

The background of the cover is an impressionistic painting of a city street scene. The style is characterized by thick, visible brushstrokes and a vibrant, somewhat chaotic color palette. The scene depicts a street with buildings, a tree, and a fountain in the foreground. The overall mood is dynamic and textured.

revista
CIDADES

volume 12 | número 20 | 2015

**LEITURAS
SOBRE
A CIDADE**

ISSN 1679-3625 (impressa) - ISSN 2448-1092 (online)

SUMÁRIO

PALAVRAS DO EDITOR	01
---------------------------------	-----------

Silvana Maria Pintaudi

LEITURAS SOBRE A CIDADE

CAMINHOS DA PRODUÇÃO FINANCEIRIZADA DO ESPAÇO URBANO: A VERSÃO BRASILEIRA COMO CONTRAPONTO A UM MODELO	04
--	----

Directions of the financialized production of urban space: the Brazilian case as a counterpoint to a standard

César Ricardo Simoni Santos e Daniel Sanfelici

MERCADO IMOBILIÁRIO : LOCALIZAÇÃO E AMENIDADES URBANAS.....	35
---	----

Real estate market: location and urban amenities

André Ximenes Melo e Sônia A. B. Ximenes Melo

PLANEJAMENTO E GESTÃO DO TERRITÓRIO : ESCALAS, CONFLITOS E INCERTEZAS....	74
---	----

Planning and management of the territory: scales, conflicts and uncertainties

Adriana Gelpi e Rosa Maria Locatelli Calil

ESPAÇOS PÚBLICOS E O DIREITO À CIDADE: CONTRIBUIÇÕES TEÓRICO-CONCEITUAIS A PARTIR DE ESTUDOS SOBRE O USO DE PARQUES URBANOS EM CONTEXTOS DE SEGREGAÇÃO ESPACIAL NAS CIDADES DE SÃO PAULO E SOROCABA.....	105
--	-----

Public spaces and one's right to the city: theoretical and conceptual contributions based on studies of the use of urban parks in the context of spatial segregation of the cities São Paulo and Sorocaba

Rosalina Burgos

CIRCULAR, SANEAR E EMBELEZAR, SIGNOS URBANOS DA CONSTRUÇÃO DA CIDADE BURGUESA: FRANCA-SP (1890-1930)	141
--	-----

Circle, clean up and embellish, urban signs of the construction of the bourgeois city: Franca-SP (1890-1930)

Dirceu Piccinato Junior, Ivone Salgado e Luiz Augusto Maia Costa

A CENTRALIDADE METROPOLITANA EM PEDAÇOS: REFLEXÕES SOBRE OS NOVOS CENTROS E SUAS CENTRALIDADES.....	176
---	-----

The metropolis centrality in pieces: reflections on the new centers and their centralities

Oséias Teixeira da Silva

AS NOVAS FRONTEIRAS DA GENTRIFICAÇÃO NA TEORIA URBANA CRÍTICA	207
---	-----

The new frontiers of gentrification in critical urban theory

Luís Felipe Gonçalves Mendes

DESENVOLVIMENTO URBANO E TERRITORIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO A PARTIR DA
IMPLANTAÇÃO DE USINAS HIDRELÉTRICAS INTEGRADAS AO SISTEMA ESPACIAL DO
CAFÉ E FERROVIA..... 254
The urban and territorial development of São Paulo State (Brazil) based from deployment of
hydroelectric plants integrated into the space based system coffee and railways
Débora Marques de Almeida Nogueira e André Munhoz de Argollo Ferrão

AS POSSIBILIDADES DE UM INSTRUMENTO: O ESTUDO DE IMPACTO DE VIZINHANÇA E
SUA UTILIZAÇÃO EM BELO HORIZONTE..... 281
The possibilities of an instrument: the neighborhood impact study and its use in Belo Horizonte
Leonardo Barci Castriota e Lídia Fortini Veloso

RESENHA

SEGREGAÇÃO ESPACIAL NA CIDADE CONTEMPORÂNEA: AGENTES, PROCESSOS E DI-
MENSÕES..... 306
Cláudio Smalley Soares Pereira

CAMINHOS DA PRODUÇÃO FINANCEIRIZADA DO ESPAÇO URBANO: A VERSÃO BRASILEIRA COMO CONTRAPONTO A UM MODELO¹

CÉSAR RICARDO SIMONI SANTOS

Departamento de Geografia e Programa de Pós-graduação em
Geografia Humana da Universidade de São Paulo.
cesarsimoni@usp.br

DANIEL SANFELICI

Professor Adjunto da Universidade Federal Fluminense e ao
Núcleo de Estudos e Pesquisas Urbanas (NEURB).
danielsanfelici@gmail.com

RESUMO

O debate a respeito dos processos de financeirização da produção imobiliária brasileira é obscurecido pelo procedimento que adota como parâmetro o modelo norte-americano que resultou nos conhecidos *subprimes*. A financeirização do mercado imobiliário brasileiro se deu não pela via hipotecária de estímulos à demanda, mas pela vinculação das incorporadoras com o mercado de capitais, sugerindo, por esse caminho, importantes estímulos à oferta. O resultado tem sido, diferentemente do que pode ser visto a partir da estratégia adotada nos Estados Unidos, a criação de uma tendência à participação do fundo público como critério para a estabilização da relação entre as incorporadoras e o mercado de capitais, encobrindo com a ampliação do maior programa habitacional do país a lacuna aberta entre a necessidade de produção e o tamanho da demanda solvável.

PALAVRAS CHAVE: Financeirização; Mercado imobiliário; Minha Casa Minha Vida.

¹ A decisão que pesou sobre a publicação deste artigo, elaborado em 2013 e mantido em repouso até o momento, está vinculada à retomada do debate sobre o lugar do mercado imobiliário na reprodução social e econômica no Brasil. Os elementos arranjados com a intenção de contribuir para o entendimento das formas da financeirização da produção imobiliária no país foram buscados para fazer frente a um posicionamento cético em relação ao avanço da dominação financeira.

DIRECTIONS OF THE FINANCIALIZED PRODUCTION OF URBAN SPACE: THE BRAZILIAN CASE AS A COUNTERPOINT TO A STANDARD

ABSTRACT

Discussions regarding the financialization of real estate activity in Brazil are impoverished by the adoption of the US subprime mortgage market as a standard case. The financialization of the real estate market did not advance on the demand side through mortgage lending, but it occurred instead through developers' closer ties with the stock exchange, which proved to be a stimulus to new housing supply. As opposed to what defines the US case, in Brazil public subsidies have been crucial to stabilizing the relationship between listed developers and their shareholders, as the public housing program Minha Casa Minha Vida plugged the gap between the sector's output and the size of existing demand.

KEY-WORDS: Financialization; Real Estate Market; Minha Casa Minha Vida.

Algumas análises ainda relutam quando se trata da existência de um processo de financeirização do segmento imobiliário urbano no Brasil. Diversos indicadores sustentam essa perspectiva: a proporção do crédito imobiliário em relação ao PIB (que no Brasil é marcadamente baixa); a pouca importância dos dispositivos financeiros com lastro em ativos imobiliários; a dificuldade de se rastrear a existência de bolhas nesse mercado; os entraves burocráticos para a securitização de ativos; e a baixa liquidez dos mercados secundários, entre outros. O argumento central embutido nesse ceticismo se apegua à ideia de que a expansão da atividade de incorporação teria bases reais fundadas numa suposta lógica produtiva que rege a dinâmica do segmento.

Os pressupostos das análises que negam a existência de um processo de financeirização do segmento definem o campo de intersecção entre uma parte do pensamento crítico e a opinião corrente do empresariado. Frequentemente, ambos adotam o padrão norte-americano como parâmetro. Sob forte influência da

crise do *subprime*, a avaliação do que seria um processo de financeirização no segmento assume, como metro, a trajetória do *boom* imobiliário dos Estados Unidos. Mesmo que se reconheçam a dimensão e a centralidade dos eventos ligados à crise de 2008, o problema desse tipo de “modelização” consiste em obscurecer outras dinâmicas que dão continuidade e novos conteúdos ao processo de financeirização em curso. A análise da versão brasileira, aqui, sugere caminhos para se pensar um processo de financeirização diferente daquele traçado pela via do *subprime*.

No Brasil, o processo de financeirização imobiliária não ocorreu prioritariamente por meio de dispositivos especulativos ligados ao sistema hipotecário, como nos Estados Unidos. Na experiência brasileira, as operações mais significativas se deram no âmbito de uma relação direta entre as incorporadoras e o mercado de capitais. Apesar da existência de dispositivos de securitização de créditos hipotecários, o processo de financeirização do segmento ganhou força e se consolidou somente com a abertura de capital das principais empresas do ramo. Assim, partindo de uma inversão lógica e temporal, o que no Brasil aparece como fim, coroando o processo de financeirização do segmento, nos Estados Unidos aparece como a sua condição.

