferding já havia mostrado a multiplicação de riqueza através da emissão de ações (Figura 9). Para Marx, “O valor de mercado desses papéis é, em parte, especulativo, pois não depende somente dos ganhos reais, mas também dos ganhos esperados, calculados por antecipação” (MARX, 2017, p. 449).

Nos últimos anos, o IBOVESPA apresentou alta significativa com as empresas investindo muito pouco, enfrentando problemas de alta de custos, e baixo consumo, apesar de estarem apresentando lucros, boa parte deles financeiros e não operacionais. Tal alta se deve à maior procura por ações, tendo pouca correlação com a atividade econômica.

O processo de alta no Ibovespa se deu acompanhado de aumentos expressivos no volume negociado internamente - Gráfico 37 e no número de investidores, pessoa física - Gráfico 32. Das três modalidades analisadas, a bolsa é a que apresenta a maior volatilidade. Se pegarmos o valor do IBOVESPA em junho/21 e compararmos com novembro do mesmo ano, foi uma perda de aproximadamente 20% em cinco meses, sem nenhuma grande crise aparente. Aliás, foi justamente neste período que tivemos um avanço na vacinação do COVID-19 e uma retomada da atividade econômica. Esta volatilidade é uma característica importante para os grandes detentores de capital fictício. Podem-se criar expectativas extremamente favoráveis, de forma a valorizá-lo e depois transferi-lo ao pequeno investidor, para que este assumas as perdas.

Esta transferência pode se dar pela compra e venda de ações diretamente ou através de fundos de investimentos que fariam este trabalho no atacado e o que é melhor, cobrando por isso. Já destruir capital fictício no mercado de dívida pública é mais trabalhoso, depende de um longo período de taxas de juros negativas, ou de um calote da dívida. No mercado imobiliário, dada a função “moradia” das residências, muitas vezes as pessoas compram imóveis financiados por toda uma vida, e a forma clássica de destruição de valor neste mercado é a retomada dos imóveis pela falta de pagamento das prestações. Não à toa, foi instituído no Brasil, o regime da alienação fiduciária. Outra forma seriam crises do tipo subprime em que os fundos de investimentos compram hipotecas e repassam os riscos a seus cotistas.

Por outro lado, meu próprio fundo de pensão está investido em dívida com a crença de que essa dívida será paga. Mas, se esse futuro não se materializar, então o valor (fictício) de meu fundo de pensão desaparecerá no buraco negro do antivalor (Harvey, 2018, p. 88).

Em relação ao déficit habitacional brasileiro, não foi e nem será pelo SFI que ele vai ser resolvido. As pessoas que fazem parte desse déficit não apresentam condições sequer de pagar os juros de um financiamento. Nenhum banco ou fundo imobiliário está disposto a financiá-los. Sem uma política de subsídio bancada pelo Estado, teremos de conviver por muito tempo com este problema.

4 CONCLUSÃO

A categoria de capital fictício desenvolvida por Marx, no Livro III de O Capital, se mostra robusta, a ponto de mais de 120 anos após sua publicação, ser a peça chave para o entendimento da evolução do sistema capitalista atual, onde assiste-se o crescimento desmesurado da riqueza financeira, frente à riqueza real, submetendo todo o sistema a sua lógica de acumulação.

Apesar de “fictício”, por não encontrar contrapartida no lado real da economia, suas consequências são bastante “reais”. A necessidade de remuneração deste implica em submeter as decisões de investimento a sua lógica de valorização monetária. Para tanto estamos observando, nas últimas décadas, à expansão geográfica do capital, ao aumento do endividamento público e privado, à desvalorização dos salários reais e alterações nas legislações nacionais, principalmente as referentes: à movimentação de capitais, à “flexibilização” das leis trabalhistas e ao desenvolvimento de mecanismos financeiros.

O endividamento público vem ocorrendo de forma a criar as condições necessárias à atração de capitais externos, seja através do financiamento de infraestrutura ou na condução da política monetária, em que os bancos centrais buscam garantir a estabilidade da moeda.

Do lado da “iniciativa privada”, assistimos ao crescimento do volume e das variedades de meios de pagamentos secundários, mecanismos de endividamento pessoal, o que de certa forma aumenta o acesso das pessoas ao consumo de mercadorias, mas que por outro lado compromete a renda futura deixando os trabalhadores ainda mais dependentes do seu emprego (Harvey, 2018).

A expansão do capitalismo sempre encontra dificuldade na realização da produção e na remuneração dos capitais, barreiras estas que impõem limites ao seu desenvolvimento. Estes limites provocam crises, que para serem superadas necessitam da construção de novas

contradições transferindo suas instabilidades para novas crises. Desta forma as crises continuarão e cada vez com maiores contradições e obstáculos. Em resumo, o processo de acumulação de capital é cíclico e em cada fase as contradições são aprofundadas levando a crises, que permitirão nova fase de acumulação de capital.

O processo denominado de “financeirização” nada mais é do a forma encontrada pelo capital para superar as barreiras de acumulação, que desta vez se dá cada vez mais no circuito financeiro do que no circuito produtivo. Tais aspectos vêm ocorrendo desde a década de 1970, implicando no aumento das instabilidades econômicas, no direcionamento dos investimentos de longo para o curto prazo e na elevação das desigualdades sociais.

O termo securitização nada mais é que o nome dado à forma de transformar fluxos financeiros em papéis, ou seja, facilitar a criação de capital fictício, nos mercados mais diversos, promovendo liquidez em expectativas de rendimentos futuros e possibilitando a transferência de riscos.

Nos momentos de crise se faz necessário transferir o capital fictício a outrem de forma que o que Schumpeter (1911) denominou destruição de capitais, e que Harvey denominou antivalor (2016), estoure nas mãos dos outros. Daí, surgem termos como “Quinta feira negra³²” que não fazem mais do que esconder a arrogância, euforia e otimismo dos perdedores ao serem confrontados com a realidade. As crises, portanto, não são resultados do mau funcionamento do capitalismo, são sim causas do bom funcionamento dos mecanismos de transferência de perdas, onde os mais poderosos a administram de forma a cumprir a “profecia” do banqueiro Andrew Mellon³³: “Numa depressão, os ativos retornam a seus legítimos proprietários” (Harvey, 2005a, p. 125).

O capital fictício potencializa a acumulação de capital acelerando seu crescimento através da sua flexibilidade e funcionalidade nas fases de expansão. No entanto, pelas mesmas razões, nos momentos de crise, ele potencializa seus efeitos, podendo ser até mesmo o fator detonador.

³² 24 de outubro de 1929, quando a bolsa de Nova York caiu 11% deflagrando a crise de 1929.

³³ Banqueiro norte-americano, republicano, que ocupou o cargo de secretário do Tesouro dos Estados Unidos entre 1921 e 1932.

Schumpeter (1911) mostra a relação entre o mercado monetário e o desenvolvimento de novas tecnologias. Em “Business Cycles” (1939), ele ressalta a ligação entre o processo de inovação e a criação de crédito. Perez (2004) também inter-relaciona a ligação entre as finanças e o processo de inovação. Ambos apontam que a criação de crédito, e, portanto, o capital fictício, é fundamental para o financiamento de novos paradigmas tecnológicos, devido ao alto risco e à centralidade do desenvolvimento tecnológico no processo de evolução do capitalismo. Serfati (2011, 2014) explora também o papel das grandes corporações transnacionais no desenvolvimento das novas tecnologias.

Os processos de transferência de ônus nas crises são facilitados por mecanismos de mercado como os fundos de investimentos, de pensão e de hedge e mais recentemente com a popularização do acesso aos mercados financeiros, através de plataformas digitais, turbinadas por estratégias de marketing. Influenciadores digitais, do tipo “professores de bolsa” (que paradoxalmente, vendem cursos por não conseguirem no mercado os rendimentos esperados), alimentam a esperança de ganhos através da realização antecipada da valorização dos papéis. Não bastando tudo isto, o estado também contribui com ajuda ao setor financeiro (“too big to fail”), fazendo assim com que toda sociedade assuma parte dos custos.

A busca por novos investidores movimenta uma multidão de analistas, consultores, estrategistas das mais diversas orientações de forma a estimular e dar mais segurança aos poucos que conseguem formar alguma poupança, em um mercado incapaz de dizer quanto os ativos realmente valem. Esta “indústria” está interessada em taxas e comissões, que independem dos resultados obtidos.

Estes mecanismos de mercado fazem com que, até mesmo, os trabalhadores se sintam como proprietários de capital e, portanto, advoguem favoravelmente por ele, sem perceberem que seu papel aí é o de absorver parte dos custos das crises ou da destruição dos capitais excedentes. Não bastando este fato, ainda cabe a esta classe os custos do desemprego, da precarização das legislações trabalhistas, o aumento das jornadas de trabalho e as reduções dos gastos sociais.

Este processo está cada vez mais interconectado através da mundialização do capital (Chesnays, 1996) ou o que Patnaik e Patnaik (2021) chamaram de “fusão de diversos capitais financeiros”, em que não há rivalidade entre os capitais financeiros das diversas nações, mas sim uma fusão de interesses. Plihon (1995) denomina a globalização financeira como “a instauração de um mercado unificado de dinheiro em âmbito planetário”. Segundo Panitich e Gindin (2005) esta fusão é capitaneada, desde o final da segunda guerra mundial, pelos Estados Unidos, com o apoio do FMI e do Banco Mundial. Serfati (2014) aponta que a origem da empresa acaba importando, devido ao papel das agências de classificação de riscos além da associação com o setor militar, que dilui os riscos de P&D, contorna acordos internacionais através de mecanismos de subsídios e de compras governamentais.

A renda da terra, assim como o capital fictício, também não encontra contrapartida no valor trabalho, e adquire seu preço na sua capacidade de gerar rendimentos futuros. Para tanto, as categorias de rendas absolutas, diferenciais (RD1 e RD2), além das rendas secundárias como as rendas diferenciais de localização (habitacionais, comerciais e industriais) possibilitam um campo fértil para a especulação imobiliária, onde expectativas das mais variadas entram em confronto de forma a determinar “o maior e melhor uso do solo”, “maior e melhor” no sentido de gerar a maior renda possível.

A junção do mercado imobiliário com o mercado de capitais se apresenta como uma forma de integração e de subordinação do primeiro à lógica do capital fictício: os imóveis se apresentam com alto valor de troca, na maioria das vezes apresentam a necessidade de financiamento e por isto demandam instrumentos propícios à sua realização. Nos Estados Unidos, o crédito imobiliário representa cerca de 70% do seu PNB; no caso brasileiro, 17% do PIB. Para que tal estratégia ganhe efetividade talvez seja necessário que o Estado se abstenha da provisão pública de moradias. O mesmo vale para pensões, saúde e educação.

A financeirização do imobiliário brasileiro vem crescendo, ao longo das últimas três décadas, mas, ainda, não conseguiu deslanchar devido à concentração geográfica e de renda, e aos

baixos níveis de renda presentes. Várias ações vêm sendo feitas como a alteração da legislação, criação de novos produtos voltados ao mercado imobiliário, renúncias fiscais, isenções de impostos em aplicações financeiras voltadas ao imobiliário, e como se não bastasse tudo isto, o Estado chegou a comprar parcelas significativas destes produtos financeiros. No entanto, a parcela dos imóveis financiados através do SFI é muito pequena em relação ao papel do SFH.

Os recursos do SFI são majoritariamente canalizados para o desenvolvimento e financiamento de imóveis comerciais e industriais. Segundo a lógica vigente deste capitalismo flexível, talvez a estratégia futura para o desenvolvimento do SFI, enquanto provedor de imóveis residenciais, esteja vinculada à destruição ou desarticulação do SFH.

Por enquanto, os destinos prioritários do capital fictício no Brasil são a dívida pública e as bolsas de valores. A parcela do financiamento imobiliário perto do volume destes dois primeiros é bastante limitada. Quanto ao investimento em P&D, este é praticamente desprezível. No caso da dívida pública, a queima do capital fictício pode se dar através do aumento inflacionário e taxas de juros reais negativas, ou simplesmente do calote, sendo a segunda opção mais traumática. Quanto à bolsa de valores, dada a sua volatilidade, a queima pode se dar através da administração, em escala planetária, da euforia e do pânico com relação aos retornos esperados das aplicações. Tal tarefa conta com mecanismos de transferências de ativos como os mercados de derivativos, com a existência de fundos de investimentos, de pensões, entre uma infinidade de produtos e estratégias financeiras.

