

Preço da terra e mercados financeiros

JOÃO SAYAD *

1 — Introdução

Neste artigo analisa-se um fenômeno que caracterizou a economia brasileira no período 1967/73, qual seja a rápida sucessão de processos especulativos em diversos mercados de reservas de valor. A partir de 1969, o mercado de ações passou por um processo altista, só comparável à derrocada de preços que se seguiu a 1971. Em seguida, surgiu um processo de rápida valorização dos imóveis urbanos e rurais, que permanece até hoje, acompanhado de perto somente pelo mercado de objetos de arte. Mais recentemente, no segundo semestre de 1975, no mercado financeiro e de títulos públicos ocorreu uma rápida elevação das taxas de juros que, embora se possa chamar de *boom* para os aplicadores, poderia ser melhor caracterizada como um *crash* para a maioria das instituições financeiras envolvidas nessas operações.

Esta sucessão de *booms* pode ser atribuída ao clima de euforia que dominava a comunidade de investidores durante o período de rápido crescimento da economia. Mas, ao mesmo tempo, levanta algumas dúvidas quanto ao desempenho do setor financeiro e sobre suas funções na economia. Além disso, a reclamação atual das empresas brasileiras, de escassez de crédito a custos e prazos razoáveis, parece indicar que aquele setor, apesar do seu rápido crescimento, não atendeu satisfatoriamente às atividades produtivas.

Neste trabalho argumentaremos que o desempenho pouco satisfatório do setor financeiro deve ser imputado a dois fatores: à preferência dos investidores por "bens de raiz" e aos processos especulativos. Sugerimos que o referido setor somente poderá oferecer financiamentos mais satisfatórios ao setor produtivo da economia

* Da Universidade de São Paulo.

quando os investimentos não produtivos em imóveis deixarem de apresentar a atual rentabilidade elevada e, além disso, houver alguma diminuição das possibilidades de ganhos especulativos.

Na seção seguinte, apresentaremos um modelo onde a terra aparece como reserva de valor alternativa aos investimentos produtivos em capital. Nessa seção são expostos os principais temas discutidos neste artigo.

A conclusão geral é que os “bens de raiz” representam no Brasil a principal forma de retenção de riqueza por parte do setor privado, desempenhando o papel do *outside money* dos modelos neoclássicos de crescimento. Esta conclusão sugere uma política de elevação dos custos das transações em todos os mercados de reserva de valor, o que se pode conseguir pela taxaço dos ganhos de capital.

2 — A terra como reserva de valor

Nesta seção, analisaremos um modelo onde a terra é considerada como uma reserva de valor alternativa ao capital produtivo. Consideramos a terra apenas como reserva de valor, e não como fator de produção, pois esta é a característica dos investimentos em imóveis que julgamos mais relevante. Na medida em que a terra for um fator de produção e representar um investimento produtivo, como no caso de abertura de novas zonas agrícolas ou construção de novas habitações, consideramo-la incluída no capital produtivo.

O modelo apresentado, embora não seja original, pretende organizar as idéias que serão discutidas nas seções seguintes deste trabalho.¹

Os resultados que obteremos dependerão basicamente das propriedades das reservas de valor consideradas, assim como das características do mercado onde as mesmas são negociadas. Assim, se supuser-

¹ Ver, a respeito, James Tobin, “Money and Economic Growth”, in *Econometrica*, vol. 33, n.º 4 (outubro de 1965), pp. 671-84, e “Notes on Optimal Monetary Growth”, in *Journal of Political Economy*, vol. 76 (julho/agosto de 1968), pp. 833-39. Para o caso de terra como reserva de valor, ver Donald A. Nicholls, “Land and Economic Growth”, in *American Economic Review* (1964).

mos que a única alternativa aberta aos poupadores são ativos financeiros que possibilitam a compra de mais capital produtivo e, além disso, que não existe possibilidade de ganhos especulativos, cairemos no modelo neoclássico tradicional: não há especulação sobre a evolução futura dos preços dos bens de capital, e a taxa de crescimento do capital produtivo é determinada pela taxa de formação de poupança do setor privado. Se admitirmos, ainda mais, que a formação da poupança depende das taxas de juros pagas aos poupadores, voltamos ao modelo clássico, onde as taxas são determinadas pela preferência dos consumidores e pela produtividade do capital.

No caso da escolha de outras reservas de valor com hipóteses diferentes de organização do mercado, obtemos um resultado distinto. Assim, se considerarmos a moeda como reserva de valor, e se a taxa de retorno exigida do capital produtivo for relacionada à taxa obtida na sua retenção, a taxa de crescimento do estoque de capital produtivo e a relação capital/produto da economia dependerão das expectativas dos poupadores quanto à evolução futura dos preços na economia. E mesmo no longo prazo a taxa de juros e a relação capital/produto na economia podem ser alteradas por essas expectativas.

Neste trabalho, argumentamos que, no caso brasileiro, a reserva de valor alternativa ao capital produtivo é a terra. Em geral não se consideram os investimentos não produtivos em terra como importantes para a determinação da taxa de crescimento do capital produtivo de uma economia. A razão é simples: os investimentos não produtivos aqui considerados constituirão simplesmente transferências dentro do setor privado, se supusermos constante o estoque total de terras. Dessa forma, não poderiam alterar o fluxo de poupança agregado que entra na formação do capital produtivo.

Entretanto, existem pelo menos duas formas pelas quais investimentos especulativos em terra podem alterar a taxa de formação de capital produtivo. Em primeiro lugar, se considerarmos que a riqueza do setor privado é composta de terra ($p.T$) e capital produtivo (K), isto é, que

$$W = K + p.T \quad (1)$$

então as elevações do preço da terra (dp) determinarão aumentos na riqueza do setor privado, o que, dependendo da participação da terra na riqueza total, poderá representar um aumento substancial no valor da riqueza. Além disso, se definirmos como renda do setor privado não só a renda, mas também os ganhos de capital decorrentes da posse da terra, supondo que a propensão marginal a poupar é constante, teremos: ²

$$S = dW = s (y + dp.T) \quad (2)$$

É importante compreender que essa taxa de formação de poupança não é igual à diferença entre renda e produção de bens de consumo, mas, simplesmente, o valor desejado de variação de riqueza retida pelo setor privado. Assim, como não poderia deixar de ser, os investimentos especulativos em terra não geram "vazamentos" de fluxos de renda e, portanto, não diminuem a demanda agregada que retorna às empresas. Mas podem afetar, por outro lado, a taxa de formação de poupança da economia. O consumo do setor privado é dado por:

$$y - S + dp.T = y (1 - s) + (1 - s) dp.T$$

onde se pode observar que a demanda de consumo é maior quando aumentam os ganhos de capital em terra. Assim, a inclusão de

² Se não incluirmos os ganhos de capital como parte da renda corrente, o resultado será alterado, mas não fundamentalmente.

A função poupança seria:

$$S = dW = sy \quad (2')$$

As despesas de consumo seriam dadas por:

$$y - S = y (1 - s) + dp.T$$

A taxa de formação de capital produtivo seria:

$$\frac{dK}{K} = s \frac{y}{K} - \frac{dp}{p} t$$

A hipótese crucial para que a terra produza os efeitos mencionados é a de que a poupança se destine à formação de riqueza, isto é, que $S = dW$ e que os ganhos de capital sejam incorporados no estoque de riqueza.

terra e das variações de seu preço no modelo podem afetar o valor da riqueza do setor privado e, portanto, gerar uma diminuição do volume de poupança que se destina à formação de capital produtivo. Igualando as expressões para a variação do saldo de riqueza à taxa de formação de poupança e dividindo por K , obtemos:

$$\frac{dK}{K} = s \frac{y}{K} + (s - I) \frac{dp}{p} \cdot t \quad (3)$$

onde $t = \frac{p \cdot T}{K}$ e, também, se pode ver que a demanda de capital produtivo da economia crescerá a uma taxa menor no caso de investimentos especulativos em terras. Se os investimentos em capital produtivo forem financiados não somente por poupança privada, mas também pelo Governo e pelo resto do mundo, a expressão (3) pode ser entendida como a parcela dos investimentos produtivos financiada por poupança privada. Assim, o investimento especulativo em terras poderia ser responsabilizado pela pequena parcela de poupança interna em comparação com a poupança governamental e estrangeira.

Além do efeito riqueza, se a terra é uma reserva alternativa de valor, os poupadores devem exigir do capital produtivo uma taxa de retorno que esteja pelo menos relacionada com a possibilidade de ganho decorrente de sua posse. Se imaginarmos que os poupadores esperam ganhar α de retorno com essa posse, e que capital produtivo e terra são perfeitamente substituíveis entre si, a taxa de retorno do capital será dada pelas variações no preço da terra. Assim, a demanda de capital produtivo será o valor descontado do fluxo de rendimentos futuros do capital, figurando α como a taxa de desconto. Assim, $k^d = \frac{y}{\alpha}$ ou, colocando em termos de função de produção, $y = \alpha k^d$. Os compradores de capital, portanto, agirão como se empregassem uma função de produção a coeficientes fixos, com a relação capital/produto dada por α , a taxa mínima de retorno esperada e a posse de terra.

Se supusermos que a taxa de crescimento do produto é determinada por fatores exógenos, como condições da balança de paga-

mento, política fiscal e monetária, estabilidade política, etc., a demanda de capital produtivo da economia será:

$$\frac{dk^e}{k^e} = \frac{dy^e}{y^e}$$

Resolvendo para a taxa de variação dos preços da terra, teremos:

$$\frac{dp}{p} = \frac{I}{t(I-s)} \left(s\alpha - \frac{dy^e}{y^e} \right)$$

Assim, a expressão acima mostra que quando o produto cresce a taxas menores do que $s\alpha$, dada uma taxa de formação de poupança constante, os investidores do setor privado demandarão mais terra, e o preço desta se elevará. Quando, por outro lado, a taxa de crescimento do produto é maior do que $s\alpha$, a poupança formada no setor privado poderá entrar na composição do capital produtivo e a terra passará a ter demanda menor e preços decrescentes. Assim, a terra funciona como uma reserva de valor que amortece as possíveis quedas de rentabilidade do capital produtivo, decorrentes de uma diminuição do ritmo de crescimento da economia.