Com o objetivo de apontar o processo de financeirização em curso no segmento imobiliário brasileiro e de definir os seus contornos, o artigo está organizado em duas seções principais. Na primeira parte, a intenção de ampliar o repertório dos processos que definem a financeirização do segmento imobiliário passa pela contraposição do modelo norte-americano ao modelo brasileiro. Na segunda parte, procuramos colocar em questão a ideia segundo a qual os momentos de expansão imobiliária, marcadamente os registrados em 2007 e 2010, tenham tido base real acompanhando uma economia em crescimento.

DA CÓPIA AO DESVIO NA FINANCEIRIZAÇÃO DO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Na esteira da crise americana de 2008, muitos analistas e pesquisadores tentaram encontrar analogias e similaridades entre as características dos mercados imobiliários no Brasil e nos Estados Unidos. Haveria, para esses autores, traços comuns entre os dois mercados que justificariam o emprego do conceito de financeirização para analisar suas dinâmicas recentes, suas tendências de mudança e seus efeitos sobre a estruturação das metrópoles. Por outro lado, a discordância quanto à pertinência dessa analogia levou outros autores a rejeitar por completo o conceito de financeirização como ferramenta para apreender as mudanças que vêm ocorrendo nos negócios imobiliários no Brasil. De acordo com a hipótese aqui defendida, pode-se afirmar que, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, os mercados imobiliários têm exibido configurações crescentemente financeirizadas, mas o processo de financeirização, em cada um desses países, ocorre por vias diferentes e produz resultados variados. Para iluminar essas diferenças, após uma breve apreciação de ordem geral, vamos contrapor algumas das características mais decisivas do processo de financeirização do imobiliário nos dois países.

A financeirização consiste em um padrão de acumulação caracterizado pela preponderância de uma lógica financeira sobre a reprodução econômica da sociedade. Em tempos recentes, têm-se verificado alterações profundas nas formas de gestão do capital produtivo que respondem a demandas próprias dos ritmos e exigências do capital financeiro. Brenner (2003) sinaliza para essa dinâmica, quando analisa o caso das empresas de telecomunicação já no fim da década de 1990. Além disso, muitas empresas tradicionalmente ligadas aos segmentos manufatureiros se tornaram importantes protagonistas nos mercados financeiros (Serfati, 1998; Braga, 1997; Blackburn, 2006). Uma das manifestações desse processo consiste na crescente participação dos ganhos de origem financeira na com-

posição dos lucros de alguns grupos empresariais (Krippner, 2005). A financeirização também vem condicionando as práticas de reprodução cotidiana de diferentes grupos sociais, seja pelo peso crescente do endividamento no orçamento das famílias, seja pela canalização da poupança de parcelas consideráveis da população para os mercados financeiros, através da crescente participação dos fundos de investimento e da maior importância dos fundos de pensão (Guttmann & Plihon, 2008; Langley, 2008). Nesse sentido, a financeirização não pode ser entendida, simplesmente, como uma dominação dos bancos sobre a esfera produtiva, nem meramente a partir do crescimento dos lucros financeiros. José Carlos Braga (1997, p. 196) entende que a financeirização consiste na formação de um “padrão sistêmico”, que se constitui uma “dinâmica estrutural” que segue os “princípios de uma lógica financeira geral”.

Para entender como a financeirização passou a definir os rumos do mercado imobiliário nos Estados Unidos, dois mecanismos precisam ser colocados em perspectiva. Suas interações permitem explicar a deflagração da crise do *subprime*. Trata-se, de uma parte, da liberalização, desregulamentação e desintermediação financeira que se seguiram às dificuldades enfrentadas pelo padrão de acumulação fordista, e, de outra parte, do interesse crescente dos agentes financeiros pela apropriação dos rendimentos dos grupos sociais mais vulneráveis.

A origem do interesse pelos rendimentos das classes menos abastadas reside em uma transformação da atividade bancária na era neoliberal. Nos anos 1970 e 1980, o aumento da taxa de juros e a competição financeira implacável que se seguiram à liberalização e desregulamentação das atividades financeiras tornaram mais atraente para pequenos poupadores direcionar seus recursos para o mercado financeiro através dos *mutual funds*. Esses ofereciam rentabilidade mais vantajosa em relação aos depósitos bancários por não estarem sujeitos às mesmas regulamentações que os bancos comerciais. Isso afetou imediatamente a atividade bancária, cuja continuidade depende de um fluxo positivo de depósitos de

curto prazo, efetuados por correntistas (Sauviat, 2005; Lapavitsas, 2009; Dos Santos, 2009). Além disso, os bancos também sofreram um revés importante com a perda de clientes preferenciais. A principal fonte de lucro dessas instituições sempre havia sido o empréstimo a juros aos setores industrial e comercial. Contudo, por uma série de razões relacionadas ao custo mais baixo e aos limites mais altos de endividamento, as grandes empresas optaram por financiar o investimento recorrendo diretamente ao mercado de capitais, ou seja, emitindo ações e debêntures. Uma das estratégias utilizadas pelos bancos para não perderem volume de negócios foi ofertar linhas de crédito ao consumidor, recursos que podem ser utilizados para adquirir bens de consumo durável, mas que têm servido, também, para cobrir despesas correntes, como pagamento de ensino superior, custos hospitalares, reformas de residências, etc.

A propensão das famílias a recorrerem a empréstimos cresceu como decorrência das reformas neoliberais, que redundaram em uma persistente estagnação do rendimento real dos trabalhadores nos Estados Unidos, em meio à enorme onda de privatizações e crescente monetarização do acesso aos bens e serviços sociais básicos (Duménil & Levy, 2004). Muitas famílias procuraram compensar a estagnação dos rendimentos com o recurso ao crédito pessoal. A partir de então, o endividamento passou a ser considerado uma forma aceitável de obtenção de recursos para o pagamento de certos serviços ou bens.

Se nos anos 1980 eram as classes médias e altas que despertavam o interesse dos bancos, nos anos 1990 os grupos sociais mais vulneráveis começaram a se tornar alvos do anseio das instituições bancárias por multiplicar suas receitas. Nesse contexto o crédito hipotecário de alto risco, denominado *subprime*, começou a emergir como uma nova modalidade de investimento para os bancos – uma tendência que guarda relação com a capacidade das instituições de repassarem os

riscos assumidos mediante a securitização de ativos². Houve um crescimento notável do volume de empréstimos categorizados como *subprime* nos anos 1990, mas, ainda assim, os patamares permaneceram na casa dos 10% do volume total de empréstimos concedidos durante a maior parte da década. Também não havia sinais, até esse momento, de bolha de preços no mercado imobiliário.

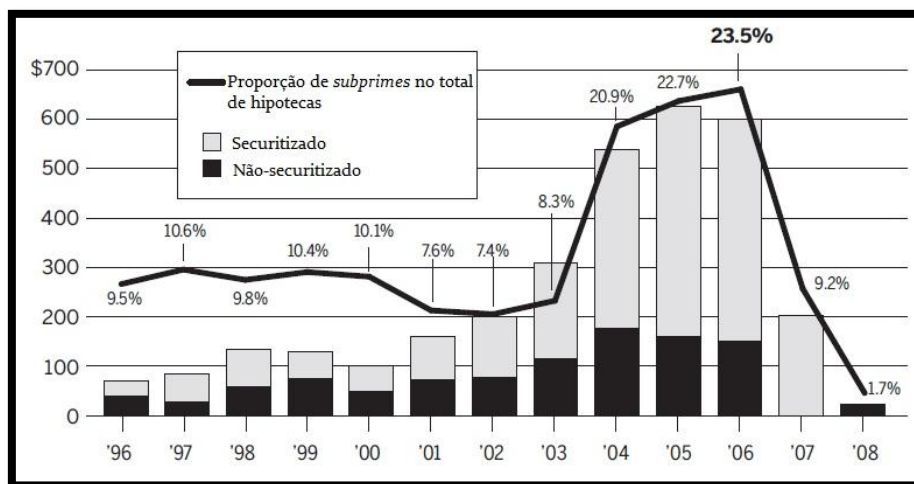
Todavia, com o estouro da bolha das empresas de tecnologia (na Nasdaq) e a orientação do *Federal Reserve* para diminuir as taxas de juros, reativar a economia e estancar perdas patrimoniais. Com a queda nos preços das ações, o crédito imobiliário foi se tornando ainda mais atrativo para as instituições financeiras e para os mutuários. A ascensão brusca dos preços dos imóveis a partir de 2003 tornava cada vez mais interessante a concessão (e obtenção) de crédito. Para os bancos e financeiras, a expectativa de elevação dos preços imobiliários significava que o imóvel era uma garantia sólida, diminuindo os riscos do empréstimo. Para o devedor, a alta continuada dos preços dos imóveis sinalizava para a possibilidade de refinarçar a dívida hipotecária a custos mais baixos no futuro. Enquanto os preços dos imóveis subiam, tudo parecia correr bem. Porém, a elevação nos níveis de inadimplência e execução dos devedores com pagamentos em atraso deflagraram uma queda nos preços. A contração do crédito habitacional que se seguiu degradou ainda mais os preços dos imóveis, levando muitas famílias a uma condição de *negative equity* – situação em que o bem utilizado como garantia de uma operação de crédito (nesse caso, o imóvel) tem valor menor do que o saldo devedor.