Já no mercado imobiliário brasileiro, é um pouco mais complicado enquanto canal de “queima de capital fictício”. Primeiro é necessário adquirir a moradia para depois perde-la no mercado “subprime”. A alta concentração geográfica e de renda dificultam a aquisição de imóveis por grande parcela da população. Implicando na necessidade de políticas públicas de forma a financiar e subsidiar o acesso à moradia. Nos últimos anos vem acontecendo o oposto, como a retirada dos subsídios da antiga faixa1 do PMCMV através do PCVA.

Por outro lado, as políticas de regularização fundiária propostas no PCVA, mostram que, mais do que dar acesso e posse aos moradores, tem-se como objetivo o desenvolvimento do mercado de “Home Equity”. Ou seja, transfere-se os custos de regularização fundiária para as famílias, que para isto tem acesso a financiamentos, para que depois o capital financeiro venha extrair valor das casas dos primeiros.

Além disto, é possível comprar títulos da dívida pública ou ações com somas financeiras bastante diminutas, seja diretamente ou através de fundos de investimento. No caso do imobiliário, requer elevados valores, financiamentos, ou a participação em Fundos de Investimentos Imobiliários, e neste caso ligado a bolsa de valores.

Em relação ao déficit habitacional brasileiro, não foi e nem será pelo SFI que ele vai ser resolvido. As pessoas que fazem parte desse déficit não apresentam condições sequer de pagar os juros de um financiamento. Nenhum banco ou fundo imobiliário está disposto a financiá-los. Sem uma política de subsídio bancada pelo Estado, teremos de conviver por muito tempo com este problema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AALBERS, M.B. **The financialization of home and the mortgage market crisis.** *Competition & Change* 12.2, 148-66, 2008.

ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança). **O Sistema Financeiro da Habitação em seus 30 Anos de Existência – Realizações, Entraves e Novas Proposições.** São Paulo: ABECIP. 1994.

ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança). **Alienação Fiduciária e Direito do Consumidor.** São Paulo: ABECIP. 1995.

ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança). **SFI : um novo modelo habitacional / VIII Encontro da ABECIP, Brasília, novembro de 1995.** São Paulo: ABECIP. 1996.

ABLER, JANELLE, PHILBRICK, SOMMER: **The Study of Spatial Features.** In: ABLER, Ronald et al .*Human Geography in a Shrinking World.* Belmont : Duxbury Press, 1975a.

ABLER, Ronald - **Effects of Space – Adjusting Technologies on the Human Geography of the Future.** In: ABLER, Ronald et al .*Human Geography in a Shrinking World.* Belmont : Duxbury Press, 1975b.

AGLIETTA, Michel, e BRETON, Régis. **Financial systems, corporate control and capital accumulation.** *Economy and Society*, V.30, n.4, 2001.

AGUIAR, Marina Moreira de. **A elevação dos preços dos imóveis no Brasil de 2002 a 2013** [manuscrito]: uma abordagem teórica, histórica e econométrica / Marina Moreira de Aguiar. – 2014

ALBUQUERQUE, E. M. **Agenda Rosdolsky.** 1. ed. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2012.

ALBUQUERQUE, E. M. **Causa e efeito: Contribuições de Marx para investigações sobre finanças e inovação.** *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 3, p. 139–160, 2010a.

ALBUQUERQUE, E. M. Darimon, **Bancos e crédito: Notas sobre os Grundrisse e a transição para o socialismo**. In: IN: O Ensaio Geral : Marx e a Crítica da Economia Política (1857-1858). Belo Horizonte: Autêntica, 2010b. p. 175.

ALBUQUERQUE, Marcos C.C. de. **Habitação Popular: Avaliação e Propostas de Reformulação do Sistema Financeiro da Habitação**, Estudos Econômicos, 16 (1), 1986, pp. 77-121.

ALMEIDA, R. P. **Implosão e Explosão na Exópolis: Evidências a partir do Mercado Imobiliário da RMBH**. Dissertação de Mestrado—Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2015.

ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX: dinheiro, poder e as origens do nosso tempo**. Rio de Janeiro: Contraponto; São Paulo: Editora UNESP, 1996.

AZEVEDO, Sérgio. **Vinte e dois anos de política de habitação popular (1964-1986): criação, trajetória e extinção do BNH**. Revista de Administração Pública, v.22, n.4, out./dez. 1988.

AZEVEDO, Sérgio. **Desafios da habitação popular no Brasil: políticas recentes e tendências**. In: CARDOSO, A. L. (Org.). Habitação social nas metrópoles brasileiras. Rio de Janeiro: Finep/CEF, 2007

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Pessoa Física, uma análise da evolução dos investidores na B3**. Dezembro, 2021 disponível em : https://www.b3.com.br/data/files/71/D4/B3/69/6E4CE71082242CE7AC094EA8/Book_PF_ultimo%20tri%202021.pdf

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **BOLETIM MENSAL FUNDOS IMOBILIÁRIOS (FIIs), REALESTATE FUNDS NEWSLETTER**. Março, 2022 disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/2F/51/3C/95/184008104532BBF7AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2003M22.pdf>

BALBIM, Renato. **Os tons de cinza do Casa Verde e Amarela**. Le monde diplomatique Brasil. 28 de Ago de 2020, 06p. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/os-tons-de-cinza-do-casa-verde-e-amarela/>. Acesso em: 21 de dez de 2021.

BARAVELLI, J. E. **Trabalho e tecnologia no Programa MCMV**. Tese (Doutorado)-FAU-USP, São Paulo, 2014.

BCB - Banco Central do Brasil. **Boletim Estatísticas Fiscais do Governo-Resultado de 2021 (Anual e Trimestral)**. Abril de 2022. disponível em https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:43283 acesso em 21/04/2022.

BCB - Banco Central do Brasil. **Estatísticas do sistema financeiro - Informações do Mercado Imobiliário** disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoimobiliario> acesso em 21/03/2022.

BCB - Banco Central do Brasil. **Nota Técnica do Banco Central do Brasil 47**, Fatores condicionantes da evolução da dívida pública. Setembro de 2018. disponível em https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf.

BOITO, A. Jr., & Berringer, T. (2013). **Brasil: classes sociais, neodesenvolvimentismo e política externa nos governos Lula e Dilma**. Revista de Sociologia e Política, 21(47), 31-38. <http://dx.doi.org/10.1590/S0104-44782013000300004>.

BOLAFFI, Gabriel. **Habitação e Urbanismo: o Problema e o Falso Problema**. IN: MARICATO, Ermínia (org.). A produção capitalista da casa (e da cidade) no Brasil Industrial. 2ª edição. São Paulo: Editora Alfa-ômega, 1982.

BONALDI, E.V. **O pequeno investidor na bolsa de valores: uma análise da ação e da cognição econômica**. Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, 2010.

BONALDI, Eduardo Vilar. **O pequeno investidor na bolsa brasileira: ascensão e queda de um agente econômico**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, v. 33, n. 97, 2018.

BONDUKI, N. (2009). **Do Projeto Moradia ao programa Minha Casa**. Revista Teoria e Debate, 82, 8-14, Recuperado em 24 de dezembro de 2021, em <https://teoriaedebate.org.br/2009/05/01/do-projeto-moradia-ao-programa-minhacasa-minha-vida/>

BOTEGA, L. da R. **De Vargas a Collor: urbanização e política habitacional no Brasil**. Espaço Plural, [S. l.], v. 8, n. 17, p. p. 65–72, 2007. Disponível em: <https://e-revista.unioeste.br/index.php/espacoplural/article/view/1619>. Acesso em: 22 out. 2021.

BRAGA, José Carlos de Souza. **Temporalidade da riqueza: uma contribuição a teoria da dinâmica capitalista**. 1985. 409f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP.

BRASIL. Ministério das Cidades. **Política Nacional de Desenvolvimento Urbano**. Cadernos MCidades nº 1, Brasília, 2004.

BRASIL. **Fazendo Justiça: A história do FGTS**. 2009a. Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-relatorios-aco-es-resultados-fgts/Livro40Anos_F.pdf. Acesso em 10 de novembro de 2021.

BRUNHOFF, S.; FOLEY, D. **Karl Marx's theory of money and credit**. IN: Arestis, P. & Sawyer, M., editors, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2006.

BRUNO, M., DIAWARA, H., ARAÚJO, E., REIS, A. e RUBENS, M. **Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas**. Texto para discussão, n. 1455, IPEA, 2009.

CALLINICOS, Alex. **Does capitalism need the state system?**, *Cambridge Review of International Affairs*, 20:4, 533-549, 2007 DOI: 10.1080/09557570701680464

CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Saraiva, 2005.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Fundos de Investimento**. In: CVM. *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM. 2017.

CARROLL, William. (2013). **Whither the Transnational Capitalist Class?**. *Socialist Register*. 50. 162-88.

CARVALHO, Caroline Alvarenga; RIBEIRO, Evandro Marcos Saidel. **Participação Acionária em Empresas Listadas na B3 em 2018: Um Estudo de Redes**. *BBR, Braz. Bus. Rev.*, Vitória, v. 16, n. 5, p.519-536, Outubro de 2019. Disponível em http://old.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-23862019000500519&lng=en&nrm=iso. Acesso em 01/02/2022. Epub Oct 28, 2019. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.5.6>.

CBIC - Câmara Brasileira da Indústria da Construção. **CONSTRUÇÃO CIVIL. DESEMPENHO 2021 E CENÁRIOS 2022**. 13/12/2021.

CBIC - Câmara Brasileira da Indústria da Construção **CONSTRUÇÃO CIVIL.INDICADORES IMOBILIÁRIOS NACIONAIS - 3º TRIMESTRE 2021**. 22/11/2021 .

CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial – Securitização de Créditos**. Belo Horizonte, Del Rey, 2006

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

CHESNAIS, François. **Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump**. Boston, Brill Academic Pub., 2016. 310 pp

CORAZZA, G. (2010). **Ciência e Método na História do Pensamento Econômico**. Revista de Economia. 35. 10.5380/re.v35i2.17206.

CVM. **Guia CVM do investidor: fundos de investimento imobiliário** / Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015.

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários - CVM, 2019. 380p. : il.

DAMASCENO, D. L.; ARTES, R.; MINARDI, A. M. A. F. **Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis**. Revista de Administração, [S. l.], v. 43, n. 4, p. 344-355, 2008. DOI: 10.1590/S0080-21072008000400005. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44487>.

de FARO, Clóvis. **Evolução dos Planos Básicos de Financiamento para Aquisição de Casa Própria do Banco Nacional de Habitação: 1964-1984**. Ensaios Econômicos, EPGE, n.56, Rio de Janeiro, 1985.

de FARO, Clóvis. **Sistema Financeiro de Habitação: A Questão do Desequilíbrio do FCVS**. Ensaios Econômicos, EPGE, n.156, Rio de Janeiro, 1990.

DIEESE – **A Construção Civil e os Trabalhadores: Panorama dos anos recentes – 2020**. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/estudosepesquisas/2020/estPesq95trabconstrucaocivil.html>. Acesso 05/12/21.

Duménil, G., and D. Lévy. (2011). **The Crisis of Neoliberalism**, Cambridge MA: Harvard University Press.

DURAND, C edric. **Fictitious capital : how finance is appropriating our future** / C edric Durand ; translated by David Broder. London; Brooklyn, NY : Verso, 2017.

ENGELS, Friedrich. **Coment rios sobre a Contribui o   Crítica da Economia Política**. IN: MARX, Karl. Contribui o   crítica da economia política. Tradu o de Florestan Fernandes. São Paulo: Expressão Popular, 2008.

EPSTEIN, G. (ed.) 2005b. **Financialization and the World Economy**. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar

ESCOBAR, A. (1995). **Encountering development: The making and unmaking of the Third World**, Princeton: Princeton University Press.

FESSUD, Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development '**How Finance Can Better Serve Economic, Social and Environmental Needs**' SOAS Research for as Large European-Commissioned Research Project. disponível em: <https://www.soas.ac.uk/fessud/>

Fine, Ben. (2013). **Financialization from a Marxist Perspective**. International Journal of Political Economy. 42. 47-66. 10.2753/IJP0891-1916420403.

FOSTER, John Bellamy. 2007. **The Financialization of Capitalism**, Monthly Review <http://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism>

FOSTER, John Bellamy, and Fred MAGDOFF. **The Great Financial Crisis: Causes and Consequences**. New York: NYU Press, 2009. Accessed May 24, 2020. <http://www.jstor.org/stable/j.ctt1657t2c>.

Funda o João Pinheiro - FJP .**Deficit habitacional no Brasil – 2016-2019** / Funda o Jo oPinheiro. – Belo Horizonte: FJP, 2021.

FURTADO, B. A.; FIORAVANTE, D. G. **Imobiliário no Brasil. Radar: Tecnologia, Produ o e Comércio Exterior**, Brasília, n. 24, 2017.