Quando a economia cresce a taxas iguais a $s\alpha$, os preços da terra permanecem estacionários. Crescerão à taxa α somente quando a economia crescer a taxas $\alpha s(I+t) - t$ menores do que α , se $s < I$ e $t > 0$. A formação de capital produtivo da economia será tanto menor quanto maior t e α .

A característica fundamental do modelo é que a demanda de capital produtivo, ou o crescimento do estoque de capital produtivo da economia financiado por poupança privada, é determinada em função das expectativas de retorno de ganhos de capital no mercado de terras. A análise da formação dessas expectativas e da organização do mercado, portanto, tem um papel importante a desempenhar. Como a terra é também um fator produtivo, as expectativas sobre os ganhos que gerará são, sem dúvida, condicionadas pelo valor de sua produção. Assim, uma elevação dos preços do setor agrícola pode dar origem a uma reavaliação de α e condicionar um aumento na demanda especulativa de terras. Da mesma forma, o

crescimento repentino dos grandes centros urbanos pode promover uma reavaliação das expectativas de ganhos de capital em terrenos urbanos e gerar uma diminuição no crescimento do estoque do capital produtivo da economia financiado pela poupança privada.

Se o setor privado alimenta expectativas muito otimistas com relação ao crescimento do produto e aos retornos em terras, o Governo tem duas alternativas para aumentar a taxa de crescimento do estoque de capital produtivo. Em primeiro lugar, pode deixar que opere livremente o mercado de terras, ou de outras reservas de valor, fixando a taxa de juros mínima exigida sobre o capital produtivo e fornecendo incentivos para a sua compra através de uma política de controle de juros, proteção cambial e comercial, incentivos fiscais, etc. Alternativamente, pode alterar a organização dos mercados de reserva de valor, ou de terras, no caso deste modelo, taxando os ganhos de capital e cobrando impostos sobre a retenção de capital não produtivo, etc. No caso desta segunda alternativa, é possível que surjam outros ativos como reservas de valor, como moedas estrangeiras, ouro, obras de arte, etc. Dependendo do novo ativo escolhido, será diferente o efeito sobre a taxa de crescimento da economia. Ou, já que a política do Governo nesta segunda alternativa reduz o retorno da poupança do setor privado, é possível que a sua taxa de formação diminua.

A formação de expectativas sobre ganhos de capital com a posse de terras ou de outros ativos depende dos demais acontecimentos da economia e gera um substancial grau de instabilidade.³ Assim, períodos de rápido crescimento do produto podem fazer com que o setor privado eleve o valor de α e inicie um processo especulativo com reservas de valor, exigindo taxas de retorno maiores. Alternativamente, um evento qualquer no mercado de imóveis, como uma queda repentina na relação de trocas para a agricultura, ou um corte nos empréstimos hipotecários para compra de imóveis urbanos, pode gerar uma diminuição da taxa de retorno esperado dos ativos não produtivos e, portanto, aumentar a taxa de crescimento do estoque de capital produtivo, mesmo nos períodos em que tenha diminuído a taxa de crescimento do produto. O resultado fundamental do

³ Ver Nicholls, *op. cit.*

modelo é que a taxa de juros exigida de capital produtivo pode ser fixada arbitrariamente pelo setor privado.

Os aspectos mais importantes do modelo referem-se ao fato de o setor privado poder escolher como reserva de valor um ativo não produtivo, como a terra, que passa a determinar a taxa de crescimento do estoque de capital produtivo. As reservas de valor são, por outro lado, bens que serão negociados com gerações futuras, que não podem ser chamadas para opinar sobre qual será o preço razoável que essas reservas deverão ter. Assim, o processo de formação de preços e os processos especulativos são fundamentais na explicação da taxa de retorno das reservas de valor.

Nas seções seguintes discutiremos vários dos problemas levantados por este modelo. A Seção 3 discutirá o desempenho do mercado financeiro, sugerindo que o Governo adotou como estratégia de incentivo ao crescimento do estoque de capital produtivo da economia uma política de incentivos à compra de capital produtivo através de taxas de juros controladas e outros mecanismos. Nessa seção, apresentaremos também algumas evidências sobre a influência do retorno em terra sobre a demanda de capital produtivo. A Seção 4 discutirá os processos especulativos e a formação de preços nos mercados de reserva de valor. A Seção 5 apresentará algumas razões pelas quais a terra foi escolhida como reserva. A última seção discutirá medidas de política e as funções do setor financeiro.

3 — O desempenho do setor financeiro

Antes da Lei da Reforma do Mercado de Capitais, durante o auge da chamada "repressão financeira", foram criados incentivos bastante substanciais aos investimentos industriais. A política de controle cambial e de proteção tarifária aliava-se a uma política de juros subsidiados nas linhas de empréstimos comerciais, através das leis da usura. No caso dos investimentos agrícolas, apesar da penalização da atividade através da própria política cambial, existia o incentivo dos juros, também limitados pela lei da usura. Com taxas de inflação freqüentemente superiores aos 12% fixados pela

lei, e que atingiram picos de até 90% a.a., é fácil compreender por que o sistema bancário fornecia incentivos bastante substanciais aos investimentos produtivos. Sabe-se que existem várias formas de burlar os limites fixados em lei, e muitas evidências foram apontadas quanto à utilização desses mecanismos de compensação pelo controle de juros.⁴ A preocupação governamental de controlar as taxas de juros do setor financeiro, porém, reflete de qualquer forma o interesse em fornecer incentivos industriais e agrícolas e sugere uma indagação: por que seria necessário um volume de incentivos tão grande para fomentar as atividades produtivas da economia? A resposta não é simples. Mas, se os investimentos produtivos necessitavam desses subsídios, era de esperar também que existisse alguma outra atividade ou ativo que apresentasse taxa de rentabilidade maior para o setor privado ou, alternativamente, que o setor privado tivesse um volume de riqueza e/ou uma preferência por consumo tais a que não houvesse incentivos para contrair empréstimos ou investir em ativos produtivos a juros maiores. Os investimentos imobiliários, provavelmente, representam um desses ativos mais rentáveis.

Com a Lei da Reforma do Mercado de Capitais, o setor financeiro passou inicialmente por um período de completa ausência de controles sobre a taxa de juros, nos anos de 1965 a 1967, isto é, quando a economia se encontrava em um período de estagnação bastante acentuada. Em 1968, com a retomada do crescimento, voltaram os controles sobre os juros do setor financeiro, e cresceu rapidamente o crédito seletivo a juros subsidiados para a agricultura, as exportações e vários outros setores, atividades ou regiões considerados prioritários. A justificativa apresentada para o controle dos juros das operações financeiras foi a inflação: o setor financeiro vinha reduzindo as taxas de juros a uma velocidade inferior às quedas das taxas inflacionárias. Portanto, no período 1967/73 os ativos financeiros passaram a ter, mais uma vez, sua rentabilidade controlada pelo Governo. Sintomaticamente, somente o Sistema Fi-

⁴ Ver, a respeito, A. M. Silveira, "Interest Rates and Rapid Inflation", in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 3 (agosto de 1973), pp. 795-805; e J. Sayad, "Controle de Juros e Saldos Médios", in *Revista Brasileira de Economia* (abril de 1977).

nanceiro da Habitação operava a taxas de juros elevadas, através da correção monetária pós-fixada. Assim, somente a caderneta de poupança, destinada a financiar investimentos imobiliários e a própria dívida do Governo incluíam correção monetária plena, além dos juros.

A partir de 1975, com a elevação das taxas de inflação da economia, o Governo liberou todas as taxas de juros do setor financeiro, mas começou a impor controles à própria correção monetária, expurgando-a de uma parcela atribuída à acidentalidade e elaborando uma fórmula diferente, considerando uma inflação esperada de 15%.

Dessa forma, nos 11 anos posteriores à Lei da Reforma do Mercado de Capitais, o setor financeiro operou apenas durante dois anos com taxas de juros relativamente isentas de controle, ou seja, no período 1965/67, quando a economia passou por taxas de crescimento bastante reduzidas. No período posterior a 1975 os juros foram liberados, mas o setor financeiro começou a demonstrar claros sinais de instabilidade. Além disso, uma parcela significativa dos empréstimos ao setor produtivo continuou a ser feita através de programas especiais de crédito. As exportações, a agricultura, e várias regiões consideradas prioritárias, pagavam juros limitados a 15% a.a., no máximo, ainda que a inflação tivesse se elevado para níveis superiores aos 20% após 1973. Os empréstimos em linhas especiais do BNDE e de outros bancos de desenvolvimento incluíam, é fato, uma cláusula de correção monetária, mas limitada a 20% a.a. Somente o SFH operava taxas de juros sensivelmente elevadas durante todo o período, fornecendo recursos para compra de casa própria e investimentos imobiliários.

Não há dúvida que a história dos controles impostos ao setor financeiro no período posterior à Lei da Reforma do Mercado de Capitais está ligada à própria história do controle da inflação. Mas é inegável também, particularmente após 1971, que o controle imposto aos juros de operações normais do setor financeiro e a permanência do crédito seletivo como incentivo aos investimentos produtivos poderiam ser explicados pela presença de investimentos mais rentáveis, como as aplicações em imóveis urbanos e rurais.

Sugerimos que os investimentos imobiliários podem afetar o comportamento financeiro através de, pelo menos, dois mecanismos. Em primeiro lugar, representam uma forma de retenção de riqueza que concorre com os ativos financeiros de maior prazo e com os demais ativos reais do setor privado. Dessa forma, a rentabilidade desses ativos depende da rentabilidade oferecida pelos imóveis, qualquer que seja o nível de rentabilidade que estes últimos apresentam. Em segundo, um processo altista de preços dos imóveis pode gerar uma elevação substancial do valor da riqueza retida pelo setor privado e, conseqüentemente, diminuir o fluxo de poupança que se orienta para os novos ativos financeiros e ativos reais da economia.