Desde o início, às operações de crédito imobiliário sobrepunha-se uma superestrutura financeira, cuja fragilidade foi gravemente subestimada (ou, talvez, conscientemente ignorada) pelas autoridades monetárias norte-americanas (Gowan, 2009; Cintra & Fahri, 2008). Os problemas começam com o modelo de

² Há outras razões para o crescimento dos empréstimos *subprime*. Uma delas são as reformas dos anos 1980, que suprimiram a autonomia dos estados da federação em impor restrições ao volume e condições dos empréstimos habitacionais, o que abriu margem para o surgimento de empréstimos hipotecários com taxas de juros flexíveis e outras características que compensam o alto risco.

securitização de ativos adotado: nesse modelo, os originadores dos créditos hipotecários repassavam seus direitos creditícios para agentes que os transformavam em títulos lastreados por hipotecas (Figura 1). Na existência de liquidez para esses títulos, os originadores (bancos ou entidades de crédito habitacional) tinham cada vez mais incentivos para negligenciar a avaliação dos riscos colocados pelos devedores, uma vez que só iriam originar e repassar os créditos (ganhando comissões). As agências de avaliação de risco foram também cúmplices na negligência dos riscos, porque sua remuneração dependia do volume de ativos financeiros novos emitidos e que encontravam comprador. Assim, muitos dos créditos hipotecários direcionados para mutuários com pouca credibilidade recebiam a nota máxima (AAA) por agências de avaliação de risco, o que fez com que esses papéis, emitidos em volumes crescentes, se disseminassem por todo o sistema financeiro internacional. Existia, portanto, uma estrutura de incentivos que induzia a formação de uma estrutura de capital fictício com base nesses empréstimos lastreados por ativos imobiliários (Blackburn, 2008; Cintra & Freitas, 2008).

Figura 1: Contratos de hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos.



Fonte: Financial Crisis Inquiry Commission (2011)

O quadro se completa com o surgimento de derivativos cada vez mais opacos, como os CDO (*Collateralized Debt Obligations*) e congêneres. Esses papéis, denominados produtos estruturados, aglutinavam direitos creditícios de uma gama variada de operações de crédito (empréstimos hipotecários, mas também cartões de crédito, empréstimos para compra de automóvel etc.). Como esses papéis eram negociados em mercado de balcão e não em mercados secundários líquidos (bolsas de valores), eles não tinham um preço corrente (a não ser aquele estabelecido pelas agências de avaliação, que, como vimos, concediam score máximo, mesmo para títulos *subprime*). A confiança na segurança desses papéis e os elevados rendimentos por eles proporcionados levaram muitos agentes financeiros pouco regulamentados, como os *hedge funds*, a usar todo seu potencial de alavancagem (contração de empréstimo) na compra desses papéis. Muitos também faziam uso de derivativos de crédito, que transferem os riscos de insolvência para outros agentes³. Quando as taxas de inadimplência das hipotecas se elevaram em 2006, nenhum agente no interior do sistema financeiro sabia quem detinha o quê nessa teia intrincada de obrigações financeiras. A forte dose de incerteza levou o sistema financeiro à paralisia quase completa (*credit crunch*): nenhum agente se dispunha mais a conceder empréstimos por falta de confiança. Somente a injeção maciça de liquidez por parte do banco central americano conseguiu impedir que a situação se deteriorasse ainda mais.

Em resumo, o entrelaçamento do mercado de capitais com o crédito imobiliário nos Estados Unidos deu-se no contexto de uma crescente financeirização dos rendimentos dos grupos mais vulneráveis e esteve fortemente relacionado com a expansão do consumo privado. Esse modelo esteve amparado na desregulamentação de crédito hipotecário. A fragilização financeira sistêmica decorreu da disseminação de derivativos cada vez mais opacos, o que acabou por detonar a

³ O mais notório desses instrumentos eram os CDS (Credit Default Swaps, ou Swaps de Inadimplência de Crédito). Eles funcionam como espécies de seguros, com o qual o adquirente se protege dos riscos caso um determinado papel (por exemplo, um CDO) não dê o retorno esperado.

crise de 2008. Assim, uma marca do processo de financeirização que avança sobre o segmento imobiliário foi a sensível mudança no comportamento das próprias empresas financeiras, que passaram a adotar práticas que substituíam progressivamente a segurança de longo prazo pelos elevados rendimentos no curto prazo.

No Brasil, tem havido um empenho do Estado, desde meados da década de 1990, para implementar reformas que aproximem o financiamento imobiliário com o mercado de capitais. A regulamentação dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs), em 1993, foi a primeira dessas intervenções. A mais relevante delas foi, contudo, a lei que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) em 1997, e, nitidamente inspirada pelo modelo hipotecário norte-americano, instituiu a securitização de ativos lastreados em imóveis e regulamentou as atribuições dos agentes envolvidos no circuito de financiamento imobiliário.

O funcionamento de um mercado secundário de títulos hipotecários dependia, também, do fortalecimento da segurança jurídica dos contratos, para blindar os credores dos problemas com pagamento. A figura da alienação fiduciária, incluída na lei do SFI, veio para contemplar a demanda das instituições de crédito habitacional. A alienação fiduciária deu maior celeridade “para execução das operações feitas com hipoteca no Brasil, especialmente na sua execução judicial”, principalmente porque o domínio do imóvel só é transferido com a liquidação da dívida, permanecendo em posse do credor até esse momento (ROYER, 2008, p. 115).

Uma segunda medida com repercussão favorável entre as instituições financeiras foi a do Patrimônio de Afetação (Lei 10.931), aprovada em 2004. No capítulo V da referida lei, que dispõe sobre contratos de financiamento imobiliário, encontra-se a regra do incontroverso (artigo 50), que exige que o autor de ação judicial, contestando a regularidade de um contrato de financiamento, quantifique o chamado “valor incontroverso” (a parcela do contrato que não está em litígio). Esse valor incontroverso deverá continuar sendo pago pelo devedor no tempo

contratado. Esse artigo contempla os interesses das instituições credoras, que alegam ser prática comum, entre os mutuários, entrar com pedido de liminar com o propósito estratégico de interromper por completo o pagamento das prestações.

Uma sequência de medidas complementares visou a aprimorar a liquidez no mercado secundário dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), papéis semelhantes aos *mortgage-backed securities* dos Estados Unidos. A primeira e mais relevante foi alçar, em junho de 1998, os Certificados de Recebíveis Imobiliários à condição de valores mobiliários, passíveis, portanto, de negociação na bolsa de valores. Seguem-se, a partir de então, outras medidas com o propósito de ampliar o universo de adquirentes dos CRIs no Brasil. Ainda em 1998, uma resolução da Comissão de Valores Mobiliários permite que entidades de previdência privada e seguradoras – os chamados investidores institucionais – incluam em seus portfólios os CRIs. Outro gênero de medidas com efeito semelhante são os incentivos de natureza tributária. A lei no. 11.033 de 2004 isenta as pessoas físicas da incidência de Imposto de Renda no caso de rendimentos com Certificados de Recebíveis Imobiliários e outros títulos como Letras Hipotecárias e Letras de Crédito Imobiliário. A lei Nº. 12.020, de 2009, por sua vez, isenta as aplicações em Fundos de Investimento Imobiliário (FII) da incidência do mesmo imposto. Essa lei é importante porque, entre as diferentes modalidades de fundos de investimento imobiliário – que se diferenciam de acordo com o tipo de ativos que detêm em carteira – existem aqueles que, ao invés de adquirir diretamente a propriedade de imóveis, investem em Certificados de Recebíveis Imobiliários. Esses fundos permitem que pequenos poupadores tenham acesso aos rendimentos gerados pelos CRIs, que, por terem um valor mínimo elevado, até então só podiam ser adquiridos por investidores maiores. Muitos observadores salientam que a entrada desses fundos⁴, e a isenção

⁴ A autorização para que os fundos de investimento imobiliário operem carteiras compostas de CRIs veio somente em 2008, com a Instrução 472 da Comissão de Valores Mobiliários.

fiscal outorgada aos seus cotistas, representou um ponto de inflexão para o mercado de CRIs⁵.