FURTADO, C. **O Mito do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1974.

FURTADO, Fernanda. Recupera o de mais-valias fundiárias urbanas: reunindo os conceitos envolvidos. Caderno Pólis 9 - Gestão social da valoriza o da terra. São Paulo: Instituto Pólis, 2004. p.53 a 72.

GAMBÔA, Celso Augusto. **O impulso da securitização no Brasil depois da regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios**. 2011. 77 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Cont. Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.

GERMER, C. M.. **O sistema de crédito e o capital fictício em Marx**. Ensaios FEE, Porto Alegre - RS, v. 15, n.1, p. 3-33, 1994.

GONÇALVES, J. P. **Acesso ao financiamento para a moradia pelos extratos de média e baixa renda: a experiência recente**. CEPAL, 1997. (Serie Financiamento del Desarrollo)

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F. A. **A Crise da Globalização Financeira**. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política, 2009, São Paulo. XIV Encontro Nacional de Economia Política. São Paulo: SEP-OUC-SP, 2009.

GOTHAM, Kevin. (2009). **Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis**. International Journal of Urban and Regional Research. 33. 355-371. 10.1111/j.1468-2427.2009.00874.x.

GUERREIRO, Isadora de Andrade. **Sobre a forma do programa minha casa minha vida: o projeto de desenvolvimento contraditório do PT**. In: ENANPUR, 16.; 2015. Anais... ST2: Estado, Planejamento e Política, 2015

GUERREIRO, Isadora de Andrade. **A produção do espaço urbano pelo Lulismo: contradições específicas da dependência**. São Paulo: Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Planejamento Urbano e Regional, 2017.

GUERREIRO, I. **Casa Verde e Amarela, securitização e saídas da crise: no milagre da multiplicação, o direito ao endividamento**. Setembro 2020. Disponível em: <http://www.labcidade.fau.usp.br/casa-verde-e-amarela-securitizacao-e-saidas-da-crise-nomilagre-da-multiplicacao-o-direito-ao-endividamento/>. Acesso em 20 janeiro 2022.

GUERREIRO, I. **Normativa da regularização fundiária do Casa Verde e Amarela: mais problemas à vista**. Fevereiro 2021. Disponível em: <http://www.labcidade.fau.usp.br/normativa-da-regularizacao-fundiaria-do-casa-verde-e-amarela-mais-problemas-a-vista/>. Acesso em 20 janeiro 2022.

GUERREIRO, I. A.; ROLNIK, R. . **Regularização fundiária Verde e Amarela: endividamento e precariedade**. 2020. Disponível em: <http://www.labcidade.fau.usp.br/regularizacao-fundiaria-verde-e-amarela-endividamento-e-precariedade/>. Acesso em 20 janeiro 2022.

GUIGOU, J. L. **La Rente Fonciere**. Paris: Economica, 1982.

GUTTMANN, Robert e Plihon, DOMINIQUE. **O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças**. Campinas, SP, v.17, Número Especial, p. 575-610, dez. 2008.

HARVEY, D. **O novo imperialismo**. São Paulo (SP), Brasil: Edições Loyola, 2 (ed). 2005a. 212p.

HARVEY, D. **A produção capitalista do espaço**. São Paulo: Annablume, 2005b.

HARVEY, D. **The Limits to Capital**, Chapter XI, London; Brooklyn, NY, Verso, 2006.

HARVEY, D. **Condição pós-moderna**. São Paulo (SP), Brasil: Edições Loyola, 17 (ed). 2008. 349p.

HARVEY, D. **O enigma do capital e as crises do capitalismo** / David Harvey ; tradução de João Alexandre Peschanski. - São Paulo, SP: Boitempo , 2011a.

HARVEY, D. **O neoliberalismo: história e implicações**. 2. ed. São Paulo: Loyola , 2011b.

HARVEY, D., **17 contradições e o fim do capitalismo** [recurso eletrônico] / David Harvey; tradução Rogério Bettoni. - 1. ed. - São Paulo : Boitempo, 2016.

HARVEY, D. **A loucura da razão econômica: Marx e o Capital no Século XXI**, por David Harley. São Paulo: Boitempo, 2018. ISBN: 9788575596432.

HILFERDING, R. (1985). **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural.

HOBSON, JOHN A. **A evolução do capitalismo moderno um estudo da produção mecanizada**. Trad. Benedicto de Carvalho, São Paulo, Editora Nova Cultural, 1996.

IANNI, O. (1994). **Globalização: novo paradigma das ciências sociais** . Estudos Avançados, 8(21), 147-163. Recuperado de <https://www.revistas.usp.br/eav/article/view/9666>

JANELLE, Donald. **Spatial Reorganization and Time- Space Convergence**, 1966 University Microfilms International.

JARAMILLO, S. (2003). **Los fundamentos económicos de la Participación en Plusvalías**. Bogotá y Cambridge: Ed. Universidad de los Andes y Lincoln Institute of Land Policy.

JARDIM, E.; LORRANY, L. **EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**. Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior, Brasília, n. 63,

JOBST, A.A. (2008). **What is Securitization?** Back to Basics, Finance and Development, September (Washington: International Monetary Fund).

KLAGSBRUNN, Victor Hugo. **Marx: valor (de mercado), preço (de mercado) e dinheiro**. Disponível em: http://www.ifch.unicamp.br/formulario_cemarx/selecao/2012/trabalhos/7161_Klagsbrunn_Victor.pdf

KRIPPNER, G. 2005. **'The Financialization of the American Economy.'** Socio-Economic Review, 3: 173-208.

LANG, Henrique. MYANAKI. Caué. CHAUFFAILLE. Gustavo. **Capítulo 8 - Principais Agentes do Mercado**. In: CVM. Direito do mercado de valores mobiliários. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM. 2017. p. 299-336.

LAPAVITSAS, C. (2011), **'Theorizing Financialization'** Work, Employment and Society 25, no. 4: 611–626..

LAPAVITSAS, C. (2013) **The financialization of capitalism: 'Profiting without producing'**, City, 17:6, 792-805, DOI: 10.1080/13604813.2013.853865

LAPAVITSAS, Costas. **'Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation'**, Historical Materialism 17:2, 2009.

LAPYDA, Ilan. **A "Financeirização" no capitalismo contemporâneo: Uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey**. Dissertação apresentada à Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo, Orientador: Ricardo Musse, 2011.

LARA RESENDE, **A Estabilização e reforma: 1964-1967**. In: ABREU (org.) A ordem do progresso. Ed. Campus, 2014.

LEFEBVRE, H.(2001a) **O Direito à Cidade**. 5. ed. São Paulo: Centauro.

LEFEBVRE, H. (2001b) **A Cidade do Capital**. 2. ed. Rio de Janeiro: DP&A.

LOWE J.& MORYADAS S., **The Geography of Movement**. Boston : Houghton Mifflin, 1975.

Mahon, Joe, "**Financial Services Modernization Act of 1999, commonly called Gramm-Leach-Bliley**", Federal Reserve Bank of Minneapolis, November 2013.

MARX, Karl. **O Capital [Livro I] crítica da economia política. O processo de produção do capital** / Karl Marx ; tradução Rubens Enderle. - 2.ed. - São Paulo : Boitempo, 2013. il. (Coleção Marx-Engels).

MARX, Karl. **O Capital [Livro II] O processo de circulação do capital** / Karl Marx ; tradução Rubens Enderle. - 2.ed. - São Paulo : Boitempo, 2014. il. (Coleção Marx-Engels).

MARX, Karl. **O capital [Livro III] crítica da economia política. O processo global da produção capitalista** / Karl Marx ; tradução Rubens Enderle. - 1.ed. - São Paulo : Boitempo, 2017. il. (Coleção Marx-Engels).

MARX, Karl. **Contribuição à crítica da economia política**. Tradução de Florestan Fernandes. São Paulo: Expressão Popular, 2008.

MARX, Karl. **Para a crítica da economia política**. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Col. Os Pensadores).

MAUES, Julia, "**Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)**", Federal Reserve Bank of St. Louis, November 2013.

MARGUTI, B. O. **Conjuntos habitacionais: estruturação socioespacial e acesso à cidade no município de Santo André. 2012**. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

MELLO FILHO, Marcelo Soares Bandeira de. **Escola francesa da regulação, escola da estrutura social de acumulação e as etapas do capitalismo** [manuscrito] / Marcelo Soares Bandeira de Mello Filho. - 2016. 246 f. il. Orientador: Hugo Eduardo Araújo da Gama Cerqueira. Tese (doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Ministério da Economia. (2020). **Relatório de Avaliação Programa Minha Casa Minha Vida**. Brasília, DF. Recuperado de <https://www.gov.br/cgu/pt-br/assuntos/noticias/2021/04/cgu-divulga-prestacao-de-contas-do-presidente-da-republica-de-2020/relatorio-de-avaliacao-pmcmv.pdf>

MOLLO, M. L. R. **Capital fictício, autonomia produção-circulação e as crises: precedentes teóricos para o entendimento da crise atual.** Revista de Economia, v. 12, n. 3, p. 475–496, set-dez 2011.

MORAES, Daniel Carrasqueira de. **O SFI: a securitização como instrumento de fomento do crédito imobiliário.** 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. doi:10.11606/D.12.2008.tde-02122008-112538. Acesso em: 2021-10-04.

MORAES, Vinicius de. **Novos poemas II.** 1.ed. São Paulo, Companhia das Letras 2012. ISBN 9788535921854.

MOTA, Alexandre Assolini, CEPEDA, Fábio Augusto Tizziani. Capítulo 18 - **Fundos de Investimento.** In: CVM. Direito do mercado de valores mobiliários. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM. 2017. p. 614-690.

NURKSE, R. **Alguns aspectos internacionais do desenvolvimento Econômico.** In: AGARWALA, A. N.; SINGH, S. P. (orgs.) A Economia do Subdesenvolvimento. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 277-291.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **Financeirização da riqueza e dinâmica econômica.** Ensaios FEE (Impresso), v. 30, p. 727-754, 2009.

OLIVEIRA, Francisco de. **Prefácio** IN: MARICATO, Ermínia (org.). **A produção capitalista da casa (e da cidade) no Brasil Industrial.** 2ª edição. São Paulo: Editora Alfa-ômega, 1982.

OLIVEIRA, V. F. . **Do BNH ao minha casa minha vida: mudanças e permanências na política habitacional.** Caminhos de Geografia (UFU) , v. 15, p. 36-53, 2014

PALLUDETO, A. W. A & ROSSI, P. **O capital fictício: revisitando uma categoria controversa.** Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, Agosto 2018. (Texto para Discussão, n. 347).

PALLUDETO, A. W. A.; FELIPINI, A. R. . **Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2017): uma abordagem bibliométrica.** Economia e Sociedade (UNICAMP), v. 28, p. 313-337, 2019.

PANITCH, L.; GINDIN, S.. **Superintending global capital.** New Left Review, v. 35, Sept Oct 2005., pp. 101-123, 200.

PANITCH, Leo and Sam GINDIN. **Global capitalism and American Empire**. Socialist Register 2004, The new imperial challenge. Edited by Leo Panitch and Colin Leys. London: Merlin Press.

PANITCH, Leo and Sam GINDIN. **The making of global capitalism. The political economy of American empire**. New York, London: Verso, 2012.

PANITCH, Leo and Sam GINDIN. **Trumping the empire**. Socialist Register 2019, A world turned upside down? Edited by Leo Panitch and Greg Albo. London: Merlin Press.

PATNAIK, Utsa and PATNAIK, Prabhat. **Capital and Imperialism: Theory, History, and the Present**. New York, Monthly Review Press, 2021.

PAULANI, L. M. **Acumulação e Rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo**. Revista de Economia Política, v. 36, n. 3 (144), p. 514-535, 2016.

PAULANI, L. M. (2009). **A autonomização das formas verdadeiramente sociais na teoria de Marx: comentários sobre o dinheiro no capitalismo contemporâneo**. Trabalho apresentado no XXXVII Encontro Nacional de Economia, Foz do Iguaçu.

PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. São Paulo: Almedina, 2013 - (Coleção Insper).

Piza, Mariana, Santoro, Paula, Cymbalista, Renato. **Estatuto da Cidade: uma leitura sob a perspectiva da recuperação da valorização fundiária**. Caderno Pólis 9 - Gestão social da valorização da terra. São Paulo: Instituto Pólis, 2004. p.14 a 38.

PEREZ, C. **Finance and technical change: A long-term view**, in H. Hanusch and A. Pyka, eds. The Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics, Edward Elgar, Cheltenham, 2004.

PEREZ, C. **Technological revolutions and techno-economic paradigms**, Cambridge Journal of Economics, Vol. 34, No.1, 2009.