São poucas e indiretas as evidências que podem ser reunidas para analisar esses efeitos. Uma análise do desempenho do setor financeiro no período 1967/75, no entanto, pode fornecer alguns resultados interessantes. Durante a maior parte desse período, a economia cresceu a taxas bastante elevadas, simultaneamente com taxas de inflação declinantes. Por isso mesmo, era de esperar que a demanda de reservas de valor, assim como a taxa de formação de poupança do setor privado, crescessem a taxas bastante elevadas, enquanto os ativos financeiros não apresentavam qualquer desvantagem em termos de rentabilidade, já que a inflação corrente e provavelmente as expectativas de inflação eram nitidamente decrescentes.

Logo no início da retomada de crescimento da economia, o mercado de ações passou por um processo altista bastante significativo e que não pôde deixar de ser acompanhado por uma derrocada de preços em 1971. Como a tabela e o gráfico a seguir demonstram, a queda dos preços das ações foi sucedida, no mesmo ano, por um processo bastante rápido de valorização dos terrenos urbanos e rurais.

A evidência apresentada sugere que, aos olhos do setor privado, investimentos imobiliários e em ações apresentaram-se como substitutos. Poder-se-ia argumentar, com razão, que o processo de valorização das terras rurais apresentado no gráfico reflete simplesmente a elevação dos termos de troca para a agricultura. Mas a elevação dos preços das ações também foi iniciada por uma elevação da rentabilidade das empresas quando da elevação das taxas de crescimento da economia. Além disso, mesmo após 1973, quando os

TABELA I

Preço da terra agrícola e índice de preços das ações — 1966/75

(Cr\$ de 1975)

Anos	Preço da Terra Agrícola (Cr\$/ha)	IBV (1975 = 100)
1966	1.268	19,3
1967	1.134	18,9
1968	1.054	26,5
1969	973	72,3
1970	1.051	107,3
1971	957	263,0
1972	1.111	172,4
1973	1.766	116,1
1974	2.338	82,7
1975	2.847	100,0

FONTE: *Conjuntura Econômica*; Centro de Estudos Agrícolas-IBRE, publicado em *Conjuntura Econômica*, vol. 28, n.º 6 (junho de 1974).

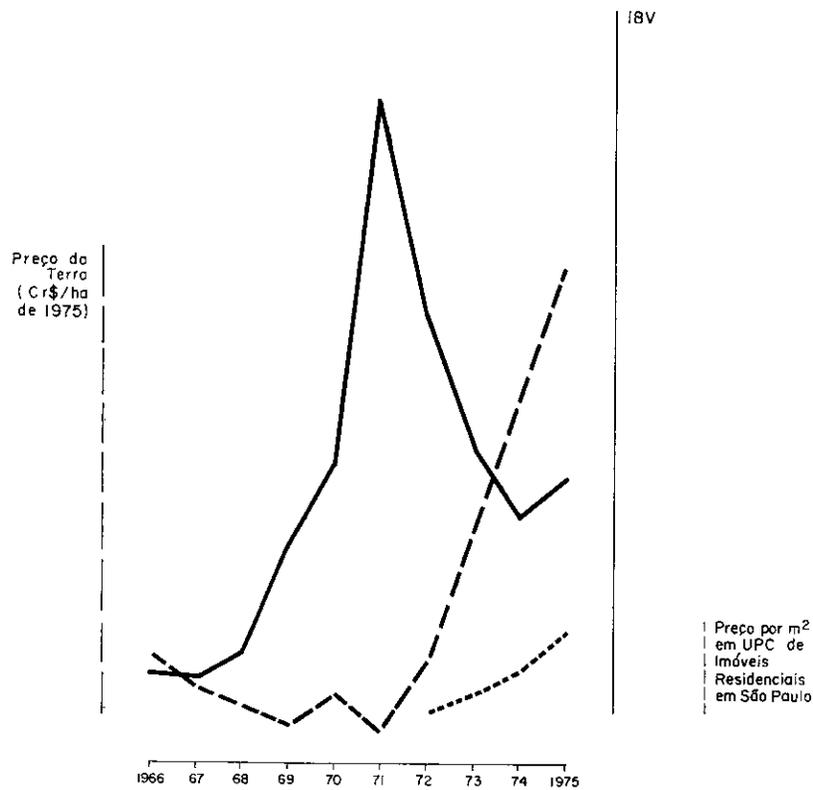
termos de troca se mostraram bastante desfavoráveis para a agricultura, continuou o processo de elevação de preços dos terrenos rurais. Apesar de as evidências serem escassas, é sabido que, a partir de 1971, também os terrenos e imóveis urbanos passaram a apresentar uma elevação de preços bastante substancial. Nesse caso, se não admitirmos a queda da Bolsa como explicação para o *boom* dos terrenos urbanos a partir de 1971, teremos que utilizar como única explicação a publicação do Censo de 1970, mostrando que as grandes cidades brasileiras haviam crescido a taxas muito elevadas.

A sucessão de processos especulativos em terrenos e ações não é de forma nenhuma típica da economia brasileira. O *crash* da Bolsa de Nova York, por exemplo, foi precedido de intensa especulação em terrenos de recreio na Flórida.⁵ Outros autores referem-se à sucessão de processos especulativos em terrenos e ações em alguns países da

⁵ John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929* (Boston: Houghton Mifflin Company), Cap. 2

Gráfico 1

IBV E PREÇO DOS IMÓVEIS - 1966/75



Europa, no início do século.⁶ A derrocada dos preços das ações em 1971 e a especulação imobiliária porém assumiram um papel diferente na economia brasileira. Enquanto, na economia americana, a especulação imobiliária foi localizada e de pequena duração, e na Alemanha concomitante com a especulação bursátil, no Brasil a crise assinalou de certa forma o retorno a antigas formas de retenção de riquezas e representou um processo bem mais duradouro de elevação dos preços.

⁶ Hilferding, *El Capitalismo Financiero* (Madrid: Editora Tecnos).

A concorrência entre imóveis e capital produtivo poderia ser analisada de forma indireta em um período de tempo mais longo. No gráfico a seguir, medimos o índice de utilização da capacidade obtido por Contador.⁷ Esse índice é apresentado como medida de rentabilidade dos investimentos produtivos na economia. No mesmo gráfico, apresentamos o índice de custo de construção na Guanabara, deflacionado pelo Índice 2 de *Conjuntura Econômica*. Supomos que esse índice reflete mais os preços dos estoques de imóveis do que o custo dos fatores utilizados na construção civil. O gráfico mostra que de 1947 a 1964, período este de subutilização da capacidade da economia, houve elevações reais do custo de construção, repetindo, de forma indireta, o resultado que obtivemos para o período 1967/71.⁸

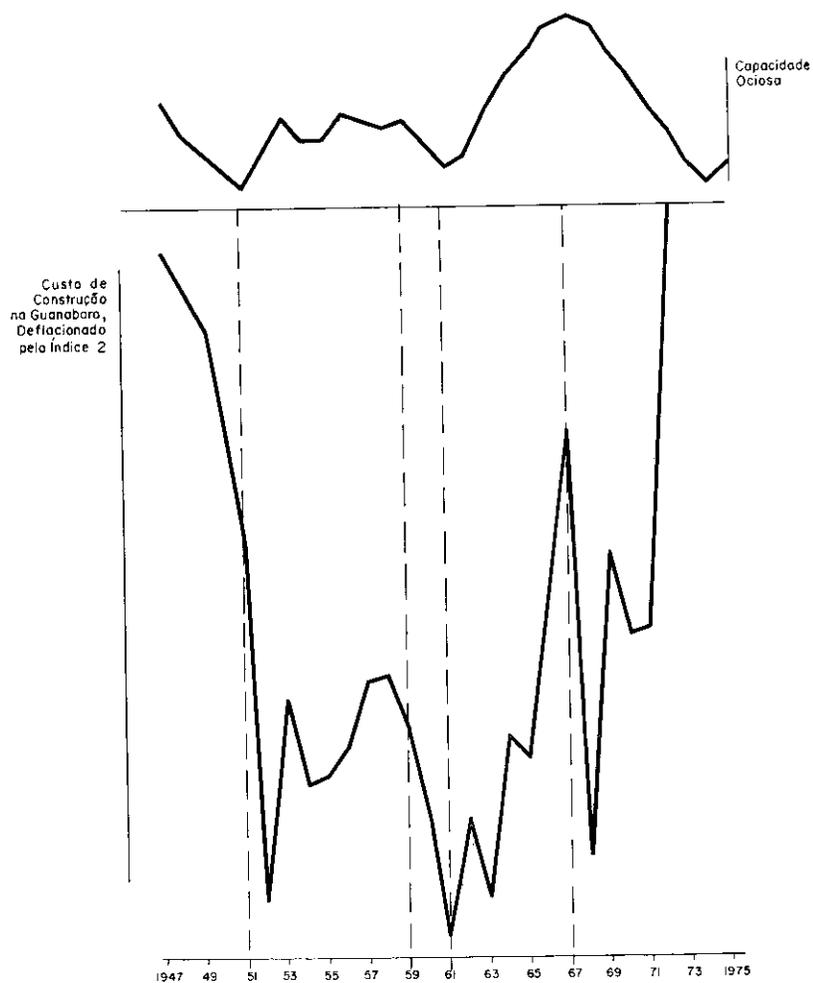
É interessante observar que no período 1967/75, quando a economia crescia a taxas bastante elevadas e já contava com um setor financeiro bem desenvolvido, alterou-se a relação entre custo da construção e índice de utilização da capacidade produtiva. Até 1971, a retomada do processo de crescimento gerou uma substancial elevação dos preços das ações. Mas logo em seguida, com a queda da Bolsa e os empréstimos hipotecários do BNH, o custo da construção passou a crescer conjuntamente com a utilização da capacidade produtiva da economia.

Após o colapso do mercado de ações em 1971, o mercado financeiro não conseguiu mais captar do setor privado nenhuma parcela importante de recursos de longo prazo. Na tabela a seguir, apresentamos a evolução dos saldos dos haveres financeiros em mãos do setor privado (público e bancos) como proporção do PNB.

⁷ Claudio Contador, "Crescimento Econômico e Combate à Inflação", in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 31 (janeiro/março de 1977), pp. 131-168.

