

UFPBNDiHR

TEXTOS

UFPBNDiHR

TEXTOS

UFPBNDiHR

TEXTOS

UF HR

PREÇO DA TERRA, TAXA DE JUROS  
E ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL

CLAUDIO ANTÔNIO GONÇALVES EGLER

TEXTOS UFPB - NDIHR Nº 2

SETEMBRO/1983

UFPBNDiHR

NDIHR / INDUSTRIA E TRABALHO  
ARQUIVO DOCUMENTAL

AD/ 03.04.84

R 2.47

ND HR / ARQUIVO DOCUMENTAL

AD /

13103127

2291

PREÇO DA TERRA, TAXA DE JUROS E  
ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL

CLAUDIO ANTÔNIO GONÇALVES EGLER

TEXTOS UFPB - NDIHR Nº 2

SETEMBRO 1983

## SUMÁRIO

|                                                                                   | Pág. |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------|
| 1. INTRODUÇÃO .....                                                               | 1    |
| 2. PREÇO DA TERRA E TAXA DE JURO .....                                            | 3    |
| 2.1 - A visão clássica .....                                                      | 3    |
| 2.2 - A formulação keynesiana .....                                               | 7    |
| 3. PREÇO DA TERRA E INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS<br>NO BRASIL .....                 | 11   |
| 3.1 - Preço da terra e ciclo econômico .....                                      | 11   |
| 3.2 - Preço da terra e "reserva de valor".....                                    | 15   |
| 4. PREÇO DA TERRA E INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA NA<br>ECONOMIA AGRO-EXPORTADORA ..... | 21   |
| 4.1 - A terra na economia agro-exportadora ....                                   | 21   |
| 4.2 - A gênese da lei da Usura .....                                              | 25   |
| 5. PREÇO DA TERRA, LEI DA USURA E <u>INDUSTRIALIZA</u><br><u>ÇÃO</u> .....        | 28   |
| 5.1 - Intermediação financeira da lei da usura. 28                                |      |
| 5.2 - Preço da terra e a industrialização<br>pós-56 .....                         | 31   |
| 5.3 - A conjuntura 1962/64 .....                                                  | 35   |
| 6. A REFORMA FINANCEIRA E O PREÇO DA TERRA.....                                   | 40   |
| 6.1 - O golpe de 1964 e a instituição da <u>cor</u><br>reção monetária .....      | 43   |
| 6.2 - O BNH e o preço da terra urbana .....                                       | 45   |

|                                                            |                 |
|------------------------------------------------------------|-----------------|
| 6.3 - Preço da terra e taxa de juro no ciclo recente ..... | 47 <sup>2</sup> |
| 7. CONCLUSÃO .....                                         | 54              |
| NOTAS .....                                                | 56              |
| ANEXOS (três tabelas)                                      | 59              |

## 1 - INTRODUÇÃO

As relações entre o preço da terra e o sistema financeiro no Brasil tem sido analisadas sob diferentes pontos de vista, entretanto, pouco ou nenhuma importância tem sido dada a taxa de juro como fator fundamental que liga o mercado fundiário à acumulação financeira.

Neste trabalho, a preocupação fundamental é de analisar, em uma perspectiva histórica, como a terra manifesta, através de seu preço, distintos estágios de desenvolvimento da intermediação financeira, e também, como a taxa de juros é a ponte entre o mercado fundiário e o financeiro.

Para tanto partiu-se das concepções teóricas sobre o preço da terra em Marx e Keynes, para em seguida discutir as duas vertentes básicas que analisam as relações entre o preço da terra e os intermediários financeiros no Brasil.

A seguir, a título de ilustração, é apresentado o papel da terra na economia agro-exportadora e discute-se como sua crise desemboca na lei da usura, como instrumento de intervenção do Estado no mercado de terra e do dinheiro.

A industrialização no período posterior a década de 30 é acompanhada por uma valorização da terra enquanto ativo fi

nanceiro e como a crise do mercado fundiário, que se segue a reversão cíclica no início da década de 60, é o resultado das novas necessidades de valorização das massas de capital acumuladas durante a expansão industrial.

Por final, mostra-se como a "imaginação reformista" pós-64 intervém no mercado fundiário e busca lançar as bases de um sistema financeiro relativamente independente, cujo resultado são dois mercados sensíveis ao comportamento das taxas de juros, e que permitem movimentos especulativos de valorização fictícia de capitais.