PLIHON, D. **A ascensão das finanças especulativas**. Economia e Sociedade, Campinas, SP, (5):61-78, dez.1995

POSTONE, Moishe (2008) – **Teorizando o mundo contemporâneo – Robert Brenner, Giovanni Arrighi, David Harvey**. In: Novos Estudos, nº 81, julho de 2008.

Powell, Jeff (2013) **Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non- financial corporations**. PhD Thesis. SOAS, University of London <http://eprints.soas.ac.uk/17844>

PRADO, Eleutério. **A construção das diferenças entre os economistas**, Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, no 9, 2001.

PRADO, Eleutério F. S. **Da controvérsia brasileira sobre o dinheiro mundial inconvertível**. In: Revista Soc. Bras. Economia Política, São Paulo, nº 35, p. 129-152, junho 2013.

PRADO, E. F. S.. **Exame Crítico da Teoria da Financeirização**. Critica Marxista (São Paulo), v. 39, p. 13-34, 2014.

Powell, Jeff (2013) **Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non- financial corporations**. PhD Thesis. SOAS, University of London <http://eprints.soas.ac.uk/17844>.

RANIERI, Lewis. **The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential**. In KENDALL, Leon T., e FISHMAN, Michael J. (Coord.). A primer on securitization. Cambridge: MIT Press, 2000.

RIBEIRO JUNIOR, José Alves. **Elementos constitutivos da securitização de recebíveis no direito brasileiro** / José Alves Ribeiro Junior. - 2019. 163 f. Orientador: Luciana Pires Dias. Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

RICARDO, D. **Princípios de Economia Política e Tributação**. 3ª ed. [1821] Coleção os Economistas, Tradução de Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. São Paulo: Abril Cultural, 1996.

ROCHA, M. A.. **A gestão política da moeda: uma abordagem marxista para a teoria estatal da moeda**. XLIII Encontro Nacional de Economia. 2015. Disponível em: [https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_l/i2-](https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_l/i2-7907a18874b68dac5b9313f58526c2a2.pdf)

7907a18874b68dac5b9313f58526c2a2.pdf

ROCHA, R. H. **Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A.: um caso de ensino**. Revista de Economia e Administração, v. 12, n. 4, p. 508-529, 2013.

ROLNIK, Raquel. **Guerra dos Lugares: A colonização da terra e da moradia na era das finanças**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2015.

ROLNIK, Raquel. **Urban warfare: housing under the empire of finance**. [S.l.: s.n.], 2019.

ROSENBERG, N. **Uncertainty and Technological Change. In The Mosaic of Economic Growth**, edited by Ralph Landau, Timothy Taylor, and Gavin Wright. Stanford University Press, 1996

ROYER, Luciana de O. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas / Luciana de Oliveira Royer** - São Paulo: USP / Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, 2009. Orientador: Ermínia Terezinha Menon Maricato Tese (doutorado) - USP/Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Programa de Pós- Graduação em Arquitetura e Urbanismo, Área de Concentração Habitat, 2009.

SANFELICI, D. **Financeirização e a produção do espaço urbano no Brasil: uma contribuição ao debate**. EURE (Santiago), Santiago , v. 39, n. 118, p. 27-46, sept. 2013 .

SANFELICI, D.; HALBERT, L. (2018). **Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil**. Urban Geography, v. 40, n. 1, pp. 83-103.

SANTOS, Cláudio Hamilton M. **Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964/1998**. Brasília: IPEA, julho de 1999.

SANTOS, M. **Metamorfoses do espaço habitado**. São Paulo: Hucitec, 1988.

SANTOS, M. **Por uma Outra Globalização: do Pensamento Único à Consciência Universal**. 10. ed. Rio de Janeiro: Record, 2003. 174 p.

SAWYER, M. 2013. **'Financial Development, financialisation and Economic Growth.'** FESSUD Working Paper Series, No 21.

SCHUMPETER, J. **A teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997, 1911.

SCHUMPETER, J. (1939) **Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process**. New York Toronto London : McGraw-Hill Book Company, 2004.

SCHUMPETER, J. (1939) **Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process, volume II**, First edition. New York and London : McGRAW-HILL BOOK COMPANY, INC., 1939.

SCHUMPETER, J. (1942) **Capitalismo, socialismo e democracia**. (Editado por George Allen e Unwin Ltd., traduzido por Ruy Jungmann). — Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

- SERFATI, Claude. (2000). **Globalised finance-dominated accumulation regime and sustainable development**. *International Journal of Sustainable Development*. 3. 40-62. 10.1504/IJSD.2000.001525.
- SERFATI, Claude. (2011). **Transnational corporations as financial groups**. *Work Organisation, Labour & Globalisation*. 5. 10. 10.13169/workorgalaboglob.5.1.0010.
- SERFATI, Claude. (2014). **The new configuration of the capitalist class**. In L. Panitch, G. Albo, & V. Chibber (Eds.), *Registering class, socialist register 2014* (pp. 138161), London: Merlin Press
- SHILLER, Robert J. 2014. **"Speculative Asset Prices."** *American Economic Review*, 104 (6): 1486-1517. DOI: 10.1257/aer.104.6.1486
- SCHUMPETER, J. **A teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997, 1911.
- SIMONSEN, M. H. **Poupança e crescimento econômico: o caso brasileiro**. *Ensaio Econômicos, EPGE*, n.178, Rio de Janeiro, 1991.
- SHIMBO, Lúcia Zanin. **Habitação social, Habitação de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. Belo Horizonte: C/Arte, 2012.
- SOUZA, M. B., & Hoff, T. S. R. (2019). **Governo Temer e a volta do neoliberalismo no Brasil: possíveis consequências para a habitação popular**. *urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana*, 11, e20180023. <https://doi.org/10.1590/2175-3369.011.e20180023>
- TAVARES, M. C. **A retomada da hegemonia norte-americana**. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.) *Poder e dinheiro – Uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.
- TIGRE, P.B. **Paradigmas Tecnológicos**. *Estudos em Comércio Exterior. ECEX/IE/UFRJ* Vol. I nº 2 –jan/jun/1997
- TORRES, Ramon da Silva; TONUCCI FILHO, João Bosco Moura; ALMEIDA, Renan Pereira. **Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020)**. *Cad. Metrop.*, São Paulo, v. 24, n. 53, p. 35-62, Apr. 2022. Disponível em: <http://old.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2236-99962022000100035&lng=en&nrm=iso>. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5302>.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião de. MUNIZ, Igor. **Capítulo 19 - Securitização**. In: CVM. Direito do mercado de valores mobiliários. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM. 2017. p. 691-746.

VIVEIROS DE CASTRO, E. (2011). **Desenvolvimento econômico e reenvolvimento cosmopolítico: da necessidade extensiva à suficiência intensiva**. Sopro, 51, 3-10. Disponível em: <http://culturaebarbarie.org/sopro/outros/suficiencia.html#texto2>, acesso em 10/09/2017.

Legislação:

BNH - Banco Nacional da Habitação. Resolução do Conselho de Administração nº 25/67. Disponível em: <https://www.prognum.com.br/legislacao/leis/BNH-RC-25-67.htm>

BNH - Banco Nacional da Habitação. Resolução do Conselho de Administração nº 36/69. Disponível em: <https://www.prognum.com.br/legislacao/leis/BNH-RC-36-69.htm>

BNH - Banco Nacional da Habitação. Resolução do Conselho nº 59/86, de 05 de maio de 1986. Disponível em: <https://www.prognum.com.br/legislacao/leis/BNH-RC-59-86.htm>

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº.4.380, de 21 de agosto de 1964, Brasília. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências.

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, Brasília. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias.

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº.5.107, de 13 de setembro de 1966, Brasília. Cria o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências.

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº.5.480, de 10 de agosto de 1968, Brasília. Revoga o Decreto-lei nº 127 de 31 de janeiro de 1967, revoga e altera a redação de dispositivos do Decreto-lei nº 5, de 4 de abril de 1966, e dá outras providências.

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº. 5.762, de 14 de dezembro de 1971, Brasília. Transforma o Banco Nacional da Habitação (BNH) em empresa pública, e dá outras providências.

BRASIL. Casa Civil da Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. LEI No 10.257, DE 10 DE JULHO DE 2001, Brasília. Regulamenta os arts. 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências..

BRASIL. Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Presidência da República -Subchefia para Assuntos Jurídicos. DECRETO-LEI Nº 2.291, DE 21 DE NOVEMBRO DE 1986.Extingue o Banco Nacional da Habitação - BNH, e dá outras Providências.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 9.514, de 20/11/1997. Dispõe sobre a instituição da alienação fiduciária de coisa imóvel. Legislação Federal do Brasil. Brasília, DF, 1997.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Instrução nº 414, de 30/12/2004. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. Atos Normativos. DF, 2004.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 472, DE 31 DE OUTUBRO DE 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Atos Normativos. DF, 2008.

BRASIL. Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Presidência da República -Subchefia para Assuntos Jurídicos. LEI Nº 11.977, DE 7 DE JULHO DE 2009.Dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV e a regularização fundiária de assentamentos localizados em áreas urbanas; altera o Decreto-Lei no 3.365, de 21 de junho de 1941, as Leis nos 4.380, de 21 de agosto de 1964, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 8.036, de 11 de maio de 1990, e 10.257, de 10 de julho de 2001, e a Medida Provisória no 2.197-43, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências.

BRASIL. Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Presidência da República -Subchefia para Assuntos Jurídicos. LEI Nº 12.424, DE 16 DE JUNHO DE 2011. Altera a Lei nº 11.977, de 7 de julho de 2009, que dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida - PMCMV e a regularização fundiária de assentamentos localizados em áreas urbanas, as

Leis nºs 10.188, de 12 de fevereiro de 2001, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 6.766, de 19 de dezembro de 1979, 4.591, de 16 de dezembro de 1964, 8.212, de 24 de julho de 1991, e 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; revoga dispositivos da Medida Provisória nº 2.197-43, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Instrução nº 521, de 25/04/2012. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Atos Normativos. DF, 2012.

BRASIL. Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Presidência da República -Subchefia para Assuntos Jurídicos. MEDIDA PROVISÓRIA Nº 996, DE 25 DE AGOSTO DE 2020. Institui o Programa Casa Verde e Amarela.

BRASIL. Presidência da República - Subchefia para Assuntos Jurídicos. Presidência da República -Subchefia para Assuntos Jurídicos. LEI Nº 14.118, DE 12 DE JANEIRO DE 2021. Institui o Programa Casa Verde e Amarela; altera as Leis nºs 8.036, de 11 de maio de 1990, 8.100, de 5 de dezembro de 1990, 8.677, de 13 de julho de 1993, 11.124, de 16 de junho de 2005, 11.977, de 7 de julho de 2009, 12.024, de 27 de agosto de 2009, 13.465, de 11 de julho de 2017, e 6.766, de 19 de dezembro de 1979; e revoga a Lei nº 13.439, de 27 de abril de 2017.

Outras Fontes:

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais <http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>

CBIC - Câmara Brasileira da Indústria da Construção. CBIC Dados. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/menu/financiamento-habitacional/sbpe> acesso em 07/02/2022.

Fundsexplorer <https://www.fundsexplorer.com.br/ranking>

Anexo 1 Composição dos Índices IBOVESPA, IMOB e IFIX

Carteira teórica do IBOVESPA

Ação	Código	Tipo		Qtde. Teórica	Part. (%)
3R PETROLEUM	RRRP3	ON	NM	199.733.824	0,403
ALPARGATAS	ALPA4	PN	N1	225.463.777	0,234
AMBEV S/A	ABEV3	ON		4.359.908.680	2,992
AMERICANAS	AMER3	ON	NM	571.352.399	0,747
ASSAI	ASAI3	ON	NM	794.310.097	0,596
AZUL	AZUL4	PN	N2	327.741.172	0,354
B3	B3SA3	ON	NM	6.065.856.318	3,968
BANCO INTER	BIDI11	UNT	N2	577.852.934	0,44
BANCO PAN	BPAN4	PN	N1	341.124.068	0,149
BBSEGURIDADE	BBSE3	ON	NM	671.629.692	0,787
BR MALLS PAR	BRML3	ON	NM	834.170.584	0,331
BRADERCO	BBDC3	ON	EJ N1	1.378.842.305	1,101
BRADERCO	BBDC4	PN	EJ N1	4.691.427.537	4,547
BRADERPAR	BRAP4	PN	N1	251.414.753	0,371
BRASIL	BBAS3	ON	NM	1.420.530.937	2,267
BRASKEM	BRKM5	PNA	N1	264.642.296	0,533
BRF SA	BRFS3	ON	NM	1.081.759.800	0,784
BTGP BANCO	BPAC11	UNT	N2	1.301.655.996	1,472
CARREFOUR BR	CRFB3	ON	NM	410.988.561	0,438
CCR SA	CCRO3	ON	NM	1.115.693.556	0,691
CEMIG	CMIG4	PN	N1	1.114.214.662	0,756
CIELO	CIEL3	ON	NM	1.144.359.228	0,188
COGNA ON	COGN3	ON	NM	1.828.106.676	0,233
COPEL	CPLE6	PNB	N2	1.563.365.506	0,529
COSAN	CSAN3	ON	NM	1.169.237.744	1,244
CPFL ENERGIA	CPFE3	ON	NM	187.732.538	0,289
CSNMINERACAO	CMIN3	ON	N2	1.120.593.365	0,296
CVC BRASIL	CVCB3	ON	NM	224.231.429	0,153
CYRELA REALT	CYRE3	ON	NM	281.609.283	0,198
DEXCO	DXCO3	ON	NM	295.712.871	0,178
ECORODOVIAS	ECOR3	ON	NM	339.237.914	0,118
ELETROBRAS	ELET3	ON	N1	358.028.908	0,69
ELETROBRAS	ELET6	PNB	N1	242.987.127	0,454
EMBRAER	EMBR3	ON	NM	734.558.205	0,454

Continua...