⁸ Poder-se-ia imaginar que a melhor explicação para a procura de imóveis seriam as expectativas do setor privado com respeito à taxa de inflação. Mas a correlação entre taxa de inflação e preços de imóveis (medida pelo índice de construção civil na Guanabara) não é obtida. Basta lembrar que, no período 1965/71, observamos taxas de inflação declinantes e, no gráfico, preços reais de imóveis crescentes; no período 1957/64, taxas de inflação crescentes e preços dos imóveis decrescentes; e, no período 1947/56, taxas de inflação e preços de imóveis com grandes oscilações.

Gráfico 2
CUSTO DE CONSTRUÇÃO E NÍVEL DE ATIVIDADE



FONTE . Contador, *op. cit.*, *Conjuntura Econômica* (Índice de Custo de Construção).

O saldo dos haveres financeiros, como proporção do produto, cresceu substancialmente. Entretanto, vale observar várias características: em primeiro lugar, somente em 1971 o saldo de haveres atingiu valores semelhantes a 1946, quando havia uma gama muito menos

variada de ativos à disposição do setor privado, nenhum incentivo fiscal e provavelmente o saldo acumulado de poupança do setor privado importava em valores muito menores; em segundo, os valores apresentados, publicados pelo Banco Central, representam valores de emissão, isto é, não levam em conta os preços a que foram negociados. Nos casos de depósitos à vista e de papel-moeda em poder do público, é óbvio que isto não faz diferença. Nos casos de letras de câmbio, títulos do Governo e ações, este resultado precisa ser ressalvado. Sabemos que esses papéis foram colocados no mercado a taxas de descontos substanciais e, portanto, o valor de emissão constitui uma superestimação do verdadeiro saldo.

Na tabela, apresentamos os saldos de haveres financeiros retidos pelo próprio setor financeiro e os empréstimos de bancos a bancos. A variável obtida é apresentada como proporção do PIB a ser comparada com a variável saldo de haveres financeiros/PIB e pode ser considerada como medida da velocidade de circulação dos haveres financeiros. A tabela mostra claramente que essa medida aumentou rapidamente, indicando que o prazo médio de retenção dos haveres financeiros pelo público deve ter diminuído durante todo o período.

Finalmente, mostramos a contribuição de cada tipo de haver financeiro ao crescimento do saldo total. Como se pode ver, os ativos de prazo mais curto, como haveres monetários e depósitos de poupança, são os principais componentes do crescimento dos ativos monetários totais, só superados pelos títulos públicos. Mas estes, como se sabe, foram absorvidos pelo setor financeiro com grandes custos, exigindo elevadas taxas de desconto.

Na tabela a seguir, apresentamos uma estimativa bastante simples da composição da riqueza do setor privado, excluindo o financeiro (bancos comerciais e outros intermediários financeiros). Consideramos como riqueza do setor privado o estoque de capital físico da economia, os saldos de haveres financeiros e os títulos do Governo. Além disso, supusemos dois valores para a relação renda/riqueza da economia (entre 4 e 3,5) e consideramos que o restante da riqueza era retida sob a forma de terras. Para calcular o crescimento da relação terra/renda, aplicamos as variações de preços das terras rurais apresentadas no gráfico, supondo constante a quantidade total de terra. Consideramos também a posição líquida do setor privado

TABELA 2
*Contribuição dos diversos haveres financeiros para a taxa de
 crescimento agregada do saldo^a — 1970/75*

Anos/ Trimestres	Haveres Monetários	Depósitos de Poupança	Depósitos a Prazo Fixo	Acetes Cambiais	Títulos Públicos	Ações ^b	Total	Taxa de Crescimento Anual
1970 4	18,5	5,5	9,8	5,6	12,1	50,0	100,0	43,5
1971 1	19,7	7,8	9,8	8,5	5,3	50,6	100,0	33,2
2	22,0	5,3	10,4	14,5	7,7	44,6	100,0	35,2
3	24,4	4,3	10,8	15,5	19,3	37,6	100,0	35,3
4	20,8	4,5	15,8	18,2	14,0	32,9	100,0	41,7
1972 1	17,9	4,2	14,4	14,4	13,6	40,9	100,0	47,4
2	16,9	5,4	13,2	12,8	17,3	40,1	100,0	45,6
3	15,7	6,9	13,9	11,0	16,3	38,6	100,0	44,9
4	21,7	7,2	12,1	9,0	26,5	20,9	100,0	46,5
1973 1	30,1	9,3	17,5	16,1	36,3	9,9	100,0	31,1
2	23,4	7,5	14,9	11,5	24,0	21,3	100,0	42,6
3	26,4	6,2	11,5	12,0	16,5	27,6	100,0	49,9
4	30,9	6,8	7,6	13,8	9,3	35,2	100,0	49,1
1974 1	28,4	7,9	7,1	13,4	8,3	30,1	100,0	45,7
2	25,1	9,4	5,4	11,8	9,6	30,4	100,0	37,7
3	22,5	13,1	4,8	9,2	11,9	44,3	100,0	32,8
4	18,8	17,1	5,6	6,9	14,1	41,3	100,0	36,3
1975 1	15,1	20,2	5,4	4,9	15,3	42,8	100,0	30,9
2	17,7	19,1	8,3	4,8	19,0	38,3	100,0	42,5
3	17,9	16,6	9,6	5,1	21,0	32,9	100,0	49,5
4	19,6	12,7	8,7	4,8	19,4	30,3	100,0	53,0

FONTE: Banco Central, *Boletim*.

^a Valores não corrigidos pelas taxas de desconto e incluindo transações entre instituições financeiras.

^b Saldo acumulado das emissões e ofertas públicas de ações.

TABELA 3

Saldos de haveres financeiros como percentagem do PIB — 1966/75

Haveres Financeiros ^a		Anos		Saldos de Ações como Percentagem do PIB (1)	Empréstimos do Sistema Financeiro como Percentagem do PIB ^b (2)	Haveres Financeiros Retidos pelo Setor Financeiro como Percentagem do PIB ^c (3)	Total (4) = (2) + (3)
Anos	%	Anos	%				
1946	40,5	1961	27,7				
1947	38,6	1962	27,8				
1948	34,6	1963	25,1				
1949	33,7	1964	24,0				
1950	35,4	1965	28,6	3,4			
1951	38,4	1966	24,5	8,4	0,1	1,5	1,6
1952	34,9	1967	29,1	11,9	-	3,2	3,2
1953	34,3	1968	32,5	15,1	1,3	2,8	4,1
1954	30,9	1969	34,1	18,2	1,4	4,2	5,6
1955	28,1	1970	36,3	26,5	1,4	4,4	5,8
1956	26,2	1971	40,5	29,9	2,7	5,4	8,1
1957	27,6	1972	47,5	29,6	3,8	5,7	9,5
1958	27,9	1973	54,3	32,0	4,5	5,2	9,7
1959	28,0	1974	52,3	34,7	7,6	5,2	12,8
1960	27,5	1975	60,3	34,1	10,0	5,9	15,9

^a Até 1947, inclui somente meios de pagamento e depósitos a prazo. A partir de 1958, aceites cambiais. A partir de 1964, ORTN nas mãos do público. A partir de 1966, depósitos de poupança. A partir de 1968, títulos estaduais e municipais. A partir de 1969, LTN.

^b Índice de empréstimos a instituições financeiras das Autoridades Monetárias, Bancos Comerciais, Caixa Econômica, PIS, e BNDE.

^c Correspondente ao Saldo de Títulos e Valores Imobiliários dos balanços dos Bancos Comerciais, Bancos de Investimentos, BNH, Caixa Econômica Federal, PIS, Caixas Econômicas Estaduais, Associações de Poupança e Empréstimos, Sociedades de Crédito Imobiliário, BNDE, Bancos Estaduais de Desenvolvimento, além das Letras de Câmbio de aceite dos próprios Bancos de Investimentos.

face ao financeiro, subtraindo os empréstimos do segundo ao primeiro dos haveres financeiros. Após 1970, o setor privado passou a ter uma posição devedora com relação ao financeiro, o que pode ser explicado pela participação dos empréstimos do Banco do Brasil, empréstimos internacionais e maior velocidade de circulação dos haveres financeiros, o que, sem dúvida, explica também as crises de instabilidade por que vem passando o setor.

É fácil concluir pela análise da tabela que, apesar de não conhecermos os valores iniciais da terra na riqueza do setor privado, após a elevação dos preços do período ela deve ter assumido uma importância bastante grande, talvez semelhante a períodos anteriores a 1964.

Resta perguntar se é possível ao setor financeiro, isoladamente, oferecer ao privado uma alternativa de investimentos de longo prazo que concorra com os investimentos imobiliários. Para isso, seria necessário analisar a natureza dos processos especulativos, particularmente em imóveis, o que será feito na seção seguinte.

TABELA 4

Estimativas da composição da riqueza do setor privado (excluído o setor financeiro) como percentagem do PIB — 1966/75

Anos	Empréstimos ao Setor Privado/PIB (1)	Haveres Financeiros/PIB (2)	(3) = (2) - (1)	Relação Capital/Produto ^a	Total
1966	13,3	22,9	+ 9,6	210	210,6
1967	16,6	25,9	+ 9,3	204	213,3
1968	21,3	28,4	+ 7,1	190	199,1
1969	24,6	28,5	+ 3,9	183	186,9
1970	31,2	30,5	- 0,7	160	159,3
1971	37,5	32,3	- 5,2	140 e	144,8
1972	43,2	38,0	- 5,2	130 e	124,8
1973	51,0	44,6	- 6,4	120 e	113,6
1974	57,4	39,5	- 17,9	120 e	102,1
1975	65,0	44,4	- 20,6	120 e	99,4

FONTES: Banco Central, *Boletim*; e Centro de Estudos Agrícolas-IBRÉ.

^a Extraído de Carlos Geraldo Langoni, *Causas do Crescimento Econômico*, p. 59, Tabela 18, coluna 2.