Em consequência dessas leis e incentivos, a emissão de CRIs cresceu a partir de 2005, quando a economia brasileira começou a apresentar sinais de aquecimento: de um patamar inferior a R\$ 500 milhões em CRIs emitidos por ano até 2004, passou-se para patamares superiores a R\$ 1 bilhão a partir de 2005, com um recorde de R\$ 3,7 bilhões em emissões em 2011. Aqui, portanto, nota-se claramente o papel indutor do Estado no desenvolvimento de novos produtos financeiros lastreados em negócios imobiliários no Brasil. A perspectiva de desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro com base no modelo norte-americano comprometeu, ainda mais fortemente, o Estado com os estímulos que não vinham naturalmente do mercado.

O crescimento da emissão de CRIs não deve ser tomado, entretanto, como sinal de uma integração sólida do financiamento habitacional com o mercado de capitais, como ocorreu nos Estados Unidos. Com efeito, a proporção do volume de financiamentos concedidos que são objeto de securitização ainda é bastante baixa. Além disso, os CRIs financiam, em proporção considerável, empreendimentos comerciais e residenciais de alto padrão (Fix, 2011). Finalmente, há um consenso, entre os operadores e analistas desse mercado, quanto à baixa liquidez existente no mercado secundário de CRIs. As razões para o baixo volume de emissões e para a baixa liquidez dos CRIs são variadas. A primeira diz respeito à crescente captação das cadernetas de poupança, que gerou um volume grande de recursos à disposição dos bancos para o financiamento habitacional, desestimulando a securitização. Também as incorporadoras imobiliárias, regulamentadas para levantar recursos mediante a securitização de ativos, estariam emitindo poucos CRIs em decorrência da grande disponibilidade de financiamento bancário,

⁵ Para maiores detalhes, ver Royer (2009, p. 123-4).

pela via da bolsa de valores. Por outro lado, a baixa liquidez estaria sendo afetada, segundo especialistas, pelas chamadas regras de exigibilidade, que os bancos devem observar. Essas regras determinam que os bancos comerciais devem direcionar um percentual determinado de seus recursos para o financiamento habitacional. Os CRIs passaram a ser computados pelos bancos como parte do seu portfólio de crédito habitacional. Temendo descumprir as regras de exigibilidade, os bancos que adquirem CRIs preferem mantê-los em seu portfólio até a maturação, o que dificulta a liquidez para esses papéis nos mercados secundários.

O baixo grau de integração entre o financiamento habitacional e o mercado de capitais no Brasil sugere, portanto, que a financeirização do imobiliário não se deu, prioritariamente, pela via do consumo e do crédito hipotecário, como aconteceu nos Estados Unidos. Diferentemente do “modelo” norte-americano, no Brasil a aproximação entre o segmento imobiliário e o mercado de capitais foi impulsionada pela atuação direta das grandes incorporadoras, o que permite ver a financeirização do imobiliário sob um ângulo diverso. Essas firmas encontraram no mercado de capitais uma forma rápida de levantar um montante extraordinário de recursos para multiplicar seus lançamentos e expandir seus raios de operação, algo inédito em um setor que sempre teve no sistema bancário estatal a principal fonte de financiamento externo. No triênio 2005-2007, foram mais de R\$ 20 bilhões em ações emitidas por empresas envolvidas no circuito imobiliário no Brasil. O padrão de financeirização que se define pela simbiose entre o mercado de capitais e as principais incorporadoras brasileiras atuou mais sobre a oferta do que sobre a demanda, colocando a dominância e a origem do processo numa estratégia definida entre o segmento imobiliário e os detentores da liquidez mundial.

Sugerimos, aqui, que, embora a expansão que sucedeu à abertura de capital tenha fundamentos no melhor desempenho da economia brasileira, ela veio acompanhada de surtos especulativos que têm íntima relação com os vínculos forjados entre o mercado financeiro e as incorporadoras. Apesar do esforço político

para promover a aproximação do segmento imobiliário ao mercado de capitais, seguindo as lições da via que criou o *subprime*, não foi esse o modelo que consolidou o processo de financeirização do segmento no Brasil. A dominância financeira se impôs pelo grande poder que os detentores da liquidez acabaram por exercer sobre as grandes incorporadoras brasileiras, via mercado de ações. No Brasil, esse processo é sensível pela mudança nas práticas da indústria da construção. Desse ponto de vista, entende-se que a experiência brasileira pode enriquecer o entendimento sobre o processo de financeirização na escala mundial.

UMA FALSA IMPRESSÃO DE EXPANSÃO PRODUTIVA

Um dos argumentos correntes que sustenta a afirmação de que não há um processo de financeirização em curso no mercado imobiliário brasileiro se ampara na expansão produtiva que as empresas do segmento puderam experimentar na segunda metade da década de 2000. Contudo, seja o crescimento produtivo real dessas empresas, seja a expansão territorial da construção, eles não são aqui senão resultados de dinâmicas que revelam a dominância financeira sobre a moderna indústria da construção.

Com os IPOs (**initial public offering ou oferta pública inicial**), as grandes incorporadoras brasileiras haviam feito a opção de se capitalizar via mercado de ações. A demonstração do potencial de realização do investimento e de capitalização real do segmento, nesses termos, passou a ser um elemento crucial na relação entre o mercado imobiliário e o capital financeiro. Algumas condições muito particulares, no entanto, dificultavam o estabelecimento de parâmetros para a avaliação de desempenho do segmento no Brasil. Primeiramente, a prática de dar início às vendas “na planta”, no momento de lançamento do empreendimento (o que se tornou corrente no Brasil), difere do padrão usual, segundo o qual o adquirente compra o imóvel já terminado. Em segundo lugar, a muito recente história de participação do segmento em bolsa de valores não havia permitido o estabele-

cimento de critérios de avaliação sólidos. Mas a expectativa de expansão do consumo atrelada ao propalado alargamento da chamada classe C sugeria efeitos positivos e uma dinâmica de crescimento para o setor, ainda mais num contexto em que poucas empresas conseguiam capturar esse movimento na bolsa de valores⁶. Então, uma conjunção de fatores determinou que o comportamento das ações ligadas ao segmento imobiliário apresentasse um potencial especulativo estrutural que subordina sua dinâmica produtiva real. A desconfiança do investidor estrangeiro em relação ao setor, bem como a falta de parâmetros objetivos para avaliá-lo, exacerbou a amplitude das variações na cotação das ações das principais incorporadoras. Nos momentos de valorização, a entrada de capitais pode superar a capacidade de investimento de cada capital particular e, nos momentos de retirada, a escassez de capital de giro pode atingir a continuidade das atividades do segmento⁷. Isso acabou por comprometer as empresas do ramo com um padrão financeirizado que subordina a lógica produtiva ao comportamento dos mercados financeiros, trazendo para o primeiro plano da atividade do segmento os efeitos de demonstração que procuram cativar o investidor.

Quatro estratégias ligadas à expansão do segmento merecem destaque aqui. Logo após a onda dos IPOs, depois de 2006, muitas dessas empresas começaram a montar um banco de terrenos que pudesse expressar o poder, o tamanho e o lastro, tanto em termos de capital, quanto em termos de reserva expansionista

⁶ Como o mercado bursátil no Brasil, mais especificamente o IBOVESPA, não reflete integralmente o funcionamento da vida econômica do País aos olhos dos investidores, havia uma demanda por papéis que pudessem expressar e capturar esse suposto bom momento da economia nacional sob a forma da valorização desses ativos. O peso de empresas como a Petrobras, muito estável por sua estrutura semiestatal, de empresas como a Vale, de destaque pelo tamanho e pela quase exclusividade em seu campo de atuação em âmbito nacional, ou ainda das empresas do agronegócio, muito dependentes do funcionamento dos mercados externos, distancia o índice da atividade bursátil do desempenho interno da economia brasileira como um todo.

⁷ Enquanto, na segunda metade do ano de 2008, o Ibovespa apresenta uma queda importante, mas que não chega aos 50%, duas importantes empresas do segmento amargam perdas superiores a 80% do valor de suas ações. Já a subida na cotação das ações das empresas que apresentaram a maior amplitude, a partir de 2009, restaura o patamar anterior à crise, com uma valorização bastante superior à alta registrada pelo Ibovespa no mesmo período.

futura. Quando os *land banks* privados das incorporadoras começaram a figurar no centro dos relatórios trimestrais, a febre já se havia espalhado e a corrida pela aquisição e estocagem de terrenos, assumido proporções desmedidas em relação ao potencial de lançamento. Como, no entanto, a captura da liquidez por meio de dispositivos financeiros nas bolsas de valores havia passado ao primeiro plano, a montagem e o crescimento dos *land banks* continuaram a servir como a grande vitrine para o investidor. Aqui, “o estoque de terrenos funciona como base para a criação de capital fictício” (FIX, 2011, p. 195). Do ponto de vista de um segmento comprometido estruturalmente com os problemas relativos ao tempo de rotação do capital, a imobilização de valores pressuposta nessa estratégia sugere prejuízos à atividade do ramo. Não estamos, aqui, diante de uma expansão produtiva de base real e, mesmo que a valorização financeira se ampare sobre o caráter produtivo do segmento, não é este que impõe a sua lógica para a valorização. A participação dos fundos e do grande capital financeiro internacional arranjou as incorporadoras sob a tutela e o direcionamento das consultorias financeiras, que emitem avaliações a partir de critérios estranhos à atividade produtiva do segmento.