Carteira teórica do IBOVESPA (continuação)

Ação	Código	Tipo		Qtde. Teórica	Part. (%)
		ON	ED		
ENERGIAS BR	ENBR3	NM		230.931.405	0,237
ENERGISA	ENGI11	UNT	N2	248.477.689	0,538
ENEVA	ENEV3	ON	NM	1.261.568.398	0,89
ENGIE BRASIL	EGIE3	ON	NM	255.217.329	0,514
EQUATORIAL	EQTL3	ON	NM	1.128.906.085	1,311
EZTEC	EZTC3	ON	NM	101.618.236	0,078
FLEURY	FLRY3	ON	NM	303.425.821	0,208
GERDAU	GGBR4	PN	N1	1.097.534.498	1,467
GERDAU MET	GOAU4	PN	N1	698.275.321	0,372
GOL	GOLL4	PN	ES N2	167.095.214	0,128
GRUPO NATURA	NTCO3	ON	NM	844.296.775	1,005
GRUPO SOMA	SOMA3	ON	NM	489.194.623	0,303
HAPVIDA	HAPV3	ON	NM	4.411.767.198	2,14
HYPERA	HYPE3	ON	NM	410.253.528	0,735
IGUATEMI S.A	IGTI11	UNT	N1	169.637.560	0,162
IRBBRASIL RE	IRBR3	ON	NM	1.255.286.531	0,177
ITAUSA	ITSA4	PN	N1	4.736.048.447	2,177
ITAUUNIBANCO	ITUB4	PN	N1	4.780.002.924	5,686
JBS	JBSS3	ON	NM	1.290.736.673	2,199
JHSF PART	JHSF3	ON	NM	305.915.142	0,087
KLABIN S/A	KLBN11	UNT	N2	812.994.397	0,851
LOCALIZA	RENT3	ON	NM	593.944.309	1,57
LOCAMERICA	LCAM3	ON	NM	324.522.975	0,379
LOCAWEB	LWSA3	ON	NM	431.783.548	0,163
LOJAS RENNEN	LREN3	ON	NM	979.060.006	1,17
MAGAZ LUIZA	MGLU3	ON	NM	2.896.234.638	0,788
MARFRIG	MRFG3	ON	NM	348.234.011	0,329
MELIUZ	CASH3	ON	NM	548.153.725	0,053
MINERVA	BEEF3	ON	NM	254.073.639	0,153
MRV	MRVE3	ON	NM	294.643.879	0,152
MULTIPLAN	MULT3	ON	N2	272.718.548	0,302
P.ACUCAR-CBD	PCAR3	ON	NM	156.946.474	0,176
PETROBRAS	PETR3	ON	N2	2.703.343.822	4,516
PETROBRAS	PETR4	PN	N2	4.566.442.248	7,048
PETRORIO	PRIO3	ON	NM	839.159.130	0,909

Continua...

Carteira teórica do IBOVESPA (continuação)

Ação	Código	Tipo		Qtde. Teórica	Part. (%)
PETZ	PETZ3	ON	NM	301.553.522	0,229
POSITIVO TEC	POS13	ON	NM	78.053.723	0,03
QUALICORP	QUAL3	ON	NM	277.027.077	0,179
RAIADROGASIL	RADL3	ON	EJ NM	1.071.076.905	1,108
REDE D OR	RDOR3	ON	NM	562.360.943	1,147
RUMO S.A.	RAIL3	ON	NM	1.216.056.103	1,023
SABESP	SBSP3	ON	NM	340.001.934	0,783
SANTANDER BR	SANB11	UNT		362.703.399	0,58
SID NACIONAL	CSNA3	ON		642.398.790	0,753
SUL AMERICA	SULA11	UNT	N2	284.771.028	0,399
SUZANO S.A.	SUZB3	ON	NM	726.779.281	1,773
TAESA	TAE11	UNT	N2	218.568.234	0,444
TELEF BRASIL	VIVT3	ON		433.476.952	1,048
TIM	TIMS3	ON	NM	808.619.532	0,5
TOTVS	TOTS3	ON	NM	519.851.955	0,849
ULTRAPAR	UGPA3	ON	NM	1.085.952.374	0,7
USIMINAS	USIM5	PNA	N1	514.680.651	0,306
VALE	VALE3	ON	NM	3.843.570.705	16,362
VIA	VIIA3	ON	NM	1.596.295.753	0,257
VIBRA	VBBR3	ON	NM	1.131.883.365	1,122
WEG	WEGE3	ON	NM	1.484.859.030	2,191
YDUQS PART	YDUQ3	ON	NM	300.833.122	0,259

Fonte: [B3]

Carteira teórica do IMOB

Ação	Código	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ALIANSCSONAE	ALSO3	ON NM	126.260.263	6,617
BR MALLS PAR	BRML3	ON NM	834.170.584	17,877
BR PROPERT	BRPR3	ON NM	187.579.163	4,14
CURY S/A	CURY3	ON NM	104.486.454	1,933
CYRELA REALT	CYRE3	ON NM	281.609.283	10,695
DIRECIONAL	DIRR3	ON NM	75.384.053	2,155
EVEN	EVEN3	ON NM	199.399.963	2,901
EZTEC	EZTC3	ON NM	101.618.236	4,23
GAFISA	GFS3	ON NM	118.208.091	0,533
HELBOR	HBOR3	ON NM	65.306.596	0,602
IGUATEMI S.A	IGTI11	UNT N1	169.637.560	8,777
JHSF PART	JHSF3	ON NM	305.915.142	4,753
LAVVI	LAVV3	ON NM	93.139.429	1,123
LOG COM PROP	LOGG3	ON NM	59.190.591	3,852
MITRE REALTY	MTRE3	ON NM	54.034.454	0,85
MRV	MRVE3	ON NM	294.643.879	8,233
MULTIPLAN	MULT3	ON N2	272.718.548	16,33
PLANOEPLANO	PLPL3	ON NM	66.384.300	0,476
SYN PROP TEC	SYNE3	ON NM	59.660.124	0,902
TECNISA	TCSA3	ON NM	51.422.618	0,399
TENDA	TEND3	ON NM	96.139.516	1,707
TRISUL	TRIS3	ON NM	83.225.626	0,915
Quantidade Teórica				
Total			3.700.134.473	100

Fonte: [B3]

Carteira Teórica do IFIX

Ação	Código	Part, (%)	Qtde. Teórica
FII KINEA IP	KNIP11	6,74%	71.1M
FII KINEA RI	KNCR11	3,61%	39.1M
FII CSHG LOG	HGLG11	3,29%	21.3M
FII IRIDIUM	IRDM11	3,29%	33.0M
FII KINEA	KNRI11	3,11%	24.2M
FII XP LOG	XPLG11	2,52%	27.1M
FII CAPI SEC	CPTS11	2,45%	28.0M
FII HECTARE	HCTR11	2,34%	20.3M
FII REC RECE	RECR11	2,22%	24.3M
FII RIOB VA	RBVA11	2,15%	23.2M
FII MAXI REN	MXRF11	2,05%	226.0M
FII CSHG URB	HGRU11	1,98%	18.4M
FII BC FUND	BRCR11	1,77%	26.6M
FII HEDGEBS	HGBS11	1,74%	10.0M
FII HTOPFOF3	HFOF11	1,71%	23.0M
FII XP MALLS	XPML11	1,70%	18.7M
FII VINCI SC	VISC11	1,66%	17.7M
FII BC FFII	BCFF11	1,63%	25.2M
FII JS REAL	JSRE11	1,56%	20.8M
FII CSHG CRI	HGCR11	1,53%	16.0M
FII BTLG	BTLG 11	1,49%	15.2M
FII DEVANT	DEVA11	1,44%	15.1M
FII HG REAL	HGRE11	1,44%	11.8M
FII VINCI LG	V1LG11	1,44%	15.0M
FII KINEA HY	KNHY11	1,41%	14.3M
FII BRESKO	BRCO11	1,39%	14.8M
FII BB PRGII	BBPO11	1,37%	15.9M
FII TG ATIVO	TGAR11	1,24%	11.3M
FII FATOR VE	VRTA11	1,20%	12.6M
FII HSI MALL	HSML11	1,17%	15.8M
FII MAUA	MCCI11	1,17%	12.4M
FII HSI LOG	HSLG11	1,11%	12.7M
FII GUARDIAN	GALG11	1,10%	11.7M
FII VBI LOG	LVBI11	1,10%	11.8M
FII VECTIS	VCJR11	1,03%	11.6M
FII RIZA TX	RZTR11	1,02%	11.0M

Continua ...

Ação	Código	Part, (%)	Qtde. Teórica
FII RBRALPHA	RBRF11	0,99%	13.7M
FII GGRCOVEP	GGRC11	0,99%	9.6M
FII VBI CRI	CVBI11	0,98%	10.5M
FII G TOWERS	GTWR11	0,97%	12.0M
FII URCA REN	URPR11	0,96%	9.3M
FII RBRHGRAD	RBRR11	0,94%	10.4M
FII VINCI OF	VINO11	0,91%	17.8M
FII RBR PROP	RBRP11	0,87%	12.2M
FII VBI PRI	PVBI11	0,87%	10.0M
FII VALORAIP	VG1P11	0,87%	9.3M
FII HABIT II	HABT11	0,74%	7.4M
FII KINEA SC	KNSC11	0,72%	7.9M
FII TRX REAL	TRXF11	0,66%	7.2M
FII MALLS BP	MALL11	0,66%	7.6M
FII ALIANZA	ALZR11	0,62%	5.9M
FII XP INDL	XPIN11	0,62%	7.2M
FII BEES CRI	BCRI11	0,61%	6.3M
FII BRREALTY	BZLI11	0,61%	39.1M
FII XP CRED	XPCI11	0,60%	6.9M
FII SANT REN	SAREI 1	0,59%	9.2M
FII RBR LOG	RBRL11	0,59%	6.7M
FII RIZA AKN	RZAK11	0,57%	6.6M
FII MOGNO	MGFF11	0,56%	9.1M
FII REC REND	RECT11	0,55%	8.2M
FII BTG AGRO	BTAL11	0,54%	6.0M
FII SDI LOG	SDIL11	0,53%	6.4M
FII ARCTIUM	ARCT11	0,50%	5.2M
FII EXCELLEN	FEXC11	0,50%	6.1M
FII RIOB RC	RCRB11	0,47%	3.7M
FII XP PROP	XPPR11	0,45%	7.3M
FII BARIGUI	BARI11	0,43%	4.6M
FII MÉRITO 1	MFII11	0,42%	4.1M
FII VALREIII	VG1R11	0,41%	4.5M
FII BTG CRI	BTCR11	0,40%	4.8M
FII CAP REIT	CPFF11	0,35%	5.4M

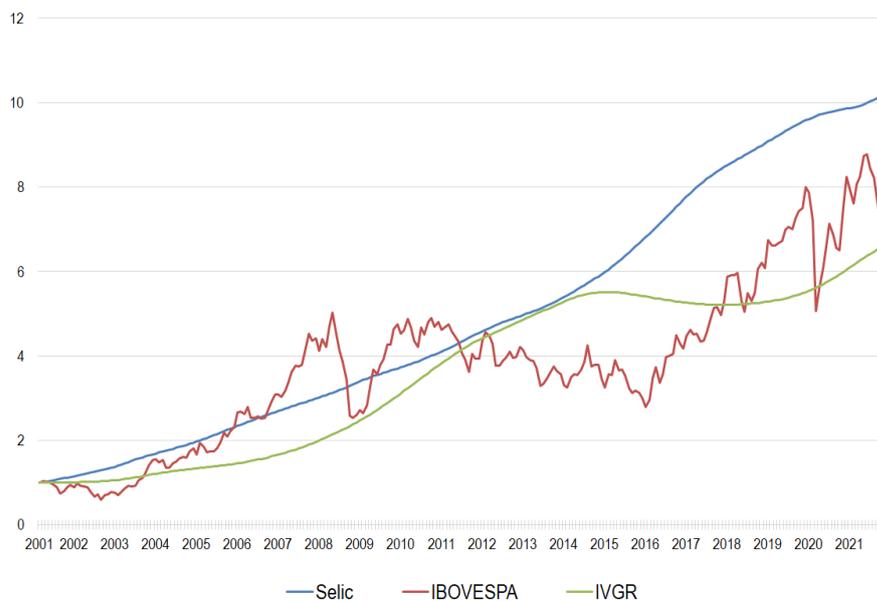
Continua ...