## 2. PREÇO DA TERRA E TAXA DE JURO

Seguindo a trilha apontada por SILVA<sup>(1)</sup> que recomen-  
da que "as análises sobre a evolução do preço da terra reto-  
mem a nação científica do preço da terra e considerem com o de-  
vido destaque os efeitos dos movimentos da economia no seu con-  
junto", o ponto de partida para a análise do comportamento do  
preço da terra deve ser o conceito de renda capitalizada. Ca-  
pitalizar significa constituir capital fictício, aplicando a  
toda receita periódica uma determinada taxa "normal" de valo-  
rização vigente na economia que sirva de referência para as  
massas de capital.

O desenvolvimento dos intermediários financeiros, que  
multiplicam as relações de débito/crédito, emitem títulos mobi-  
liários e atuam a circulação de mercadorias e dinheiro fez com  
que esta taxa "normal" de valorização se expressasse na taxa  
de juros.

### 2.1 - A visão clássica

A construção do preço da terra parte de uma categoria  
fundamental, a renda fundiária, entendida como a soma em di-  
nheiro que o proprietário da terra recebe todo o ano pelo ar-  
rendamento de determinada extensão territorial<sup>(2)</sup>. Dadas as con-  
dições técnicas da produção e o acesso, por parte do arrendatá

rio à taxa de lucro na economia, a renda fundiária (r) é o somatório da renda diferencial I (rd I), resultante de distintas condições de fertilidade e localização, da renda diferencial II (rd II) advinda de distintas aplicações de capital sobre solos de diferentes fertilidades e, por final, a renda absoluta (ra) proveniente do monopólio, por parte de uma classe de proprietários fundiários, da terra enquanto espaço e fator de produção; assim a renda pode ser escrita como:

$$r = rdI + rdII + ra \quad (1)$$

O preço da terra agrícola será portanto a capitalização da renda fundiária, que se obtém comparando a renda anual (r) de determinada propriedade com o rendimento que seria obtido aplicando determinada massa de capital à taxa de juro (i) vigente na economia. Assim digamos que o hectare agrícola em determinada região permita ao proprietário perceber uma renda anual de Cr\$ 360,00, que diante de uma taxa de juros hipotética de 12%, representa o rendimento de um capital de Cr\$ 3.000,00.

Assim de um modo genérico, o preço da terra agrícola pode ser escrito como:

$$P_t = \frac{r}{i} \quad (2)$$

Entretanto, o arrendamento da terra agrícola não pode ser confundido com o preço de venda das edificações rurais ou urbanas, isto porque ao imobilizar capital sobre a terra na forma de casas, edifícios ou fábricas, o proprietário fundiário exige, além da renda capitalizada, a amortização e juro sobre o capital fixo ( $K_f$ ) que está sobre a terra. Assim o preço das

edificações pode ser escrito como:

$$P_c = P_t + K_f(1 + i)^n \quad (3)$$

onde  $n$  representa o número de anos necessário para a amortização do investimento em capital fixo.

Pode-se argumentar que os investimentos em capital fixo retornam sob a forma de um incremento na renda diferencial II, o que é inegável. Entretanto, é importante observar o papel que representa a imobilização de capitais na oferta de terra urbanizada, que representam investimentos bastante vultuosos que são, em sua grande maioria, implementados ou financiados a custos subsidiados pelo Estado.

Outro aspecto importante que convém ressaltar para justificar a separação do preço da terra nua para uso agrícola da edificação urbana está no comportamento particular do juro em cada um desses dois casos. Basta observar as fórmulas (2) e (3) para notar que, primeiro a elevação da taxa de juro tende a afetar negativamente o preço da terra, pois imaginando o exemplo citado acima, uma elevação da taxa de juro de 12% para 15% faria com que a mesma renda (Cr\$ 360,00) fosse capitalizada a um valor inferior (Cr\$ 2.400,00 contra os Cr\$ 3.000,00 anteriores).

Já no caso do preço das edificações, dependendo do volume de capital fixo imobilizado, uma alta na taxa de juro, que produziria uma queda no preço da terra, poderia ser compensada pelo juro aplicado sobre o capital fixo. Assim por exemplo, imagine-se uma edificação cujo preço é hipoteticamente de Cr\$ ....

100.000,00, dos quais Cr\$ 30.000,00 representam o preço do terreno e Cr\$ 70.000,00 a parcela devida ao capital fixo imobilizado, isto é, juros e amortizações em um período de 10 anos. A simples elevação do juro de 12% para 15% produziria uma queda do preço do terreno para Cr\$ 24.000,00 e uma elevação na parcela de capital fixo para Cr\$ 91.500,00, fazendo com que o novo preço do imóvel atingisse Cr\$ 115.000,00.