A corrida para formar um *land bank* que pudesse sinalizar a capacidade de expansão das empresas acabou por levar a uma valorização ainda maior dos terrenos urbanos nos grandes centros. A reincidência dos estímulos a essa valorização imobiliária atrelou a continuidade da estratégia à compra de terrenos em regiões periféricas, que se deu tanto na escala metropolitana quanto na escala territorial-nacional. Assim, o segmento se comprometia também com a produção de unidades para as classes de rendimentos inferiores e de baixa solvabilidade. Nesse momento, a prática de estocagem de terrenos assumiu um perfil especulativo, mas ela se diferenciava da tradicional especulação fundiária. Aqui, esse tipo de especulação não mantinha no centro da estratégia a velha prática de retenção de terrenos como forma de apropriação de um diferencial de renda surgido entre o momento da aquisição e o momento da venda. As projeções positivas, com um

consequente aumento na captação da liquidez internacional, prometiam lucros mais ajustados às expectativas do segmento. A valorização financeira e a subordinação das estratégias produtivas do segmento imobiliário à captação em bolsa deram um lugar secundário aos ganhos especulativos fundados na tradição patrimonialista. Ao menos para o grupo das principais incorporadoras do mercado brasileiro, as antigas práticas especulativas assumiram novos contornos com a financeirização. Trata-se, agora, de uma especulação com terrenos no mercado financeiro e não mais de uma especulação com terrenos no mercado imobiliário *tout court*.

Outra estratégia foi adotada, simultaneamente, como complemento e na perspectiva de superação da via que se lançava na formação de extensos bancos de terrenos. Num acerto entre o mercado de capitais e as grandes incorporadoras, outros indicadores passaram a figurar entre os elementos considerados na avaliação do segmento. O Valor Geral de Vendas (VGV) e os índices de Vendas sobre Oferta (VSO ou velocidade de vendas) passaram a ser considerados elementos importantes da análise do mercado presente e futuro. Muitas incorporadoras, para aumentar os resultados de vendas (VGV e VSO), assumiram a função de agentes financeiros, concedendo créditos e financiando a aquisição do imóvel para o consumidor final. “O objetivo era aumentar os resultados (...) nas prestações de contas com os acionistas” (FIX, 2011, pp. 136-137). Do ponto de vista da velocidade de vendas (VSO), esse foi mais um dispositivo de cunho especulativo que tirava da atividade da incorporação o ônus das largas margens temporais associadas à realização da venda. O segmento, assim, aumentava aparentemente a velocidade das vendas, mas assumia, em contrapartida, o longo tempo de retorno do capital a crédito⁸. Levando-se em consideração que se trata de uma mesma e única empresa a desempenhar as duas funções simultaneamente (incorporação e crédito

⁸ O caso da Tenda foi exemplar. A empresa gerava o crédito com a intenção de aumentar a velocidade das vendas para depois repassar o cliente para o sistema da Caixa Econômica Federal. A intenção inicial era que a empresa funcionasse, nesse momento, como um balcão de geração de crédito, mas em função de análises pouco criteriosas da condição de pagamento dos clientes, a Tenda passou a ter dificuldade de

habitacional), o resultado prático final, em relação ao tempo de retorno do capital investido, quase não se altera, tendo aqui a função estratégica de aumentar o VSO nos relatórios trimestrais da atividade exclusivamente imobiliária. Além disso, ao assumir também a função de credora, a empresa multiplicava seus riscos que deixavam de estar concentrados na atividade de incorporação. Considerando que essa prática sustentava a compra de terrenos muito além da capacidade de lançamento imediata, ela reforçou a valorização fundiária que está na base do ocaso de todo esse mecanismo. Tendo em vista a pouca eficiência desse tipo de manobra, o comprometimento com um banco de terrenos superdimensionado pesou, ainda mais, antes do momento da crise internacional, que serviria aqui como o pretexto para o salvamento do setor.

Com os IPOs, o segmento fazia uma opção não só pela fonte de abastecimento de capital de giro, mas também pelo tipo de relação que ele estabeleceria com os proprietários do capital circulante, com o novo perfil de administração contábil e com a dinâmica espacial subsequente. A captação com a oferta em bolsa exige a contrapartida das empresas de incorporação. A necessidade de tocar as obras e sustentar uma velocidade de lançamentos compatível com a velocidade de aquisição de material (terrenos) é uma delas. Outra é o balanceamento da dívida que sinaliza para os riscos contábeis da empresa. Tendo feito os IPOs e depois o *follow-on* (oferta subsequente de ações), essas empresas precisavam continuar a dar a contraparte ao investidor num contexto de grandes dificuldades para a expansão dos mercados. O aumento dos custos de produção comprometeu a contabilidade das empresas com novos aportes de liquidez. Ao mesmo tempo, a inten-

repassar os créditos originados e teve de arcar com as longas margens temporais de retorno deste capital. Muitas empresas, seguindo o mesmo caminho, tiveram de arcar com o ônus das longas margens temporais para a realização do investimento. Claro está, no entanto, que algumas incorporadoras obtiveram relativo sucesso a propósito dessa prática. Uma das vantagens competitivas da MRV, por exemplo, é frequentemente atribuída ao bom relacionamento que a empresa estabeleceu com a Caixa. Ainda assim, nesses casos, o crédito chagava a ficar nas contas da empresa por cerca de 2 ou 3 anos.

sificação da concorrência no mercado de capitais, somada à alta dos custos de produção, colocava limites para a captação suplementar de recursos com novas emissões. Assim, as empresas optaram pela emissão de debêntures e pela tomada de empréstimos, o chamado “capital de terceiros”, que era também uma fonte mais barata⁹. A tomada de empréstimos balanceia a dívida no interior das empresas, o que sugere ao investidor um maior equilíbrio e uma diluição dos riscos entre os “terceiros”, a empresa e os investidores. Ou seja, ela se torna também um elemento crucial no jogo financeiro da disputa pelo capital circulante. Mas todo esse mecanismo complexo acabou por comprometer as incorporadoras com uma dívida muito maior e com a execução de obras em mercados periféricos, o que, em princípio, seria o que lhes permitiria cumprir suas obrigações com os mercados financeiros. A finalidade desse processo foi um maior direcionamento para mercados incertos e desconhecidos da periferia (metropolitana ou nacional) no momento de maior endividamento dessas empresas. Lançar e vender, pagar a dívida e remunerar os acionistas eram os três compromissos que as incorporadoras deveriam honrar no contexto de uma dinâmica expansionista superestimada. O perfil de renda, o tamanho desses mercados e a falta de conhecimento sobre procedimentos institucionais da atividade em novas praças geraram transtornos para as empresas, e algumas adaptações rápidas foram postas em andamento, com todos os riscos que elas continham.

As grandes empresas que haviam feito seus IPOs não tinham os instrumentais nem as condições para entrar nos mercados pouco formalizados das regiões não centrais do país, e esses mercados tampouco ofereciam as condições exigidas pelo nível de atividade desse grupo de incorporadoras. A falta de conhecimento dos mercados locais e dos caminhos burocráticos e extrainstitucionais exi-

⁹ Isso se justifica também porque esse capital tem o benefício tributário de redução da base do cálculo do imposto de renda.

giu, para uma entrada mais rápida nesses mercados, uma aproximação com empresas locais, normalmente de menor porte. O aumento no número de parcerias, aquisições e fusões também caracterizou o período. Mas a febre expansionista que tomou conta do segmento, no último quarto da década, encontrou, na estratégia, severos limites para a realização do capital investido. O excesso de informalidade e o caráter pouco ajustado das pequenas empresas aos padrões contábeis e de gestão das grandes incorporadoras passaram a criar problemas com o tipo de compromisso que a grande empresa havia assumido com o mercado de capitais. A própria definição dos cálculos contábeis sobre os quais estão fundados, não só a elaboração de futuras estratégias, como os relatórios que passaram a ser o documento-mestre da articulação com o mercado financeiro, ficou prejudicada pela informalidade prevalente na operação das empresas associadas. Muitos prejuízos foram acumulados em função de parcerias realizadas naquele momento. O avanço por meio de parcerias acabou por se configurar, assim, como mais um golpe de imagem, de fundo especulativo e de curta duração. Talvez, nesse aspecto, os elementos-surpresa tenham desempenhado um papel mais significativo, mas contribuíram igualmente para compor o limite temporal e a inviabilidade estrutural do surto expansionista.