Ação	Código	Part, (%)	Qtde. Teórica
FII PATR LOG	PATL11	0,34%	5.0M
FII BLUE LOG	BLMG11	0,33%	3.8M
FII RBR PCRI	RBRY11	0,33%	3.4M
FII KILIMA	KISU11	0,32%	44.2M
FII POLO CRI	PORD11	0,32%	3.7M
FII XP SELEC	XPSF11	0,32%	4.3M
FII AUTONOMY	AIEC11	0,32%	4.8M
FII KINEAFOF	KFOF11	0,32%	4.5M
FII TORDE EI	TORD11	0,31%	35.1M
FII VERS CRI	VSLH11	0,31%	34.9M
FII VALOR HE	VGHF11	0,30%	33.4M
FII ABSOLUTO	BPFF11	0,29%	4.5M
FII BCIA	BCIA11	0,29%	3.7M
FII INDL BR	FIIB11	0,29%	0.7M
FII TEL PROP	TEPP11	0,29%	4.2M
FII OURI JPP	OUJP11	0,27%	3.3M
FII SANT PAP	SADI11	0,27%	3.2M
FII QUASAR A	QAGR11	0,23%	5.0M
FII CSHG FOF	HGFF11	0,20%	2.9M
FII SUNOFOFI	SNFF11	0,20%	2.5M
FII VINCI IF	VIFI11	0,20%	2.8M
FII RIOB FF	RBFF11	0,19%	3.7M
FII VOT LOG	VTLT11	0,19%	2.1M
FII BLUE FOF	BLMR11	0,18%	25.5M
FII PLURAL R	PLCR11	0,18%	2.1M
FII NCH EQI	EQIN11	0,16%	2.0M
FII MORE RE	MOREI 1	0,16%	2.3M
FII AFHI CRI	AFHI11	0,16%	1.8M
FII HSI CRI	HSAF11	0,15%	1.8M
FII GEN SHOP	FIGS11	0,15%	2.9M
FII VBI REIT	RVBI11	0,11%	1.4M
FII SP DOWNT	SPTW11	0,08%	1.8M

Fonte: [B3]

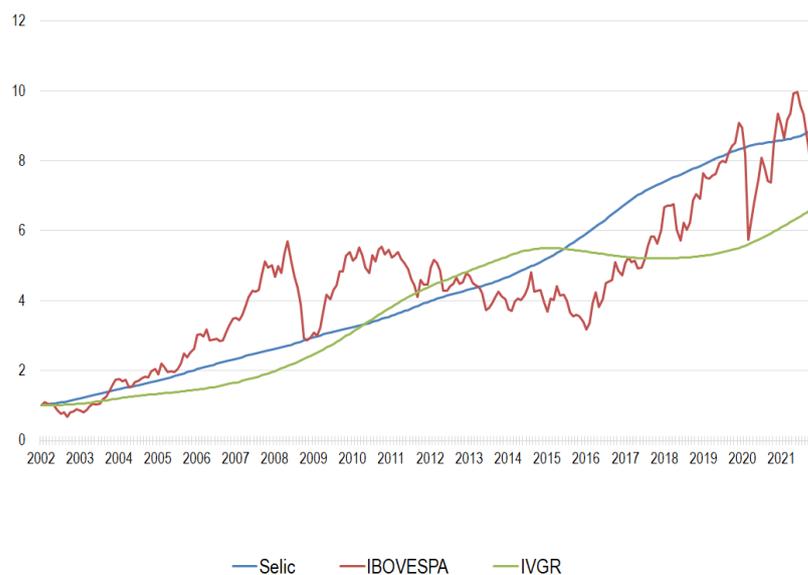
Anexo 2 Simulações: IBOVESPA, Imóveis, Selic

Cenário 1: Início em março de 2001 e término em dezembro de 2021



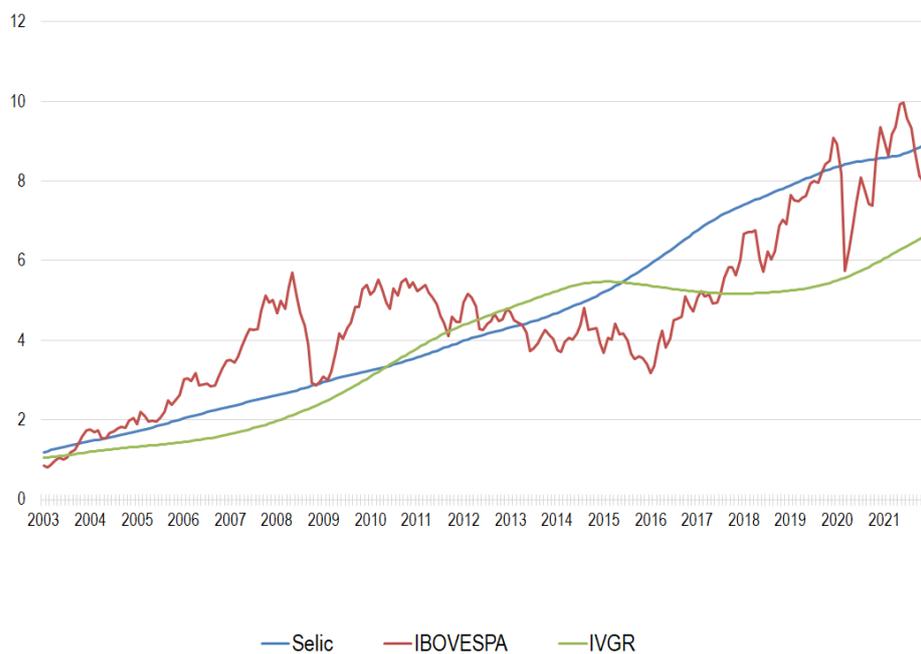
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 2: Início em janeiro de 2002 e término em dezembro de 2021



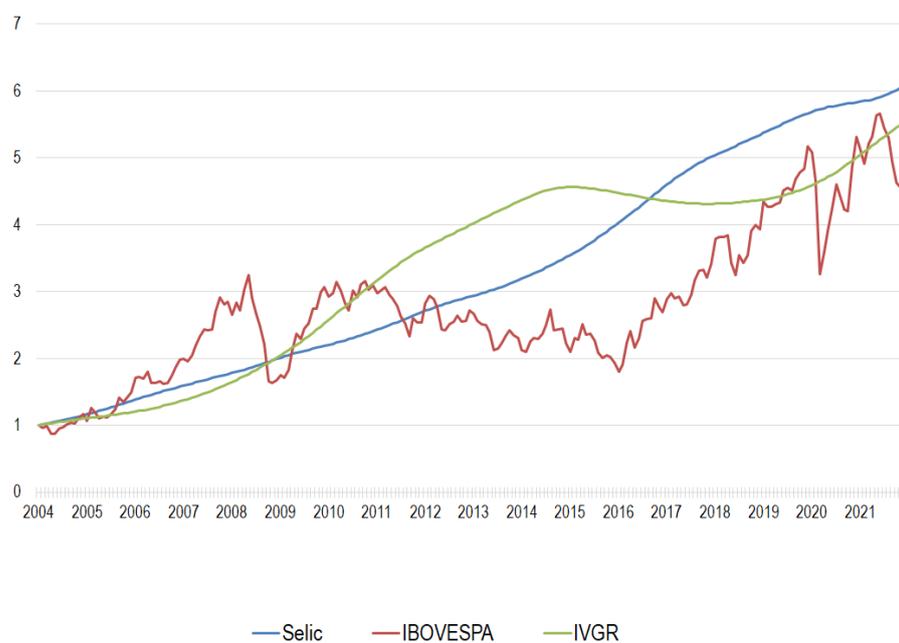
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 3: Início em janeiro de 2003 e término em dezembro de 2021



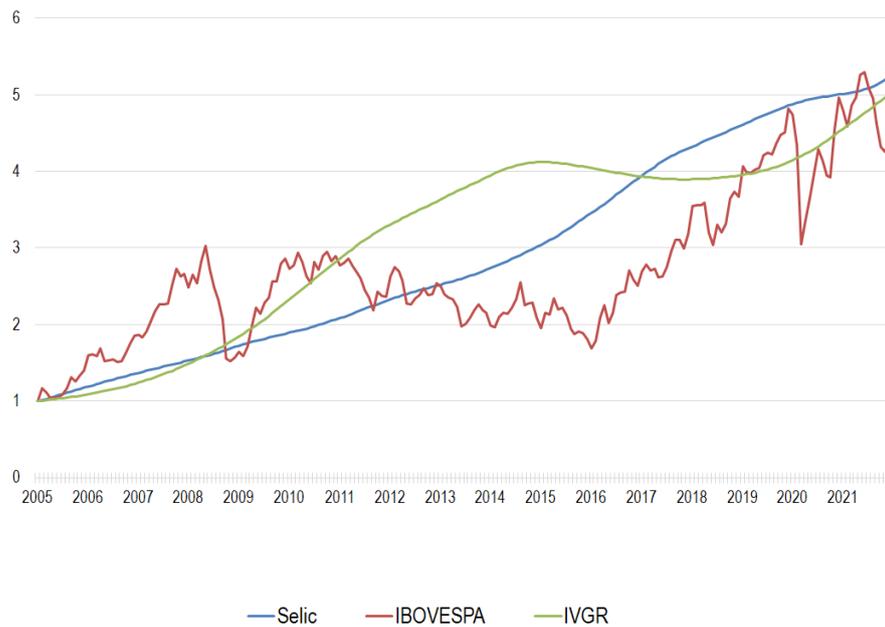
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 4: Início em janeiro de 2004 e término em dezembro de 2021



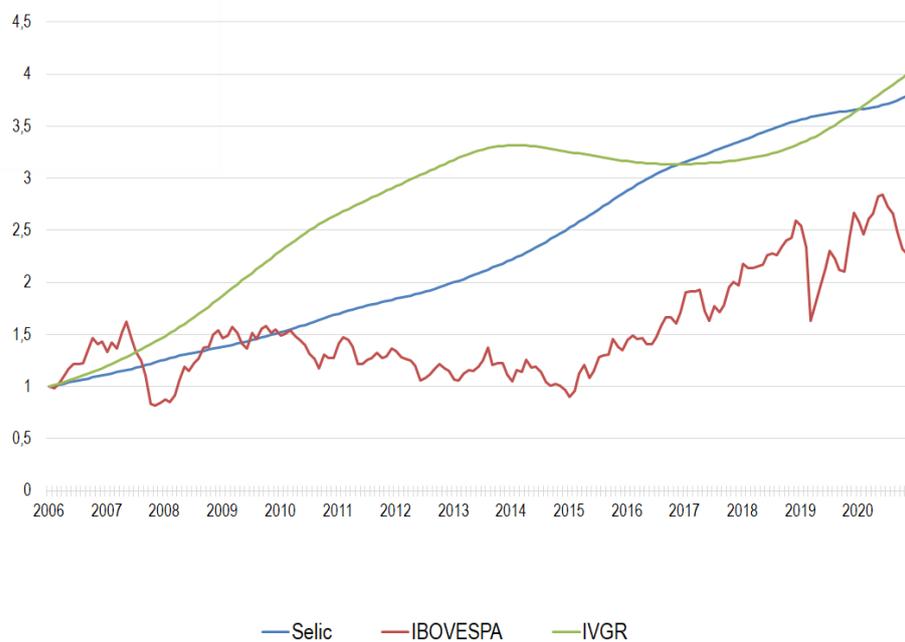
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 5: Início em janeiro de 2005 e término em dezembro de 2021