TABELA 5

Estimativas da relação terra/renda — 1966/75

Anos	Valor da Terra/PIB (Valor Inicial = 1,5)	Valor da Terra/PIB (Valor Inicial = 1,0)
1967	1,41	0,94
1968	1,25	0,83
1969	1,20	0,79
1970	1,25	0,82
1971	1,31	0,86
1972	1,32	0,99
1973	4,31	2,81
1974	6,16	4,02
1975	6,93	4,52

4 — Processos especulativos

Nesta seção analisaremos os aspectos financeiros e a estabilidade dos processos especulativos.

Especular significa tentar descobrir o preço futuro de algum ativo ou bem. Como cabe ao setor financeiro realizar transações em títulos que representam poder de compra em momentos diferentes do tempo, o especulador, em geral, é parte de uma transação financeira.

O especulador que acredita que o preço do bem A vai subir, deve manter uma posição líquida positiva em termos de A , isto é, reter um volume positivo de A . Numa economia monetária precisa reduzir a quantidade de moeda que possui e comprar um volume maior de A , através de empréstimos. Numa situação de otimismo e euforia com relação à evolução da economia, é de esperar que todos os investidores que compartilham dessas expectativas diminuam a liquidez de suas posições e comprem um volume maior de bens ativos que representem poder de compra futura. Assim, o banco otimista deve, com o mesmo volume de depósitos, aumentar o volume de seus empréstimos. As empresas, da mesma forma, bem farão em

diminuir a posição de caixa e contrair mais empréstimos. Em geral, a economia como um todo tentará livrar-se de meios de pagamento e contrair mais empréstimos. Mas no agregado isso só é possível através do aumento da velocidade de circulação dos ativos financeiros ou, alternativamente, pela contratação de empréstimos externos. Na tabela a seguir, apresentamos a relação empréstimos/depósitos da economia brasileira no período 1960/75.

Pode-se ver claramente que a relação empréstimos/depósitos cresceu com bastante rapidez durante o período 1967/75. Martone,⁹ em trabalho anterior, mostrou que esse resultado pode ser explicado pela expansão dos empréstimos não só do Banco do Brasil, bem

TABELA 6

Relação empréstimos/depósitos: bancos comerciais — 1960/75

Anos	Relação Empréstimos/ Depósitos
1960	0,959
1961	0,896
1962	0,822
1963	0,984
1964	0,824
1965	0,740
1966	0,908
1967	0,993
1968	1,081
1969	1,159
1970	1,220
1971	1,338
1972	1,358
1973	1,325
1974	1,446
1975	1,523

FONTE: Banco Central, *Boletim*.

⁹ Celso Martone, "Um esquema para a Oferta de Moeda e Crédito", in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 30, n.º 4 (outubro/dezembro de 1976), pp. 459-474.

como em moeda estrangeira. Mas o resultado é também consistente com as situações de euforia e especulação: a diminuição desse índice de liquidez (empréstimos sobre depósitos) é esperada numa situação de expectativas otimistas com relação ao futuro.

Desses comentários poder-se-ia concluir, a meu ver erradamente, que a sucessão dos processos especulativos observados foi simplesmente resultado de uma política expansionista de empréstimos. Não há dúvida que a política de empréstimos e de expansão da oferta de meios de pagamento é, até certo ponto, necessária para viabilizar os processos especulativos. Mas estes podem se realizar, dentro de certos limites, sem uma oferta maior de meios de pagamento pelo Governo, ou seja, pelo simples aumento da velocidade ou diminuição dos prazos dos ativos financeiros do setor privado. Assim, os fenômenos monetários da economia podem ser acusados de cúmplices dos processos especulativos, mas dificilmente responsabilizados isoladamente por eles.

Quando se pensa em processos especulativos, imediatamente nos ocorre o resultado de Friedman:¹⁰ os especuladores desestabilizadores perdem e os estabilizadores ganham renda. Assim, no longo prazo, sobrariam apenas os segundos nos diversos mercados da economia. A ser verdadeiro esse resultado, os processos especulativos observados podem ser interpretados de duas formas: ou vemos o doloroso processo de aprendizagem dos especuladores desestabilizadores, ou as bruscas oscilações de preços são ainda menores do que as que ocorreriam sem a presença deles.

O resultado de Friedman, no entanto, está sujeito a vários reparos. Em primeiro lugar, ao mesmo tempo que os especuladores desestabilizadores perdem, os demais agentes do mercado — os que não especulam — ganham. A menos que adotemos um critério cronológico para definir especuladores e não-especuladores, fica muito difícil dizer se os primeiros, durante o processo de elevação de preços, por exemplo, são os que compraram (e ganharam) ou os que venderam (e perderam). Por causa dessa dificuldade, Johnson

¹⁰ Milton Friedman, *Ensayos sobre Economía Positiva* (Madrid: Editorial Gredos S. A., 1962), pp. 151 e segs.

propõe um modelo de equilíbrio geral e conclui que ganham os especuladores que têm maior preferência pelo bem usado como numerário no processo especulativo.¹¹ Outros trabalhos¹² apresentam modelos onde a estrutura de formação de preços é tal que tanto os desestabilizadores como os estabilizadores podem ganhar. Assim, o resultado de Friedman fica invalidado.

Mas essa discussão sobre especulação esquece o aspecto fundamental dos mercados, onde esses processos são mais freqüentes e duradouros. Em geral, ocorrem em mercados de reservas de valor, como de modas, ouro, imóveis, ações, quadros, obras de arte, etc. Trata-se de produtos duráveis, com um mercado de bens usados bem organizado. Isso significa que nesses mercados são negociadas não só as quantidades produzidas correntemente, mas também todo o estoque acumulado da produção de períodos anteriores. Assim, no mercado de ações são negociadas não apenas as de hoje, mas também todas as emitidas no passado. No mercado de imóveis são negociados imóveis produzidos anteriormente em um longo período de tempo.

Dada essa característica, os preços dos bens nesses mercados são determinados somente pela demanda, já que a oferta de novos produtos representa uma parcela insignificante do total transacionado. Os custos de construção de novos imóveis, por exemplo, são irrelevantes para determinar, no mercado corrente, os preços a que são comprados e vendidos. Pelo contrário, pode-se concluir que a relação de causalidade é exatamente inversa: os custos de construção de imóveis é que são determinados pelo preço dos estoques que estão sendo negociados.

É lógico que, se considerarmos um período de tempo bastante longo, a oferta será importante para determinar os preços do estoque. Mas no mercado corrente o preço é determinado principal-

¹¹ H. G. Johnson, "Destabilizing Speculation: A General Equilibrium Approach", in *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.º 1 (fevereiro de 1976), pp. 101-108.

¹² Ver John Williamson, "Another Case of Profitable Destabilizing Speculation", in *Journal of International Economics*, vol. 2 (1972), pp. 77-84, e as referências citadas.

mente pela demanda. Em termos de taxa, a decisão de comprar esses bens será determinada pela seguinte condição:

$$r = \frac{L}{P} + \frac{P^o}{P}$$

isto é, o ativo será comprado se os dividendos, juros ou aluguel que pagarem (L/P), mais as variações de preço esperadas ($\frac{P^o}{P}$) forem iguais à taxa de juros alternativa para o comprador. A decisão de comprar, então, dependerá de duas componentes: do valor de uso (L/P) e do de troca (P^o/P). Se não existisse um mercado de bens usados, as decisões dependeriam apenas do valor de uso (L/P).

A questão seguinte refere-se ao funcionamento desses mercados, onde somente a demanda determina os preços e onde os bens transacionados são reservas de valor. A discussão neste caso é bastante controversa. No caso das ações, vários autores concluem que o mercado é extremamente eficiente, mas num sentido especial do termo: os preços refletem integralmente as informações existentes no mercado e obedecem a um *random walk*.¹³ Outro conjunto de autores argumenta que, na Bolsa de Valores, por exemplo, funciona um processo de adivinhação de terceiro grau: os agentes do mercado tentam descobrir apenas quais as ações que os seus colegas irão comprar, sabendo que eles estão raciocinando da mesma forma. A observação dos preços das ações no período 1969/71 e dos imóveis no presente sugere, pelo menos, em princípio, que o segundo grupo de autores apresenta uma análise mais satisfatória.¹⁴

É interessante saber quem ganha e quem perde nesses mercados durante os processos especulativos, o que pode indicar as razões pelas quais estes são mais freqüentes e duradouros. Quando se elevam os preços das ações, por exemplo, todos os seus possuidores obtêm um ganho de riqueza. É bem verdade que os que compraram antes

¹³ Ver William J. Baumol, *The Stock Market and Economic Efficiency* (Nova York: Forchham University Press, 1965), Cap. 3.

¹⁴ J. M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money* (Nova York: Harcourt, Brace and Company), Cap. 12, p. 156.

da alta têm um ganho maior do que aqueles que compraram depois. Mas se as ações forem um dos bens que compõem a riqueza do setor privado, todos ganharão ao mesmo tempo, e ninguém terá incentivo para combater o processo altista. As empresas poderiam captar mais recursos vendendo uma quantidade adicional de ações no mercado. Mas, como o estoque existente é sensivelmente maior que a oferta de novas ações, a venda destas não consegue reduzir os preços. O mesmo raciocínio poderia ser aplicado ao mercado de imóveis e de outros bens considerados como reservas de valor: não existe um conjunto de agentes no mercado que possa ganhar desfazendo o processo especulativo. Mesmo que existissem, dado que a oferta de produtos novos é irrelevante, não poderiam inverter o processo altista.

O funcionamento dos mercados será modificado se supusermos que existirão mercados futuros para o prazo relevante, isto é, para um prazo tal que seja possível à oferta ampliar a quantidade e alterar os preços do estoque. Suponhamos, por exemplo, o mercado de um produto agrícola qualquer que conte com um mercado futuro para a safra seguinte. No mercado corrente, é negociada somente a safra já colhida. Se o produto for estocável por certo período, o preço nesse mercado é determinado simplesmente pela demanda, dada a safra colhida. Se não existir um mercado futuro, os produtores não poderão inverter um processo altista no mercado corrente. Os preços se elevarão, ganharão os detentores de estoques, e até que apareça a nova safra nada existirá para combater o processo altista do baixista. Se existir um mercado futuro para a safra seguinte, a elevação dos preços do mercado fará com que os produtores possam realizar ganhos aumentando as vendas no futuro. A especulação no mercado corrente será desfeita por um aumento da oferta no mercado futuro. A elevação de preços no primeiro terá uma vida necessariamente limitada.