Assim, o suposto *boom* imobiliário, que tomou as páginas dos periódicos de economia e das publicações especializadas, a partir de 2007, guardava um fundo falso atrelado à lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionalizados e foi bloqueado com a crise em 2009. A estratégia expansionista, que objetivava, ao menos, dar a impressão de bons resultados para o segmento, não surtiu o efeito esperado e “a crise mundial, portanto, embora venha a agravar a situação, não está na origem dos limites para o crescimento do setor e dos problemas mencionados” (ARANTES e FIX, 2009). A retomada do crescimento, considerado importante para a manutenção dos índices positivos da economia brasileira,

somente viria com a ajuda indispensável do fundo público. O lançamento do programa Minha Casa Minha Vida restaurou, em pouco tempo, o interesse dos investidores pelas empresas de incorporação imobiliária brasileiras, ajudando a realizar o capital fictício cristalizado na empresa expansionista.

Lançado em 2009, em menos de dois anos o programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV) atingiu a marca das 1.005.028 unidades habitacionais financiadas. Muito em função da força do programa, em 2010, a Caixa Econômica Federal realizou o maior investimento habitacional de sua história, contabilizando, no total, o volume de R\$ 77,8 bilhões, o que é 57,2% superior ao contabilizado em 2009. Somente em 2010, a Caixa atingiu 1.231.250 de financiamentos, número correspondente a 70% de todo o crédito imobiliário do País. O PMCMV teve força, assim, para realizar o capital investido no curso da expansão especulativa de 2007.¹⁰ O chamado “déficit habitacional” e a crise de 2008 legitimaram, em momento oportuno,

¹⁰ A Cyrela adquire uma grande parte do seu banco de terrenos, tanto em termos de VGV quanto em termos de m², antes de 2009. Em 2008, ela adquire, em termos de VGV, mais de 57% de seu estoque de terrenos na época, saltando de um montante avaliado em R\$ 22,1 bilhões, em 2007, para R\$ 34,7 bi, em 2008 – nos três anos seguintes ela só aumentaria em 40% o seu banco de terrenos. Em metragem o salto mais significativo ocorre no ano de 2007, com um aumento de 57% do estoque. Em 2011 percebe-se ainda uma não desprezível redução do banco de terrenos, que cai de um total de 13,7 milhões de m², em 2010, para 12,9 milhões. A PDG segue a mesma linha. De acordo com o Relatório Anual da empresa de 2011, 48% do banco de terrenos havia sido adquirido antes de 2009 (p. 147). De 2006 para 2007 é possível registrar um grande salto, quando a empresa, num único ano, adquiriu 33,2% do banco de terrenos consolidado até o 4o trimestre de 2011. A observação de lançamentos no segmento econômico, atrelado à produção em regiões menos dinâmicas, ajuda a caracterizar o movimento apontado. A Gafisa, por exemplo, que em 2007 havia lançado apenas 2.962 unidades pela marca Tenda (representante do “segmento econômico”) num total de 10.315 unidades lançadas (28,7%), em 2008 aumentou significativamente essa marca. O número de unidades lançadas pela Tenda foi para os impressionantes 23.249 somente neste ano. Um aumento de quase 800% em termos absolutos, o que representou uma participação de aproximadamente 77,5% da marca no conjunto total dos lançamentos de todo o grupo em 2008 – sendo que o crescimento do total de unidades lançadas foi de 34,3%, atingindo a cifra de 30.016 unidades (Release de Resultados 4T11 e 2011 da Gafisa, p. 10). Deflagrada a crise e, assim, o caráter especulativo da expansão anterior, o PMCMV cumpre, nesse primeiro momento com o papel de salvamento do grupo de incorporadoras que havia se lançado na bolsa e no mercado especulativo da aquisição de terrenos Brasil afora. Por isso, 73,3% das vendas da Cyrela no 10 trimestre de 2010 dizem respeito à venda de estoques e não de lançamentos. Além disso, das 20 obras iniciadas no ano de 2010, somente três pertencem ao segmento econômico, enquanto as demais, que perfazem 85% dos lançamentos neste ano, pertencem ao segmento de alto e médio-alto padrões (Release de Resultados 4T 2010 e 2010 da Cyrela), como um claro reconhecimento da inviabilidade dos padrões anteriores.

a edição do programa. Aqui, mais um exemplo do estado de emergência econômico instaurado em nome da acumulação financeira (PAULANI, 2010). Assim, a crise, que era iminente no segmento, veio a calhar para empresários e governo, que se uniram ainda mais fortemente após 2009. O programa foi a condição para as empresas saldarem as antigas dívidas financeiras e morais com os grandes detentores da liquidez mundial. Com o anúncio do programa, as expectativas de retomada das elevadas taxas de lucro se refizeram e o segmento liderou a alta na bolsa de valores. Dessa forma, o segmento imobiliário se tornava o vínculo efetivo entre o fundo público brasileiro e o grande capital internacional. A entrada de capitais via mercado de ações poderia ser, assim, rapidamente restaurada.

Tem sido comum analistas e mesmo pesquisadores atribuírem a expansão geográfica e o *boom* inicial da produção de unidades para o segmento econômico em regiões periféricas ao lançamento do programa Minha Casa Minha Vida. No entanto, o que se pode verificar numa análise mais detida dos dados divulgados pelas incorporadoras é que essa expansão havia se iniciado antes mesmo do anúncio do pacote pelo governo federal. Isso significa que o programa não foi, efetivamente, o elemento disparador que lançou os altos negócios imobiliários na direção dos mercados regionais menos dinâmicos e para a produção de unidades no chamado “segmento econômico”. O pacote anunciado em março de 2009 funcionou mais como uma espécie de “porta-corta-fogo”, num momento de crise interna e internacional em que as empresas do ramo haviam dado “um passo maior que as pernas”. A razão que explica esse impulso em direção à periferia e ao chamado “segmento econômico” está atrelada ao fundo falso de um tipo de acumulação financeirizada que tomou conta da lógica de funcionamento do ramo da construção naquele momento. É difícil falar, ainda, de uma quebra de padrões, mas as empresas que tomaram esse caminho começaram a retornar para suas posições

originais, mesmo com a expansão do programa Minha Casa Minha Vida¹¹. A análise reforça a condição limitada da política de estímulo que teve como resultado final a salvaguarda conjunta das grandes empresas do ramo das incorporações e do capital financeiro a elas associado. A limitação temporal do programa revela, assim, um mecanismo que visava à realização do capital fictício produzido a partir de uma dinâmica expansionista no processo de aquisição de terrenos. Assim, o programa aparece como o segundo momento revelador de uma subordinação à lógica da acumulação financeira, que colocava, agora com mais força, as incorporadoras nacionais na posição subalterna de mediadoras entre o fundo público e o capital financeiro internacional.

A análise dessa trajetória revela que as grandes empresas, que haviam realizado os IPOs, acabaram por se comprometer com lançamentos futuros fora dos centros dinâmicos da economia nacional sem que ainda tivessem as condições de venda e realização de seus produtos na velocidade demandada pelo fugaz mercado de capitais. Esse comportamento de perfil especulativo e sem fundamento na economia real iria exigir do Estado o exercício de sua função de garantidor de última instância, o que se deu também dentro de uma lógica financeirizada de intervenção. As projeções de crescimento tornaram-se, aqui, a moeda de troca pelo capital de giro. A falta de fundamentos dessas apostas tornou essa corrida expansionista a base da formação de um capital fictício de curta duração e foi naquele momento que o PMCMV apareceu como medida de salvamento emergencial. A realização do capital fictício do ramo das incorporações delimitou, assim, o campo de atuação do programa em sua fase mais inicial. Assim, em termos gerais, do

¹¹ A Cyrela, por exemplo, já em 2011, manteve 52% do total de lançamentos no alto padrão e somente 19% e 11% nos segmentos econômico e supereconômico, respectivamente. Os segmentos médio-alto e médio ficaram com 13% e 5%, cada um. Do ponto de vista da divisão regional disponível nos relatórios da empresa, 45% dos lançamentos estão concentrados em São Paulo e 18% no Rio de Janeiro. As demais regiões não ultrapassam os 13% conquistados em toda a região Sul. Mesmo a Living, a marca vinculada aos lançamentos mais “econômicos” do grupo, manteve 51% de seus lançamentos em São Paulo (Relatório Anual da Cyrela de 2011).

ponto de vista dessa “tríplice aliança” entre o governo, as incorporadoras e o capital financeiro internacional, é possível analisarmos a natureza desses surtos de expansão em dois momentos distintos, em duas aparições, sendo a primeira como farsa e a segunda como tragédia, invertendo a proposição clássica sobre a ocorrência dos fatos históricos.