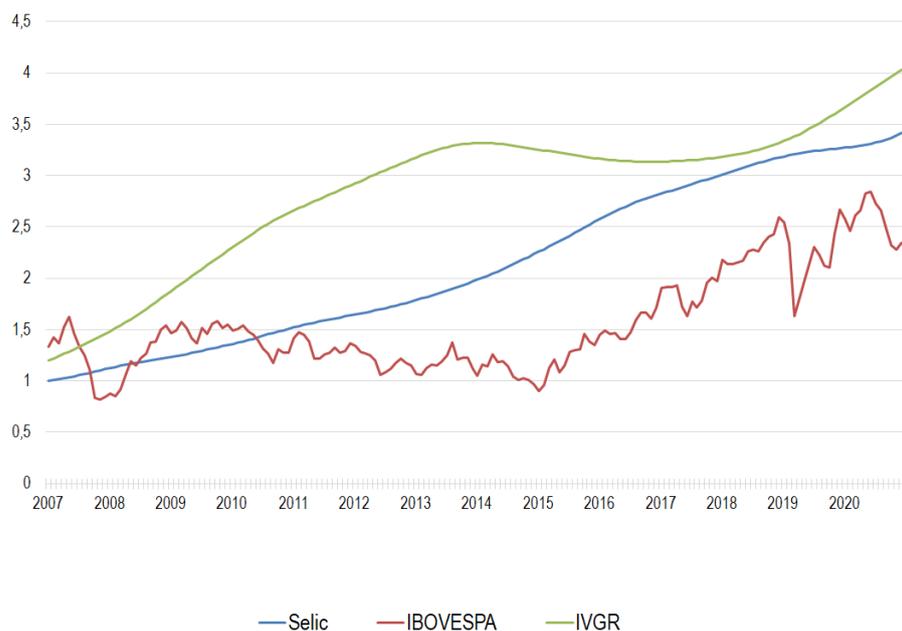
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 6: Início em janeiro de 2006 e término em dezembro de 2021



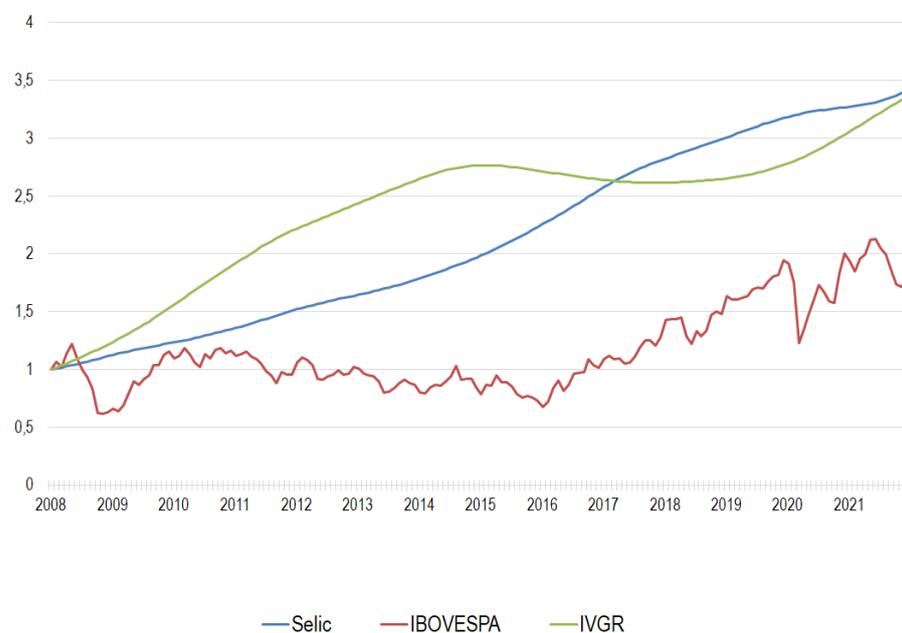
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 7: Início em janeiro de 2007 e término em dezembro de 2021



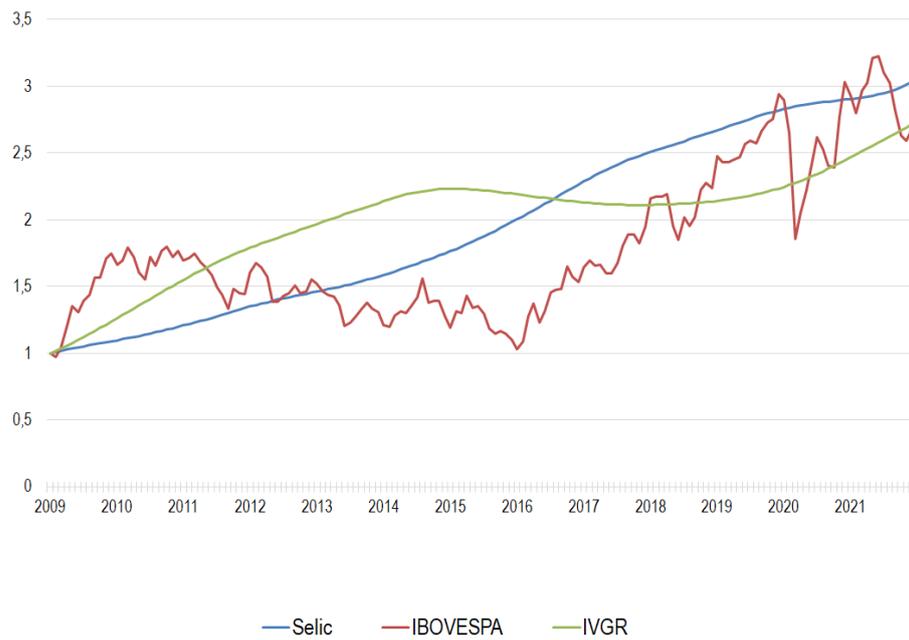
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 8: Início em janeiro de 2008 e término em dezembro de 2021



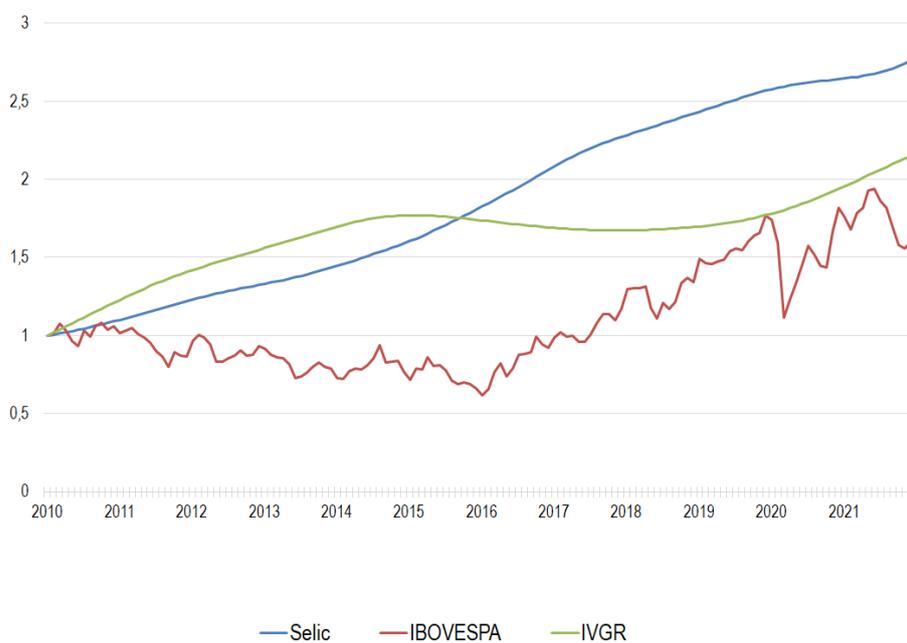
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 9: Início em janeiro de 2009 e término em dezembro de 2021



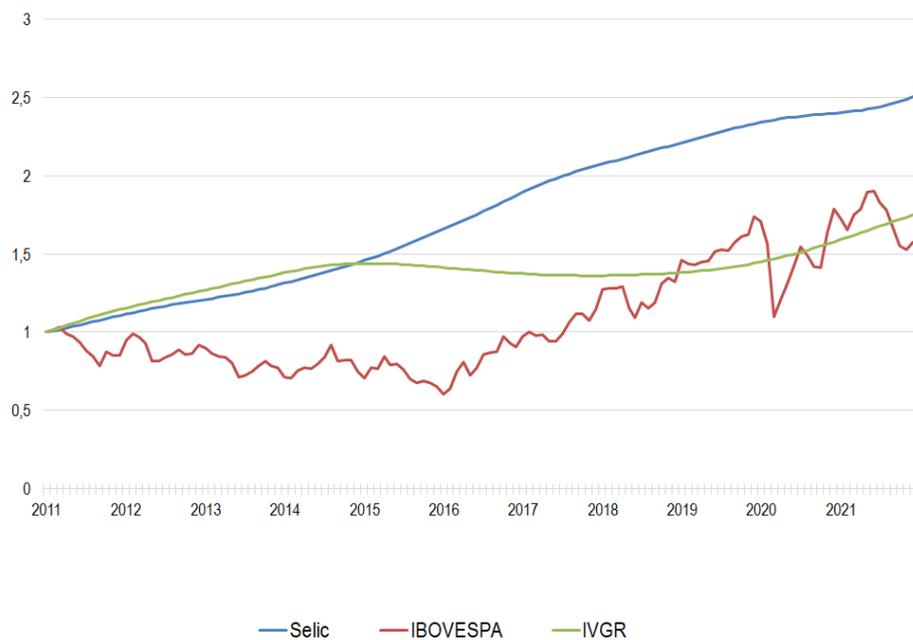
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 10: Início em janeiro de 2010 e término em dezembro de 2021



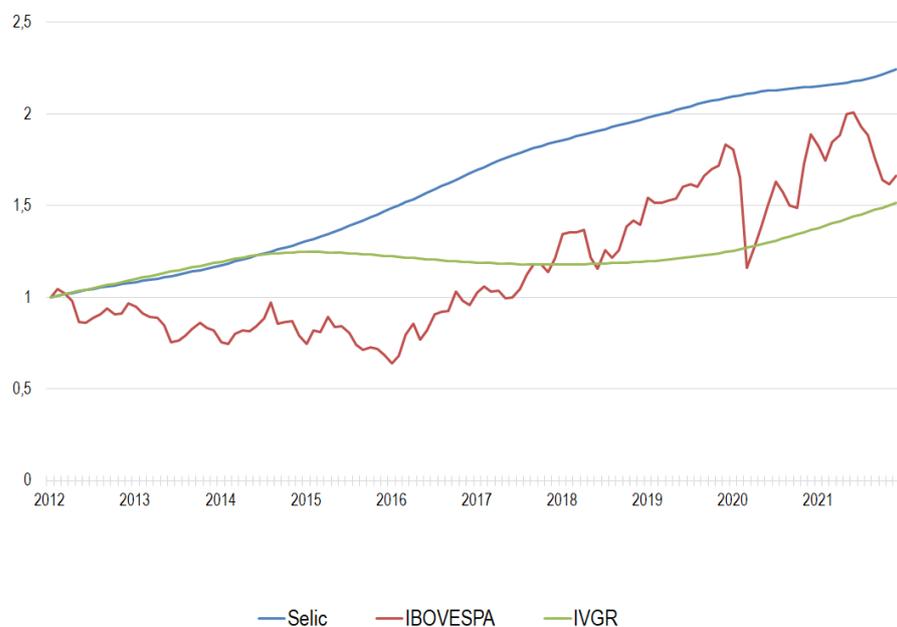
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 11: Início em janeiro de 2011 e término em dezembro de 2021



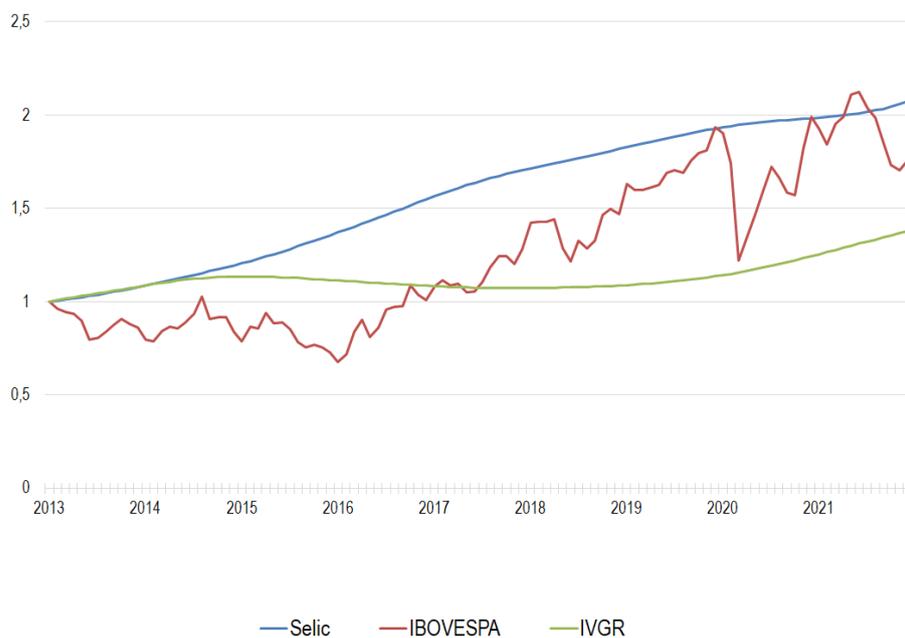
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB

