

CAPITAL FICTÍCIO VERSUS PRODUTIVO

*Fernando Nogueira da Costa**

A economia brasileira estrutura-se sobre uma forma dual de capital fictício — a dívida pública e a propriedade fundiária urbana — que capitaliza rendas futuras em riqueza presente

A ideia de “dupla forma de capital fictício” no Brasil – financeira e fundiária – pode ser entendida como dois mecanismos distintos de capitalização de rendas futuras. Eles se reforçam mutuamente. Ambos transformam fluxos esperados de renda em estoques de riqueza negociáveis no presente. Essa noção deriva da crítica do “capital fictício”, elaborada por Karl Marx, mas assume uma configuração peculiar na economia brasileira. Nela, o capital fictício financeiro seria principalmente a dívida pública indexada.

Após as reformas financeiras de meados dos anos 1960, o Estado brasileiro estruturou um mercado sofisticado de títulos públicos. Esses títulos representam direito a fluxos futuros de juros pagos pelo Estado, ou seja, o título é um ativo financeiro capaz de capitalizar receitas futuras. Matematicamente, o preço de um título pode ser representado como o valor presente de fluxos de juros pagos periodicamente. Incide sobre o valor de resgate uma taxa de desconto do custo de oportunidade: o juro de mercado deixado de ganhar por fazer outra opção de investimento.

Esse ativo é “fictício”, no sentido marxista, porque não corresponde diretamente a capital produtivo, mas a um direito sobre receitas futuras do Estado. Como instituições centrais desse sistema, garantidores do “risco soberano” em moeda nacional, estão o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

Algo conceitualmente semelhante ocorre com a terra urbana. Há um capital fictício fundiário devido à sua valorização. O preço de um terreno ou imóvel também reflete a capitalização de rendas futuras esperadas, como aluguéis ou valorização urbana.

A lógica econômica pode ser representada pela fórmula clássica de capitalização da renda fundiária. O preço do terreno se relaciona com a renda anual esperada (aluguéis ou renda fundiária implícita) e tem como custo de oportunidade da taxa de juros de mercado. Assim, a terra urbana também se torna um ativo financeiro implícito, cujo valor depende da taxa de juros.

O elo entre os dois sistemas aparece em uma interligação estrutural. A taxa de juros definida no mercado de dívida pública funciona como taxa de desconto para todos os ativos da economia. Logo, quando os juros sobem, os preços de imóveis tendem a cair. Quando os juros caem, os preços de imóveis tendem a subir. Assim, a riqueza fundiária é indiretamente ancorada na estrutura da dívida pública.

*Professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. Autor, entre outros livros, de *Brasil dos bancos* (EDUSP). [<https://amzn.to/4dvKtBb>]. Artigo publicado originalmente no site *A Terra é Redonda* em 04.05.2026.

A economia brasileira acabou estruturando um circuito macroeconômico de valorização patrimonial com dois polos. No polo financeiro, encontram-se títulos públicos, fundos de investimento e outros ativos indexados à taxa básica. No polo imobiliário, estão a terra urbana, os edifícios e a renda de aluguel, além da valorização. Muitas famílias e investidores costumam transitar entre esses dois polos. Um exemplo típico é vender imóvel e aplicar em títulos, outro é acumular renda financeira para comprar imóveis.

Essa dupla forma de capital fictício gera três efeitos estruturais como consequência macroeconômica. O primeiro é a forte patrimonialização da economia. Grande parte da riqueza está em ativos que representam direitos sobre renda futura, não capital produtivo direto. O segundo é a sensibilidade às taxas de juros. Mudanças na taxa básica afetam simultaneamente preços de títulos e preços de imóveis. O terceiro é a simplificação da desigualdade patrimonial. Quem já possui ativos financeiros ou imóveis captura juros do Estado e valorização urbana.

O caso brasileiro é peculiar porque combina simultaneamente um dos maiores mercados de dívida pública doméstica do mundo e grande valorização imobiliária urbana nas últimas décadas. Isso conecta dois sistemas de capitalização patrimonial normalmente aparecidos separadamente em outros países.