Nos mercados de reserva de valor, por outro lado, não existe mercado futuro para o prazo relevante. Assim, o processo altista não pode ser desfeito por um aumento de oferta que diminua os preços do bem no futuro. Não existe forma de ganhar com o aumento da oferta. E os processos altista ou baixista podem continuar por longo período de tempo.

Podemos analisar com mais detalhes ainda a evolução de um processo especulativo. Suponhamos uma economia que, após um período de relativa estagnação, começa a apresentar elevadas taxas de crescimento. Há expectativa de elevação dos preços de títulos das empresas devido à perspectiva de lucros maiores no futuro. Se a Bolsa de Valores for bem organizada os preços das ações começarão a subir e seus possuidores terão um ganho de capital que poderá levar a uma demanda ainda maior. Se esse for o caso, os preços das ações subirão ainda mais, e, dependendo da formação de expectativas, o processo altista poderá ganhar nova força, ou estagnar-se. É uma incógnita o preço que corresponderá à nova situação da economia. Poderá ser o preço corrente, o dobro ou a metade, dependendo apenas da demanda.

Ao mesmo tempo, no mercado financeiro a situação de otimismo prevalecente fará com que diminua a demanda de ativos líquidos e aumentem os empréstimos. Assim, todos os agentes passarão a uma posição de endividamento bem maior.

O processo poderá continuar indefinidamente e nenhuma parte sairá perdendo, já que todos ganharão conjuntamente. Se a situação especulativa ocorrer num mercado de bens reproduzíveis, os produtores poderão ganhar aumentando a oferta e, portanto, anularão a especulação. No caso, de ações, como no de terra, todos ganharão e poderão simultaneamente enriquecer. Os únicos que perderão serão os que não têm riqueza sob a forma de ações, os quais só ganhariam se as comprassem.

Mas existe um meio para estancar no processo de valorização. Em algum ponto do processo, o valor de troca assume uma proporção muito elevada do retorno esperado, e a incerteza poderá condicionar uma diminuição de demanda. Como toda a economia está bastante endividada, numa posição bastante vulnerável, a perspectiva de reversão ou estancamento do processo assumirá características bastante graves. Uma falência ou um empréstimo não renovado poderão gerar uma cadeia de outras falências ou concordatas, que, da mesma forma que geraram a euforia inicial, poderão agora ser responsabilizadas pelo pânico generalizado e pela queda de preços. Da mesma forma que no processo altista, nada há que indique qual deva ser

o preço justo das ações. Todos perderão novamente, e ninguém poderá anular o processo baixista por contenção da oferta.

A elevação e a derrubada dos preços assumem características diferentes, dependendo da natureza dos bens negociados. Assim, no caso de bens homogêneos, como ações, tanto o processo altista como o baixista podem ser muito rápidos, pois não deverá haver necessidade de “encontrar” ou “procurar” um preço justo para cada ação, já que a ação da empresa X é exatamente igual a outra da empresa Y e, assim, as transações podem ser realizadas com bastante rapidez. No caso de terrenos e imóveis, cada imóvel é um bem “diferente” e há necessidade de tempo de espera para a “procura” do preço justo. A diminuição dos preços de oferta não aumenta imediatamente o número de demandantes. Assim, no mercado imobiliário tanto o processo de elevação quanto o de baixa são mais lentos, e talvez imperceptíveis. No caso de imóveis, o processo de baixa pode ser observado através de uma elevação da quantidade de imóveis à venda, e não de uma queda repentina dos preços.¹⁵

Na medida em que os agentes do mercado começarem a exigir um “prêmio” pelo valor de troca, isto é, considerarem a valorização como associada a um risco maior, o mercado passará a ser mais estável. O hábito de analisar ações pela relação preço/lucro, por exemplo, aumenta a estabilidade do mercado. A questão mais importante é saber qual o melhor processo pedagógico para compradores e vendedores nos mercados de reserva de valor: ou o aprendizado espontâneo, como no caso das Bolsas de Valores no Brasil, ou uma política de taxaço de ganhos de capital, que diminui as possibilidades de ganho especulativo.

5 — A terra como reserva de valor no Brasil

Os ativos escolhidos como reserva de valor têm, como características necessárias, baixa elasticidade de oferta (e, portanto, um mercado

¹⁵ Donald A. Nicholls, “Market Clearing for Heterogeneous Capital Goods”, in *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, editado por Phelps *et al.* (Nova York: W. W. Norton Company Inc., 1970).

de bens usados) e baixa elasticidade de substituição.¹⁶ Os investimentos imobiliários atendem a essas características. Mas resta analisar por que, no Brasil, a terra foi escolhida como a forma de retenção de riqueza mais importante do setor privado. Nesta seção, tentaremos analisar essa questão. Não examinaremos a inflação como razão da preferência por imóveis, pois ela é sem dúvida a principal responsável.

De uma perspectiva histórica, é fácil compreender a escolha da terra como reserva de valor. Se estamos considerando reservas que se transmitem entre gerações, só há bem pouco tempo a economia brasileira perdeu suas características basicamente agrícolas. A simples inércia poderia ser a explicação mais importante da preferência do setor privado por essa forma de acumulação não produtiva.

De fato, uma pesquisa sobre o perfil dos investidores privados brasileiros mostra que os imóveis são considerados investimentos de alta rentabilidade, de baixo risco e não necessariamente os menos líquidos. As tabelas a seguir demonstram esses resultados. Essas opiniões dos investidores são, como sabemos, a garantia maior de que se realizarão as transações.

Existem, por outro lado, alguns aspectos da economia brasileira, da organização do sistema judiciário, do sistema fiscal e do próprio setor financeiro que também podem ser responsabilizados pela permanência dos imóveis como ativo importante para o setor privado.

Em primeiro lugar, as elevadas taxas de crescimento demográfico e, particularmente, as elevadas taxas de expansão da população urbana constituem-se num "ponto focal", isto é, numa informação compartilhada por todos os investidores, indicando que as terras rurais e urbanas provavelmente se tornarão cada vez mais escassas e que o investimento imobiliário, portanto, será altamente rentável.¹⁷ O próprio atraso das construções imobiliárias nos grandes centros urbanos, particularmente antes do programa habitacional,

¹⁶ Keynes afirma também que a reserva de valor deve ser a unidade de conta, isto é, os preços dos bens de economia devem ser rígidos em termos da reserva de valor.

¹⁷ Thomaz C. Schelling, *The Strategy of Conflict* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1960).

TABELA 7

Qualificação dos diferentes tipos de investimento segundo o conceito de risco (Rio de Janeiro e São Paulo – 1975)

Tipos de Investimento	Risco			Não Sabem	Não Responderam	Total
	Alto	Médio	Baixo			
Cotas de Fundo Mútuo de Investimento.....	35,6	37,7	15,4	8,1	3,2	100,0
Letras Imobiliárias.....	4,5	31,3	51,3	9,1	3,7	100,0
Ações.....	36,0	41,2	20,1	1,3	1,3	100,0
Depósitos a Prazo Fixo.....	3,7	23,7	67,4	2,9	2,3	100,0
Imóveis para Alugar.....	8,3	22,4	66,1	2,1	1,1	100,0
Outros Imóveis (excetuando casa própria).....	4,1	20,3	71,1	3,1	1,5	100,0
Letras de Câmbio.....	4,7	34,3	54,4	4,4	2,3	100,0
Cadernetas de Poupança.....	1,8	13,6	79,9	3,1	1,6	100,0
Debêntures.....	7,0	30,7	30,0	22,4	9,9	100,0
ORTN.....	2,4	15,7	59,6	15,4	6,8	100,0
LTN.....	2,4	15,3	61,7	14,1	6,5	100,0

FONTE: José Luís de Mello, *Perfil do Investidor no Mercado de Ações* (Rio de Janeiro: IBMEC, 1976), p. 139.

TABELA 8

Qualificação dos diferentes tipos de investimento segundo o conceito de rentabilidade (Rio de Janeiro e São Paulo – 1975)

(Em %)

Tipos de Investimento	Rentabilidade			Não Sabem	Não Responderam	Total
	Alta	Média	Baixa			
Cotas de Fundo Mútuo de Investimento.....	2,3	25,0	60,1	8,1	4,5	100,0
Letras Imobiliárias.....	7,1	57,1	21,4	10,4	3,9	100,0
Ações.....	23,5	40,1	32,3	2,4	1,6	100,0
Depósitos a Prazo Fixo.....	6,7	61,0	26,3	4,0	1,9	100,0
Imóveis para Alugar.....	25,2	44,8	25,8	3,1	1,1	100,0
Outros Imóveis (excetuando casa própria).....	37,3	40,9	16,4	3,6	1,8	100,0
Letras de Câmbio.....	8,4	64,1	20,3	5,0	2,1	100,0
Cadernetas de Poupança.....	22,1	56,7	17,0	2,9	1,3	100,0
Debêntures.....	2,9	41,1	22,2	23,7	10,1	100,0
ORTN.....	8,8	49,0	19,5	16,6	6,2	100,0
LTN.....	9,3	47,4	21,6	15,6	6,2	100,0

FONTE: José Luís de Mello, *op. cit.*, p. 143.

TABELA 9

Qualificação dos diferentes tipos de investimento segundo o conceito de liquidez (Rio de Janeiro e São Paulo — 1975)

(Em %)

Tipos de Investimento	Liquidez			Não Sabem	Não Responderam	Total
	Alta	Média	Baixa			
Cotas de Fundo Mútuo de Investimento.....	18,2	28,9	37,5	10,9	4,5	100,0
Letras Imobiliárias.....	24,0	41,9	15,7	14,1	4,2	100,0
Ações.....	40,6	34,7	18,5	3,4	2,8	100,0
Depósitos a Prazo Fixo.....	25,2	36,5	29,2	5,7	3,4	100,0
Imóveis para Alugar.....	23,5	32,5	39,0	3,4	1,6	100,0
Outros Imóveis (excetuando casa própria.....	24,7	35,6	34,4	3,4	2,0	100,0
Letras de Câmbio.....	35,7	44,5	10,9	6,3	2,6	100,0
Cadernetas de Poupança.....	65,7	22,1	6,5	3,4	2,3	100,0
Debêntures.....	9,4	33,4	20,1	26,5	10,6	100,0
ORTN.....	35,9	29,7	8,8	18,7	7,0	100,0
LTN.....	37,2	28,7	8,8	18,5	6,8	100,0

FONTE: José Luís de Mello, *op. cit.*, p. 147.

pode ter confirmado essa expectativa. Paradoxalmente, o rápido aumento do número das construções urbanas nas principais cidades do País elevou os custos e reativou a especulação.