Inicialmente, o movimento expansionista não tinha bases reais suficientes e não contava com as condições efetivas para o seu desfecho declarado, preservando motivações de fundo especulativo. Eis que então, quando deflagrada a inviabilidade de realização de boa parte do capital investido no surto expansionista, o fundo público foi convocado a realizar o capital fictício produzido pelas incorporadoras, instrumentalizando a pobreza e a desigualdade em nome das garantias dadas ao grande capital associado e de algum prestígio político.

Esses dois momentos do surto expansionista ganharam expressão concreta nos momentos-ápice das curvas que representam a cotação das ações das grandes empresas do segmento de incorporações (Figura 2). Até antes do fim da primeira metade de 2008, quando ainda as promessas de uma forte expansão do segmento serviam para a atração dos investidores, o segmento desfrutou de um afluxo de capital de giro que fez o preço de seus papéis atingirem níveis bastante elevados. A farsa, no entanto, revelou-se no caráter especulativo desvelado na crise que atingiu o setor. A impossibilidade de realizar em tempo os valores prometidos comprometia, no plano da economia real, a taxa de lucro das empresas. No plano do mercado financeiro, o fenômeno aparece representado nas curvas que acompanham as cotações das ações de empresas como a MRV, a Gafisa e a Cyrela.

A determinação salvacionista, que constitui o pano de fundo das políticas emergenciais no momento do lançamento do PMCMV, revela seu forte e imediato vínculo com os mercados de capitais na edição da Resolução 3.792 de 2009, que voltou a permitir o comprometimento de 100% do portfólio dos fundos de pensão

(FPs) com a aplicação em imóveis, desde que os investimentos ocorressem via mercado de capitais¹². A intenção de promover um novo ajuste no valor das ações das empresas do segmento era clara. Além disso, a canalização de recursos para os mercados de mais baixa renda ajudou as empresas a realizarem suas promessas e salvou da falência algumas delas, que haviam empatado uma grande fração de seu capital de giro na estratégia publicitária da compra de terrenos em mercados não centrais. O anúncio do programa começou a ter efeitos positivos na valorização das ações das mesmas empresas que haviam amargado as maiores perdas e que eram, portanto, aquelas que haviam mais se comprometido com uma estratégia expansionista de fundo especulativo.

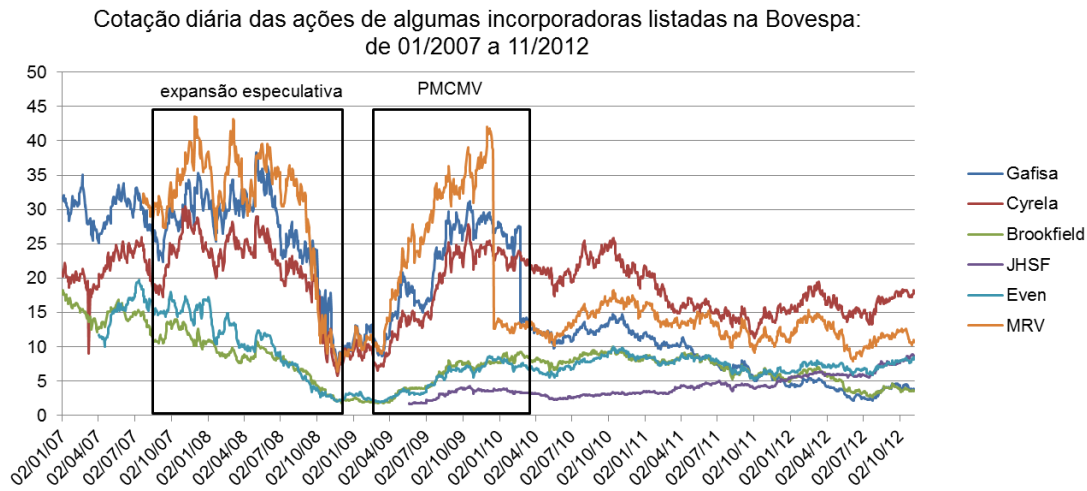
A tragédia se revela aqui no uso do problema social da habitação como justificativa para a canalização do fundo público para a realização dos lucros financeiros comprometidos com o mercado imobiliário sob domínio de um grupo muito restrito de incorporadoras nacionais. A curta duração da alta revela, no entanto, que o programa não vinha estabelecer um novo paradigma para o segmento das grandes incorporadoras que haviam realizado seus IPOs e que a produção para as classes de mais baixos rendimentos, em mercados periféricos, não era definitivamente um mercado duradouro para dar sustentação à expansão das atividades do segmento. Após o segundo ápice, depois de um ano de elevação na cotação das ações, que dura do início de 2009 ao início de 2010, a aproximação entre o valor dos papéis das empresas selecionadas ocorreu no mesmo instante de aproximação de suas estratégias de lançamentos (Figura 2). Naquele momento, tanto as empresas que se aventuraram menos quanto aquelas que se lançaram mais abertamente em programas expansionistas voltaram seus “canhões” para os mercados centrais das grandes metrópoles, numa espécie de reajuste conservador que

¹² A distribuição a partir do limite máximo dos investimentos dos FPs em papeis lastrados em imóveis inclui, entre os mais importantes, algo entre 35 e 70% em ações, a depender do caso, 20% em CRIs, 20% em CCI, 20% em TVM de emissão de Companhias Securitizadoras, 20% em SPE, 10 % em FIIs e 3% em CEPACs.

revela os antigos limites de uma expansão inviável¹³. A estratégia expansionista não abriu, desse modo, mercados sustentáveis no longo prazo e estes, quando mobilizados, guardavam uma tendência para funcionar como recurso expansionista de fundo especulativo no cerne de uma economia de dominância financeira. Apesar dos excelentes índices de vendas alcançados no 4º trimestre de 2009 (R\$ 2.268.600.000,00), 73,3% das vendas da Cyrela, no 1º trimestre de 2010, dizem respeito à venda de estoques e não de lançamentos. Além disso, das 20 obras iniciadas no ano de 2010, somente três pertencem ao segmento econômico, enquanto as demais, que perfaziam 85% dos lançamentos naquele ano, pertenciam ao segmento de alto e médio-alto padrões (*Release* de Resultados 4T 2010 e 2010 da Cyrela). Esse comportamento enfatiza que os efeitos do programa para essa pequena parte das empresas do segmento imobiliário foram muito mais voltados para a realização de uma expansão ensaiada anteriormente (e de cunho especulativo) do que para promover diretamente um novo surto expansionista nos mercados da incorporação e da construção residenciais. A empresa expansionista e de apelo aos lançamentos para camadas de rendas mais baixas guardava um fundo falso que representaria, no mínimo, uma incrível redução das margens de lucro dessas empresas se levado adiante sem o suporte de salvamento dado pelo fundo público.

¹³ Após os desdobramentos do MCMV 2, constituiu-se uma tendência à estabilização do padrão de reparição dos mercados, definindo diferentes perfis de incorporadoras. É nesse contexto que incorporadoras como a MRV, por exemplo, acabam assumindo posições mais destacadas na produção para o segmento econômico, enquanto outras pioneiras dos IPOs, como Cyrela e Gafisa, retornaram aos seus mercados de origem nos segmentos médio e alto.

Figura 2 – Cotação diária das ações de algumas incorporadoras listadas na Bovespa: de 01/2007 a 11/2012.



A limitação dos efeitos sociais e sobre a duração dos benefícios para a classe capitalista estava dada, assim, desde o início do PMCMV. O compromisso que o programa estabeleceu com o plano de salvamento conjunto do segmento imobiliário e do capital financeiro se evidencia diante dessa limitação. Segundo algumas concepções, mesmo se afastarmos, hipoteticamente, o problema da especulação no mercado imobiliário e da construção, veremos que o direcionamento de uma política de crescimento que passa pelo estímulo desmesurado do segmento imobiliário não deve gerar os efeitos de crescimento real esperados no longo prazo. Ela teria, como tem tido, efeitos imediatistas, rápidos, mas de pouca profundidade econômica e social¹⁴. O potencial de dinamização do segmento é indireto e perde força na medida em que as políticas de estímulo à construção se distanciam dos fatores que estão mais próximos de produzir efeitos positivos de encadeamento, principalmente quando tais políticas aparecem voltadas à baixa

¹⁴ “A porcentagem da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) destinada à construção diminuiu no período e passou de 42,8% em 2003 para 35,3% em 2008, para voltar a subir sensivelmente em 2009, ano da crise. Inversamente, a porcentagem destinada aos equipamentos e às máquinas aumentou. Essa evolução é positiva, mas a parte que corresponde à construção permanece elevada. [...] Baixa taxa de investimento, peso do mercado financeiro e comportamentos especulativos constituem obstáculos ao êxito da aposta feita no mercado interno para estimular o crescimento e diminuir a pobreza” (SALAMA, 2010, p. 177).

renda¹⁵. Além disso, uma política de estímulo à construção por meio do reforço positivo à demanda, sem colocar em pauta o problema fundiário, acabou por elevar ainda mais o preço dos terrenos. Dadas as características da oferta fundiária, mesmo os terrenos mais distantes dos centros dinâmicos municipais, regionais ou nacionais começaram a apresentar uma elevação de seus preços, o que inviabilizou a manutenção da oferta para as classes que eram alvo do programa. Uma parte substancial do valor do imóvel era capturada sob a forma de rendas da terra pelos proprietários, comprometendo a contabilidade capitalista da construção e incorporação nos segmentos econômicos. Sobressai aqui uma característica muito particular do setor, segundo a qual, dada a manutenção da estrutura de oferta de terrenos, os ganhos de escala acabam por não se reverter imediatamente em redução de custos.