Este comportamento da taxa de juro é particularmente importante quando se considera investimentos vultuosos em capital fixo que possuem um longo prazo de amortização, onde a rotação do capital coloca problemas que só o sistema financeiro consegue solucionar.

É importante ressaltar que a renda fundiária e o juro se formam em mercados independentes, embora interligados pelo comportamento geral da economia. Isto confere ao preço da terra o fato de representar a síntese de uma dupla determinação.

Assim as variações do preço da terra podem portanto ser explicadas através do comportamento da renda fundiária e da taxa de juros, pois quando se eleva a renda fundiária o preço da terra tende a crescer:

$$\Delta r \longrightarrow \Delta P_t$$

Da mesma maneira, uma baixa na taxa de juros também produziria um incremento no preço da terra, assim

$$\Delta i \longrightarrow \Delta P_t$$

Finalmente, o preço da terra com edificações pode elevar-se devido a um aumento no juro sobre o capital fixo imo-

bilizado

$$\Delta i(K_f) \implies \Delta P_t$$

## 2.2 - A formulação keynesiana

A terra possui os atributos básicos da liquidez, isto é, elasticidades de produção e substituição muito baixas, ou seja não é um bem sujeito a ser reproduzido caso seu preço relativo aumente, como também o atrativo que representa sua posse não pode ser facilmente desviado para outro bem por uma variação no seu preço (3).

Neste sentido, não tem a menor importância o rendimento da terra, pois o atributo da liquidez é completamente independente da utilização ou não da terra como meio de produção. O comportamento da terra é importante como ativo financeiro. Entretanto, a propriedade fundiária não atende os requisitos de divisibilidade que possui o dinheiro, ou seja, não pode ser medida em unidades de si mesma. Dai não haver uma "taxa fundiária" como existe a taxa de juros.

Entretanto, o prêmio de liquidez que representa a propriedade da terra pode influir sobre a taxa de juros, pois "é concebível que tenha havido na história ocasiões em que o desejo de possuir terra haja desempenhado o mesmo papel que a moeda nos tempos recentes, no sentido de manter a taxa de juros a um nível demasiadamente alto" (4).

Os motivos que se pode apresentar para esta preferência pela terra está ligado a precaução contra variações futuras

ou especulação quanto ao seu preço, já que nas transações correntes a terra não possui os atributos de moeda. Este papel da terra de constituir "reserva de valor" por precaução ou especulação só poderia ser alterado a partir de uma mudança na escala de preferências dos investidores por este ou aquele ativo líquido.

Daí a radical transformação que significa a formação de um mercado de haveres financeiros para o desenvolvimento do capitalismo, pois substitui a terra na escala de preferência dos investidores, já que atenderia aos requisitos necessários de precaução e mesmo especulação.

Entretanto, qualquer título mobiliário deve garantir uma taxa de rentabilidade segura para os investidores, pois do contrário a terra, dotada de liquidez própria e de valorização segura continuaria despertando as preferências de quem quer que buscasse reter recursos líquidos por precaução e mesmo para especular.

O problema real está na taxa de juro, que é afetada por distintas razões, entre elas pela preferência pela liquidez dos investidores, o que depende de suas expectativas quanto ao estado futuro dos negócios, e se a terra é o ativo escolhido como líquido, seu preço manifestará, ao subir, esta preferência.

Neste sentido, é de se esperar que, mesmo que não haja forte especulação, o simples fato das expectativas dos agentes econômicos for francamente negativa leve que, por precaução, se busque um ativo líquido, se este é a terra é inevitável que

seu preço se eleve, assim de um modo ou outro o preço da terra acaba por refletir o estado geral das expectativas e as variações no seu preço impõe um piso de juros a economia como um todo.

É neste quadro que é possível intraduzir a hipótese de um incremento autônomo do preço da terra, pois na medida que a terra passa a constituir investimento privilegiado nos descensos cíclicos introduz-se a expectativa de novos ganhos com a compra de terra ( $dP$ ) o que contribuye para o movimento ascensional do preço da terra, isto é, agrega-se a renda capitalizada um novo rendimento que é proveniente da especulação com ganhos futuros. Desta maneira, o preço da terra pode ser escrito:

$$P = \frac{L}{i} + \frac{dP}{i}$$

Considerando que a parcela  $dP/i$  é proveniente de uma conjuntura cíclica, é de se esperar que seus efeitos sobre o preço da terra tendam a desaparecer quando a economia retoma o movimento ascensional; entretanto em economias onde a inflação é estruturalmente elevada o problema se torna especialmente complexo, visto que ao constituir-se enquanto "reserva de valor" contra perdas inflacionárias haveria uma tendência a constantes expectativas de ganhos reais, ou pelo menos evitar perdas reais, o que tornaria a parcela  $dP/i$  um agregado permanente a renda capitalizada.