No Brasil formou-se um sistema patrimonial dual: capital fictício financeiro resultante de títulos da dívida pública e capital fictício fundiário como resultado de valorização de terra urbana e imóveis. Ambos derivam da capitalização de rendas futuras e são interligados pela taxa de juros da economia.

No entanto, falta uma visão sistêmica ao afirmar “grande parte da riqueza está em ativos representativos direitos sobre renda futura, não capital produtivo direto”. Na realidade, ativos financeiros são fontes de financiamento ou *funding*, para bancos captarem, como passivos de novos financiamentos, inclusive imobiliários.

Esse é um limite analítico comum quando se usa a noção de capital fictício de maneira isolada. Uma abordagem sistêmica mostra os ativos financeiros não serem apenas direitos sobre renda futura, mas também componentes funcionais de um circuito de financiamento capaz de conectar balanços patrimoniais de diferentes agentes.

O que é ativo para alguém é passivo para outro agente. Esse passivo acaba por financiar investimento real. Portanto, o princípio contábil sistêmico é: ativo de um, passivo de outro. Em qualquer sistema financeiro, um título público é ativo para o investidor, mas é passivo do Estado, inclusive para executar gastos públicos com pessoal e assistência social e previdenciária.

Da mesma forma, um depósito bancário é ativo para o depositante, mas passivo do banco. Esse passivo serve como *funding* para concessão de crédito. Assim, ativos financeiros fazem parte de um sistema interligado de balanços.

No Brasil, títulos da dívida pública cumprem funções centrais no sistema financeiro. Eles são usados para gestão de liquidez bancária, garantia em operações interbancárias, colateral

em operações com o Banco Central do Brasil e lastro de fundos de investimento. O Tesouro Nacional emite esses títulos e por seu risco soberano acabam estruturando a base segura do sistema financeiro. Assim, eles não são apenas riqueza patrimonial – são também infraestrutura do sistema de crédito.

Bancos realizam uma operação fundamental: transformação bancária de maturidade e risco transformação de passivos líquidos em ativos de crédito. Em exemplo simplificado, investidores compram títulos ou fazem depósitos, bancos captam esses recursos e concedem crédito. Esse crédito pode financiar consumo, investimento empresarial e financiamento imobiliário.

No caso do mercado imobiliário brasileiro, o financiamento depende fortemente do sistema financeiro. Por exemplo, famílias aplicam em fundos ou depósitos, bancos captam esses recursos e concedem crédito imobiliário para incorporadoras construírem edifícios. Instituições como a Caixa Econômica Federal desempenham papel importante nesse circuito financeiro-imobiliário.

O conceito marxista de capital fictício não nega essa intermediação. Ele enfatiza outro ponto: o valor de mercado dos ativos financeiros pode crescer independentemente da expansão do capital produtivo. Pode haver valorização patrimonial (estoque de riqueza) sem crescimento proporcional da produção (fluxo de renda). Mas isso não elimina o papel fundamental dos ativos financeiros na infraestrutura do crédito.

Uma leitura sistêmica mais adequada vê três níveis interligados: o nível patrimonial, no qual ativos representam direitos sobre renda futura.; o nível financeiro, onde esses ativos funcionam como *funding* e colateral; e o nível macroeconômico, quando o crédito financiado por esse sistema pode sustentar investimento produtivo, investimento imobiliário e consumo.

Como implicação analítica, não é adequado separar rigidamente o capital financeiro e o capital produtivo. Eles fazem parte de um circuito de financiamento interdependente. O problema analítico surge quando, em certa fase recessiva, ocorre crescimento da riqueza financeira sem uma expansão correspondente da capacidade produtiva. Mas uma abordagem sistêmica mostra os ativos financeiros serem simultaneamente riqueza patrimonial e *funding* do sistema bancário, ou seja, essa forma de manutenção de riqueza atua na infraestrutura do crédito.

Portanto, a distinção entre capital fictício e capital produtivo não deve ser interpretada como separação absoluta, mas como níveis diferentes de análise dentro do mesmo circuito financeiro-produtivo.