É verdade que o segmento tem apresentado um crescimento produtivo real mais dinâmico que a média da economia brasileira e mundial¹⁶, mas, nem por isso o segmento deixa de atuar em função dos mandos do capital financeiro mundial, subordinando-se a ele. Esse é o sentido da financeirização que toma conta do segmento imobiliário. O fato de os lucros financeiros estarem amparados em uma atividade produtiva não significa que eles não conseguiram imprimir a sua lógica à atividade do segmento. A compra de terrenos por sobre a capacidade de lança-

¹⁵ “Mesmo se considerarmos que a indústria da construção tenha de fato um efeito multiplicador positivo, este se verifica não pela base do produto (cimento, pedra, areia, tijolo, madeira têm um ciclo curto), mas principalmente pelos seus acabamentos e por tudo aquilo que os proprietários investem nos imóveis depois de prontos (os produtos associados a mobiliário, eletrodomésticos e decoração). O acabamento e a decoração têm um poder multiplicador, porque são produzidos industrialmente. Mas em casas e apartamentos de padrão popular que, em geral, são entregues sem nenhum acabamento, e com famílias de rendimento exíguo, pouquíssimos recursos serão destinados a mobiliário e decoração, uma vez que seus moradores ainda arcarão com custos de prestações, condomínio, água e luz regulares em um contexto de crise e desemprego (no qual não é aconselhável o endividamento em crediários). Assim, a indústria da construção, no caso da habitação popular, acaba por reduzir-se praticamente à base dos produtos (à sua estrutura mínima), com um poder multiplicador muito menor” (ARANTES e FIX, 2009).

¹⁶ Em São Paulo, entre 2002 e 2008, a indústria de transformação cresceu 4,5% enquanto a Construção civil cresceu 7,0% (Contas Nacionais: Contas Regionais do Brasil: 2004-2008).

mento e vendas, o crescimento do VGV mais acelerado que o do VSO e a subordinação do fundo público à realização dos lucros no mercado financeiro por meio do lançamento de um programa “habitacional” do porte do MCMV revelam a presença de uma lógica financeirizada que passa a dominar as estratégias de lançamento dos produtos imobiliários das grandes incorporadoras. Nesse contexto, a atividade produtiva e a apropriação de rendas da terra, como formas tradicionais de apropriação do excedente, se subordinam ao fluxo global de capital. Aqui, temos de encarar o fato que, num cenário de relativa redução de juros, a política urbana e habitacional passa a desempenhar melhor o papel antes atribuído, quase exclusivamente, à emissão dos títulos da dívida pública e de papéis atrelados ao segmento produtor de *commodities*.

UM OUTRO MODELO DE FINANCEIRIZAÇÃO: ALGUMAS CONCLUSÕES

O conjunto das análises apresentadas sugere que o processo de financeirização do imobiliário pode se realizar de formas diferentes, conforme as exigências e particularidades de cada formação social específica. A análise revela que há uma dominância financeira no mercado imobiliário brasileiro e que esse processo, compreendido aqui nos termos da financeirização, não segue o modelo norte-americano. Nesses termos, então, quatro características reforçam estas conclusões.

Primeiramente, no desenvolvimento do processo de financeirização do mercado imobiliário brasileiro, o imóvel não serviu para alavancar o consumo individual, como ocorreu nos Estados Unidos. Em consequência, em segundo lugar, os grupos mais vulneráveis e de baixa renda não tiveram papel tão importante na expansão do crédito e na dinâmica de acumulação do segmento imobiliário. Assim, em terceiro lugar, a financeirização não se deu prioritariamente, no Brasil, pela via hipotecária ou pela expansão do crédito habitacional, apesar do empenho político em implementar um arcabouço regulatório inspirado no modelo norte-americano.

No Brasil, a financeirização ocorreu primordialmente no âmbito das relações interempresariais, que se constituíram a partir da abertura de capital das incorporadoras e da entrada de capital estrangeiro. Esse padrão remete à dificuldade histórica de desenvolvimento do crédito habitacional, o que se vincula à baixa solvabilidade de amplas camadas da população, à alta concentração de renda, ao elevado grau de monopolização do solo urbano e, mais recentemente, às elevadas taxas de juros. Assim, o processo de financeirização não entrou pelo lado da demanda, mas sobretudo pelo lado da oferta. Apesar dos diversos instrumentos criados com o propósito de aproximar os mercados de capital e imobiliário, a partir do uso de dispositivos da securitização, foi somente com a onda de IPOs que se consolidou um padrão financeirizado de produção imobiliária no Brasil. Finalmente, apesar do importante papel da construção residencial nesse processo, com muito maior destaque do que no modelo americano, a dominância financeira se impôs na determinação das estratégias de lançamentos, mesmo, e como continuidade, com o uso do fundo público.

BIBLIOGRAFIA

- ARANTES, P. F., & Fix, M. (2009). Como o governo Lula pretende resolver o problema da habitação. *Caros Amigos*.
- BRAGA, J. C. S. (1997). Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza no capitalismo contemporâneo. In: Fiori, J. L.; Tavares, M. C.. *Poder e dinheiro: uma política de globalização*. Petrópolis/RJ: Editora Vozes.
- BLACKBURN, R. (2006). Finance's Fourth Dimension. *New Left Review*, 39, 39.
- BRENNER, R. (2003). *The boom and the bubble: the US in the world economy*. Verso, New York.
- CINTRA, M. A. M., & Farhi, M. (2008). A crise financeira eo global shadow banking system. *Novos estudos-CEBRAP*, (82), 35-55.
- CINTRA, M. A. M & de Freltas, M. C. P. (2008). Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. *Revista de Economia Política*, 28(3), 414.

- DOS SANTOS, P. L. (2009). On the content of banking in contemporary capitalism. *Historical Materialism*, 17(2), 180-213.
- DUMÉNIL, G., & Lévy, D. (2004). Neoliberal income trends. *New Left Review*, (30), 105-133.
- FIX, M. A. B. (2011). Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil. (Doctoral dissertation). Campinas: Unicamp.
- GOWAN, P. (2009). Crisis in the heartland: consequences of the new Wall Street system. *Estudos avançados*, 23(65), 49-72.
- GUTTMANN, R., & Plihon, D. (2008). O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. *Economia e Sociedade*, 17(SPE), 575-610.
- KRIPPNER, G (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic Review*, 3, pp. 173-208.
- LANGLEY, P. Financialization and the consumer credit boom. *Competition & Change*, Vol. 12, No. 2, p. 133-147, 2008.
- LAPAVITSAS, C (2009). Financialized capitalism: crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, No. 17, pp. 114-148.
- PAULANI, L. M. (2010). Capitalismo financeiro, estado de emergência econômico e hegemonia às avessas no Brasil. In: Oliveira, F; Braga, R; Rizek, C. *Hegemonia às avessas*. São Paulo: Boitempo.
- ROLNIK, R. (2013). Late neoliberalism: the financialization of homeownership and housing rights. *International Journal of Urban and Regional Research*, 37(3), 1058-1066.
- ROYER, L. D. O. (2009). *Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas* (Doctoral dissertation, Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo)-Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo).
- SALAMA, P. (2010). Brasil, balanço econômico, sucessos e limites. *Estudos avançados*, 24(70), 167-183.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: Chesnais, F (ed). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.

SERFATI, C. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: Chesnais, F (ed). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã, 1998.

PAULANI, L. “Capitalismo Financeiro, Estado de Emergência Econômico e Hegemonia às Avessas no Brasil”. In: Oliveira, F. Braga, R. & Rizek, C. (ed). *Hegemonia às Avessas: economia, política e cultura na era da servidão financeira*. São Paulo: Boitempo, 2010. pp. 109-135.

SALAMA, P. (2010). Brasil, balanço econômico, sucessos e limites. *Revista Estudos Avançados*. Vol. 24, no 70. ISSN 0103-4014, pp. 167-183.