Em segundo lugar, não se pode deixar de acusar o próprio funcionamento do sistema judiciário. Apesar da experiência brasileira com a inflação, na maioria das vezes o sistema é extremamente lento e fixa suas penas, multas e ressarcimentos em valores nominais, o que, no caso de taxas de inflação da ordem de 20 a 30% a.a., torna-os inócuos.

O sistema judiciário no caso de terra e imóveis pode ser ainda mais demorado. Mas, neste caso, a inflação não diminui o valor da disputa. Assim, combinado com elevadas taxas de inflação, o sistema pode tornar falências e concordatas altamente lucrativas e os ativos financeiros, bastante arriscados.

O próprio setor financeiro acaba sendo atingido pela morosidade do sistema judiciário. Para que possa fornecer um ativo de longo prazo, seguro e de elevada rentabilidade ao setor privado, é preciso

que seja considerado um setor estável e sólido e que os possíveis prejuízos sejam rapidamente compensados. O fato de ser de criação recente, apesar das garantias governamentais oferecidas, faz com que lhe seja difícil captar recursos com ativos de prazo muito longo. Além disso, a ocorrência de falências e de situações de insolvabilidade no setor contribuem fortemente para a manutenção da terra em sua posição de destaque.¹⁸

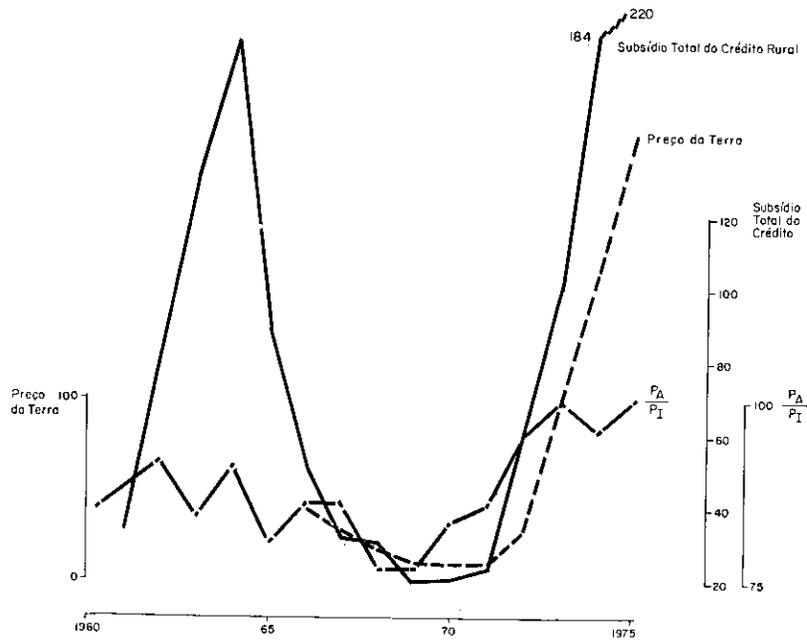
Por outro lado, o próprio sistema financeiro, assim como os demais setores da economia, exige para segurança de suas operações garantias "reais", isto é, não financeiras. No caso de programas de crédito subsidiados, a exigência de garantias reais é ainda maior, tornando-se elas substitutas das elevadas taxas de juros. No gráfico a seguir apresentamos, mais uma vez, o índice de preços de terra rurais no Brasil e o montante dos subsídios implícitos nos programas de crédito rural, calculados como saldo do crédito rural, multiplicado pela diferença entre os juros desse tipo de empréstimo (17%) e a taxa de inflação. O gráfico mostra com bastante clareza que a elevação dos preços da terra rural no Brasil deve estar associada não só à melhoria dos termos de troca em favor da agricultura e à derrocada no mercado de ações, mas também aos direitos de crédito subsidiado que gerava.

Nos casos de terrenos urbanos, podemos apontar, como razões da valorização recente, o Sistema Financeiro da Habitação e a política fiscal dos municípios.

No período posterior a 1964, com o crescimento rápido das cidades e a reforma fiscal, os municípios realizaram pesados investimentos urbanos. Dada a pouca importância dos impostos como contribuições para melhorias, e de outras taxas, é fácil compreender que investir em terrenos urbanos se torna uma forma de internalizar, no patrimônio privado, todos os benefícios decorrentes dos investimentos municipais. É difícil imaginar um sistema de taxas e impostos que possa alterar eficientemente essa situação, já que a cobrança de contribuições de melhoria é extremamente complexa do ponto de vista administrativo. Mas a elevação generalizada dos impostos urba-

¹⁸ Ver, a respeito, a série de reportagens de *O Estado de São Paulo* (3, 4, 5 e 6 de março de 1977).

Gráfico 3
 PREÇO DA TERRA E SUBSÍDIO DO CRÉDITO RURAL—ÍNDICES (1973=100)



FONTE : *Conjuntura Econômica* (Preço da Terra, dos Produtos Agrícolas e Industriais).

nos talvez tivesse o efeito de diminuir a rentabilidade desses investimentos.

Finalmente, cabe analisar mais uma vez o efeito inércia, agora do ponto de vista político. O sistema financeiro passou por uma série de alterações bastante importantes de 1964 até hoje. Foram impostos limites aos juros ativos e passivos, bem como modificadas as próprias regras de correção monetária através de simples resoluções ou portarias do Banco Central. E todos os altos e baixos da regulamentação ocorreram sem muitos conflitos políticos ou drásticas redistribuições de riqueza. Esta é sem dúvida uma clara indicação de que a riqueza do setor privado deve estar concentrada em ativos não financeiros e, ao mesmo tempo, de que não é muito seguro, no longo prazo, contar com eles.

Por outro lado, as discussões sobre a redistribuição da propriedade agrícola e sobre a reforma agrária duram há quase 20 anos. Tampouco se chegou a um consenso político para tomar medidas significativas sobre esse tipo de proposta. A escolha da terra como componente de maior participação na riqueza do setor privado explica claramente esse resultado. Isso faz com que, pelo menos no curto prazo, a terra continue a ser a reserva de valor mais segura contra possíveis alterações nas regras do jogo.

Poderíamos perguntar se os preços dos imóveis urbanos e rurais estão em níveis realistas ou não. O Governo alega que apartamentos no Rio de Janeiro, por exemplo, custam o mesmo que em cidades como Nova Iorque e Paris, nos bairros mais valorizados.

Por outro lado, os preços dos imóveis urbanos têm crescido, em média, a taxas de 10% acima da taxa de inflação. No longo prazo, isto significa que os aluguéis devem subir em torno de 10% acima da depreciação do imóvel. Parece claro que esta é uma hipótese pouco realista, a menos que passemos a constituir uma nação de rentistas das gerações futuras. Mas se poderia alegar que os custos de construção civil estão crescendo a níveis de 10% a.a. e que, portanto, a elevação de preços é realista. O problema é que os custos de reposição estão subindo a essas taxas porque os preços dos imóveis se elevam também. Se a especulação imobiliária diminuísse, o ritmo de novas construções também diminuiria e, portanto, o custo de construção cresceria a taxas menores. Este tipo de análise revela as dificuldades da formação de preços em mercados como o imobiliário e de outros bens, onde existe um mercado de bens usados.

O procedimento mais seguro seria calcular para os imóveis índices de preço-lucro semelhantes aos que se calculam para as ações. Na medida em que os P/L se elevam, a participação do valor de troca no retorno total começa a crescer, e pode-se esperar que os investidores acabem por achar que as variações de preço chegaram a um limite. Mas é impossível dizer qual o P/L que provocará esse efeito.

Nos casos de terras rurais, apresentamos na tabela a seguir um índice de valor dos arrendamentos, dividido pelo valor de terras para lavoura. Supomos que o arrendamento mede o valor do retorno que a terra pode produzir. Não há dúvida de que os aluguéis de

terra são uma medida bastante imprecisa dos lucros derivados do seu cultivo. Mas, como estamos interessados na evolução do índice no tempo, se não houver alterações fundamentais nos contratos de arrendamentos, o índice calculado poderá servir como uma medida aproximada do *P/L* de terra.

TABELA 10

Preço de terra agrícola sobre valor de arrendamento
(2.º semestre)

Anos	Valor da Terra/ Valor do Arrendamento
1966	7,22
1967	6,44
1968	6,08
1969	5,26
1970	4,80
1971	4,22
1972	4,38
1973	5,83
1974	7,72
1975	9,97

FONTE: Centro de Estudos Agrícolas-IBRE.

A tabela mostra que, a partir de 1972, os *P/L* da terra agrícola, conforme a nossa definição, aumentaram sensivelmente, ficando a dúvida sobre qual o nível considerado elevado pelos investidores. No caso de ações do Banco do Brasil, por exemplo, sabemos que, em 1971, o *P/L* atingiu valores bem elevados, da ordem de 20, enquanto no da terra agrícola, em 1975, o índice chegou a 10. A comparação entre os dois níveis é impossível devido às demais características dos dois ativos.

Nos casos de imóveis urbanos para alugar, sabe-se que, em geral, observa-se a prática de se calcular o aluguel mensal como 1% do

valor do imóvel. Assim, o *P/L* normal para imóveis seria da ordem de 8,33 (ou seja, 1/0,12). Uma pesquisa sobre "Evolução dos Aluguéis", feita pelo BNH, indicou que os de apartamentos de cinco cômodos aumentaram 22% entre 1973 e 1974. A mesma pesquisa comprovou que o preço médio do metro quadrado de imóveis na Zona 1 de São Paulo aumentou 48% entre 1973 e 1974. Assim, pelo menos nesse período, o *P/L* de imóveis urbanos caiu aproximadamente 26%.