Cenário 12: Início em janeiro de 2012 e término em dezembro de 2021



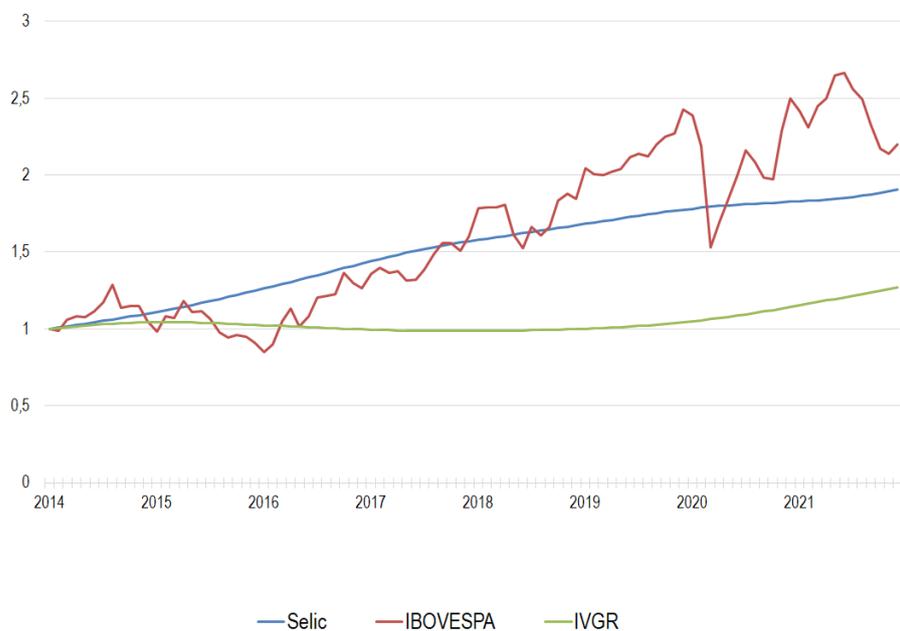
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 13: Início em janeiro de 2013 e término em dezembro de 2021



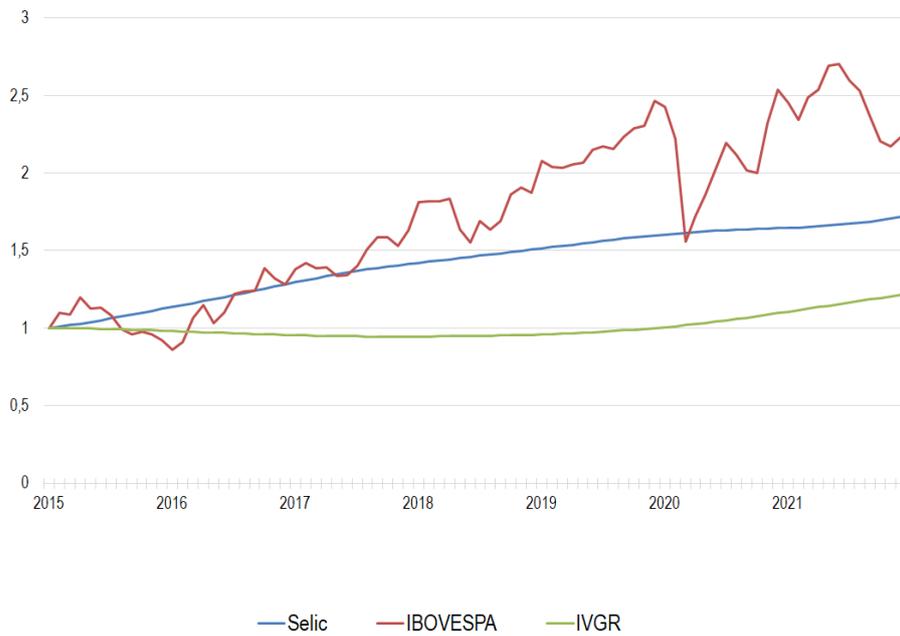
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 14: Início em janeiro de 2014 e término em dezembro de 2021



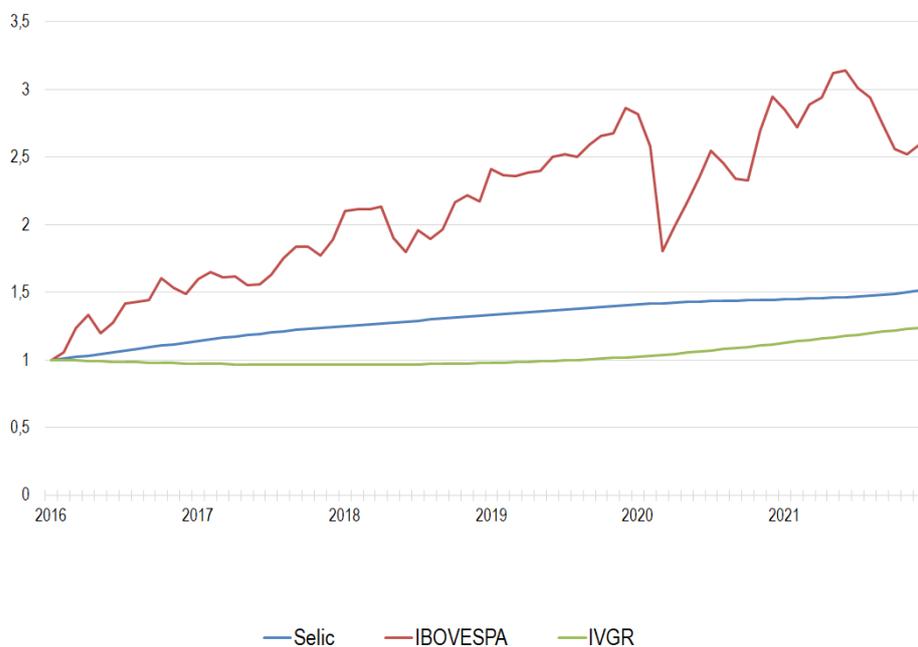
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 15: Início em janeiro de 2015 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 16: Início em janeiro de 2016 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 17: Início em janeiro de 2017 e término em dezembro de 2021



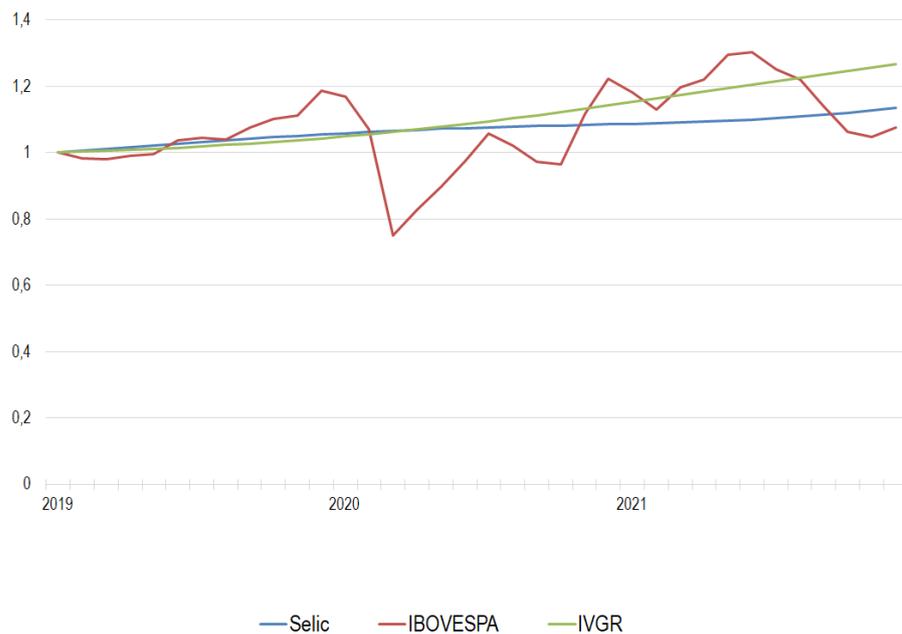
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 18: Início em janeiro de 2018 e término em dezembro de 2021



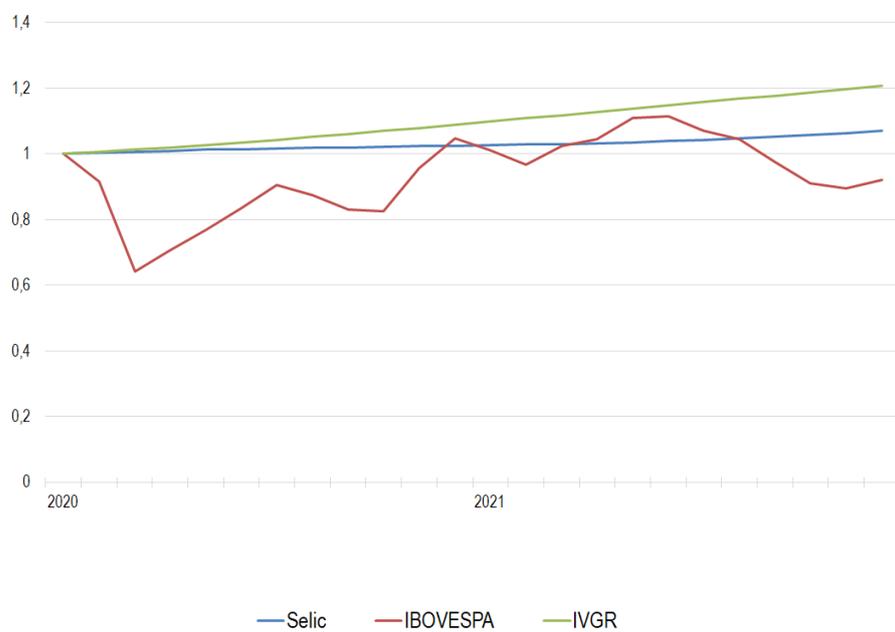
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 19: Início em janeiro de 2019 e término em dezembro de 2021



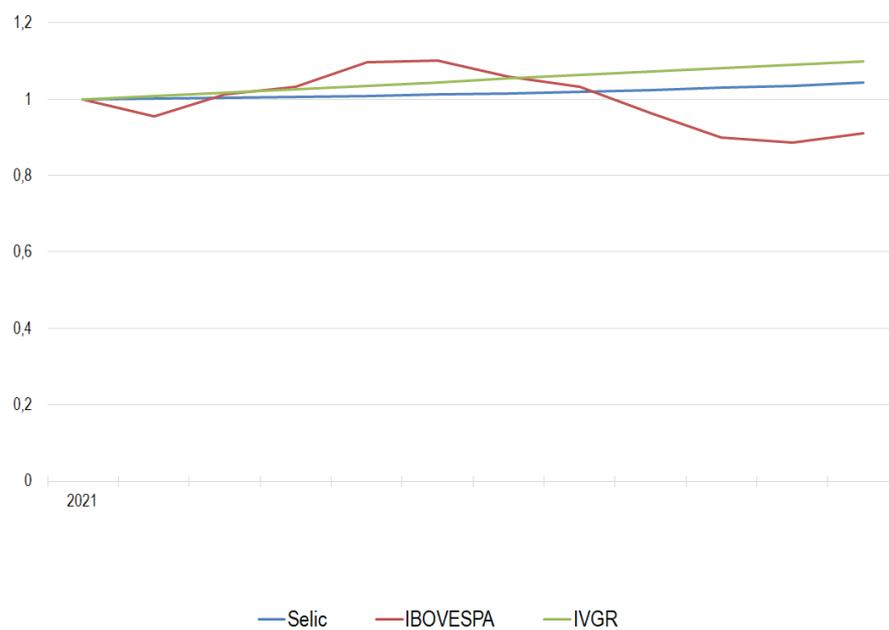
Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 20: Início em janeiro de 2020 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.

Cenário 21: Início em janeiro de 2021 e término em dezembro de 2021



Fonte: IBOVESPA: [B3], Selic e IVGR: BCB, elaboração própria.