6 — Alternativas de política

Argumentamos nas seções anteriores que, apesar do rápido desenvolvimento do mercado financeiro nos últimos anos, os investimentos imobiliários continuaram a representar a forma de acumulação mais importante para o setor privado da economia. Atribuímos esse resultado a algumas características dos mercados de reservas de valor e, particularmente, a características específicas da economia brasileira, como a organização judiciária, a tradição agrícola e o sistema fiscal.

A principal constatação de nossa análise é que o setor financeiro não pode concorrer com ativos cujos retornos são fixados arbitrariamente no mercado, atingindo níveis, na maioria das vezes, muito elevados mesmo para as previsões mais otimistas. A concorrência com esses ativos só poderão ocasionar crises periódicas de instabilidade no setor.

A principal conclusão de política a ser extraída deste estudo é que a definição de prazos e rentabilidade, e a grande liquidez dos ativos a serem emitidos pelo setor financeiro, só pode ser feita após uma redução do retorno, liquidez e atratividade dos investimentos imobiliários. No momento atual, por exemplo, o único ativo de fácil colocação pelo setor financeiro é a caderneta de poupança, que só encontra aplicações ou nos próprios investimentos imobiliários, que são os únicos que conseguem retorno para pagar esse nível de juros, ou na própria dívida do Governo.

Assim, o melhor desempenho do setor financeiro só poderá ser obtido através de diminuição dos retornos dos investimentos imobiliários, o que se conseguiria através de taxaço de ganhos de capital.

Por outro lado, numa economia como a brasileira, onde as aspirações de rápido crescimento do nível de produto e riqueza do setor privado são bastante intensas, a taxaço de ganhos de capital limitada ao setor imobiliário poderia simplesmente transferir os processos especulativos para outros mercados, com conseqüências igualmente indesejáveis. Dessa forma, a taxaço de ganhos de capital, embora possa ser diferenciada entre vários tipos de ativos, deveria estender-se também a outros ganhos.

Se a economia brasileira estiver entrando numa fase de crescimento menos eufórica do que nos anos anteriores, este é o período oportuno para implantar tal tipo de taxaço, já que é de esperar que, numa fase de crescimento mais lento, os ganhos especulativos de capital sejam menores, e o impacto dessa alteração tributária seria menos doloroso. Ao mesmo tempo, evitar-se-ia que um possível período de rápido crescimento no futuro motivasse a mesma sucessão de processos especulativos que caracterizaram os anos de 1967/73.

Assim, a primeira opção de política para o fortalecimento do setor financeiro é o início de taxaço dos ganhos de capital. Se continuar essa sucessão de processos especulativos em diversos mercados de reservas de valor, dificilmente o mercado financeiro conseguirá oferecer um ativo rentável, competitivo com os ganhos obtidos em especulação, quer em imóveis, quer no mercado secundário de ações. A própria estabilidade do setor financeiro, neste caso, continuaria ameaçada, já que ele próprio tentará realocar suas aplicações em função desses movimentos especulativos.

A prazo mais amplo, a elevação dos impostos municipais evitaria que os investimentos em terrenos urbanos internalizassem os benefícios gerados pelas obras e investimentos financiados pelos cofres públicos. A reorganização do sistema judiciário também seria um complemento indispensável à política de redução da atratividade dos investimentos imobiliários.

Ao mesmo tempo, não poderá o setor financeiro encontrar aplicações rentáveis para seus recursos se o Governo continuar utilizando o crédito seletivo como principal instrumento de planejamento.

Finalmente, os ativos financeiros só poderão concorrer com outras formas de retenção de riqueza numa economia inflacionária se oferecerem proteção adequada contra a inflação. Nos casos das cadernetas de poupança, pode-se argumentar que constituem, hoje, um ativo financeiro de características dominantes sobre todos os demais, quer em termos de liquidez, quer de retorno e risco. Uma vez que a rentabilidade dos investimentos imobiliários seja diminuída, pode-se considerar a possibilidade de alteração de algumas características atrativas das cadernetas de poupança, como liquidez, por exemplo. Mas a correção monetária, sem dúvida, não poderá ser alterada sem o risco de fazer com que o setor privado ou diminua as suas poupanças ou encontre alguma outra forma de retenção de riqueza que os proteja contra a inflação.

7 — As funções do setor financeiro

É oportuno finalizar este trabalho com algumas considerações sobre as funções do setor financeiro na economia brasileira.

Nos casos de países subdesenvolvidos, McKinnon e Shaw,¹⁹ em trabalhos separados, apresentam uma argumentação bastante semelhante. Observam que, em geral, as economias subdesenvolvidas contemporâneas apresentam índices de empréstimos por produto e meios de pagamento por produto bastante baixos, o que explicaria a falta de integração dos mercados dessas economias, a alocação ineficiente da poupança e o próprio baixo nível de formação destas. Acusam como responsável por esse baixo nível de intermediação financeira tanto as elevadas taxas de inflação, que caracterizam essas economias, como a própria política de controle imposta ao setor financeiro, como as leis de usura e outros dispositivos legais que sugestivamente chamam de “repressão financeira”. Esta carac-

¹⁹ Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington: The Brookings Institution, 1973); e Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).

terização, sem dúvida, adapta-se perfeitamente à situação brasileira, anterior à Lei da Reforma do Mercado de Capitais.

Para esses autores, a liberalização dos controles impostos ao setor financeiro atingiria simultaneamente vários resultados. Seria obtido melhor desempenho da economia com a melhor alocação de suas parcas poupanças e a eliminação da compartimentalização dos diversos mercados financeiros. Com a elevação das taxas de remuneração da poupança financeira haveria aumento na sua formação e, conseqüentemente, menor dependência de empréstimos externos. Finalmente, a elevação das taxas de juros tornaria as políticas de combate à inflação ao mesmo tempo mais eficazes e menos dolorosas.

O otimismo desses autores quanto ao papel do setor financeiro, no entanto, está sujeito a vários reparos. Em primeiro lugar, a liberalização do setor não levará necessariamente a uma diminuição das diferenciais de juros entre regiões e setores diferentes da economia e, portanto, poderá agravar as disparidades de custo do capital dentro da economia. Além disso, pode gerar uma redistribuição de renda em favor dos centros financeiros, dos grandes tomadores e das grandes firmas.²⁰ Em segundo, o sistema financeiro é caracteristicamente um meio de alocação de fundos, baseado em preços de mercado. Numa economia como a brasileira, onde o Governo deseja alterações bastante drásticas na estrutura dos preços relativos, e onde o planejamento governamental atua através de programas de crédito seletivo, o setor financeiro poderá tornar-se um empecilho. Assim, a proliferação de programas especiais de crédito seletivo destinados a incentivar áreas, setores ou atividades, é basicamente incompatível com a presença de um setor financeiro desenvolvido, tornando os programas de planejamento via crédito inócuos, ou, pelo menos, extremamente custosos.²¹

Além de ser um sistema descentralizado, o setor financeiro distingue-se de outras formas de financiamento pelo fato de captar poupanças voluntárias e remunerar os poupadores, diferentemente

²⁰ João Sayad, "Bancos Unitários e Bancos com Agências: Um Critério para Decisão", in *Pesquisa e Planejamento Económico*, vol. 6, n.º 3 (dezembro de 1976), pp. 683-700.

²¹ João Sayad, "Planejamento, Crédito e Distribuição de Riquezas", in *Revista de Estudos Económicos* (abril de 1977).

de outros mecanismos financeiros, como a inflação, a taxaçoão ou o financiamento de lucros retidos. O desenvolvimento do setor financeiro, no entanto, foi acompanhado por um volume bastante substancial de incentivos fiscais, por um lado, e por uma proliferação de fundos de poupança compulsória, por outro, demonstrando que, pelo menos no caso brasileiro, a elevação pura e simples da remuneração da poupança financeira não conseguiu gerar recursos suficientes para o setor.

Finalmente, o setor financeiro é, e precisa ser, pelas suas próprias características, extremamente conservador. Sendo assim, tenderá a conceder empréstimos em função da distribuição corrente da riqueza. A distribuição corrente destas passa a ser a principal condicionante da distribuição futura, o que, no caso do Brasil, pode ser considerado indesejável. É verdade por outro lado que, com taxas de juros mais elevadas, a concessão de empréstimos poderia se tornar menos dependente da distribuição corrente de riquezas, já que o setor financeiro estaria disposto a aceitar riscos maiores. Este aspecto do desempenho do setor financeiro poderia ser pelo menos parcialmente corrigido. Além disso, seria necessário verificar se o setor de intermediação financeira é mais ou menos conservador do que uma organização alternativa, como uma agência governamental de planejamento ou um banco governamental de desenvolvimento. Deste ponto de vista, a comparação talvez seja favorável aos intermediários financeiros privados.

Em conclusão, parece que o setor financeiro tem um papel relativamente limitado a cumprir como principal alternativa para o financiamento do desenvolvimento brasileiro. É um sistema baseado em preços de mercado, quando o Governo deseja implementar uma alteração importante dos preços relativos. Pode ter conseqüências indesejáveis para a distribuição de riquezas do setor privado e não diminui necessariamente os diferenciais de preços e rentabilidades observados na economia.

Mesmo assim, resta ainda uma tarefa bastante importante ao setor financeiro, qual seja a modificação dos hábitos de poupança do setor privado. Numa economia inflacionária, com tradição rural há três ou quatro décadas, é natural que a principal forma de retenção de riqueza pelo público tenha sido um ativo real, como

a terra. Mesmo com o desenvolvimento industrial, a terra na forma de imóveis urbanos e rurais continuou a ser, ao que tudo indica, a forma preferida. Várias décadas de desenvolvimento industrial, caracterizadas por uma distribuição de renda bastante concentrada e pela pequena participação da poupança do setor privado interno no financiamento desse desenvolvimento, só poderiam ser explicadas ou por um grande consumo supérfluo ou por uma nítida preferência por investimentos em ativos não produtivos, como imóveis e terras.