No momento atual, esta questão é peça chave na discussão sobre o preço da terra no Brasil. De um lado situando-se aqueles que atribuem papel determinante aos processos especula-

tivos na formação do preço da terra na fase recente do desenvolvimento capitalista no Brasil. Assim é possível encontrar analistas como Pinheiro que afirmam que: "A propriedade privada da terra agrícola no Brasil tem objetivos de se obter ganhos tantos advindos dos resultados do processo produtivo (renda da terra em seu sentido clássico), como o de se obter ganhos provenientes da sua simples valorização, ditada por intenso processos especulativo. O segundo tipo de ganho foi nos últimos anos muito superior ao primeiro, sendo que a principal fonte de renda e riqueza na agricultura brasileira não está mais nem no trabalho, nem no investimento produtivo, mas sim no investimento em aquisição de terras sem finalidade produtiva" (5).

Por outro lado, situam-se aqueles como Resende que condenam a autonomia do preço da terra, ditado por processos especulativos, vis a vis a renda fundiária, concluindo que: "É claro também que esses valores mais recentes do preço da terra tem como sustentáculo último a renda da terra: como revela a estabilidade atingida na razão arrendamento/preço da terra, é a "valorização" da renda fundiária - ou seja seu comportamento estável, em termos reais - que traz como resultado a "valorização" da terra" (6). (Grifos do autor)

### 3 - PREÇO DA TERRA E INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NO BRASIL

As relações entre o preço da terra e a intermediação financeira no Brasil são analisadas a partir de duas vertentes básicas. A primeira, de caráter pioneiro estão expressas nas teses de RANGEL (7) acerca do comportamento do preço da terra no ciclo econômico e no papel do sistema financeiro em transferir e realocar recursos entre a reversão de um ciclo para a retomada de outro.

A segunda concepção estruturada é a de SAYAD(8) que coloca a terra como a "reserva de valor" preferida na economia brasileira, sujeita portanto a processos especulativos que elevam seu preço e coloca a intermediação financeira como um elo potencial entre o "mercado de reservas de valor" e o setor produtivo, pois seria capaz de interligar as "poupanças" do setor privado, através da emissão de títulos mobiliários, ao segmento produtivo da economia. Vamos detalhar a seguir cada uma destas concepções.

#### 3.1 - Preço da terra e ciclo econômico

O processo de formação do preço da terra é determinado, para Rangel, pelo comportamento da renda fundiária vis-a-  
-vis- ao da taxa de lucro (e juro) durante o ciclo econômico.

Para tanto, descarta a possibilidade da demanda por terras influir em seu preço, pois o progresso técnico tanto na agricultura como na indústria da construção civil tenderia a elevar a produtividade por unidade de área, intensificando o uso do solo.

Ora, se a demanda "produtiva" de terra pode ser satisfeita através do progresso técnico; qual a causa da elevação de seu preço? Rangel explica este processo pela relativa estabilidade da renda territorial durante o ciclo econômico. Pois considerando uma queda na taxa de lucro, devido a reversão cíclica, a renda tende a ser vendida mais caro, ou seja, há uma elevação no preço da terra. Este crescimento do preço no mercado fundiário provoca o aumento das expectativas quanto a valorização futura, com isto cresce a demanda por terras e daí o "diferencial esperado do preço da terra de um ano para o outro passará a comportar-se como se ele próprio fosse uma renda: a 4.<sup>a</sup> renda..." (9).

Detalhando no tempo as concepções de Rangel é possível detectar tres momentos distintos:

- a) Com a reversão cíclica cai a taxa de lucro (e juro) e a renda permanece constante ou cai mais lentamente, logo sobe o preço da terra.
- b) A elevação induz novas expectativas de incremento do preço da terra; surge a 4.<sup>a</sup> renda, uma renda puramente especulativa que resulta do aumento da demanda por terras.
- c) Retoma-se o nível de atividades, a taxa de lucro (e juros) tende a subir e gradativamente cai o preço da terra.

ra e desaparece a 4.<sup>a</sup> renda.

É importante esta segmentação no tempo para explicitar que existe uma dupla dinâmica nas concepções de Rangel. Primeiro, uma dinâmica que é dada pelo comportamento do preço da terra enquanto renda capitalizada, isto é que responde de modo direto as variações da renda e de modo inverso a uma taxa de valorização do capital, Rangel utiliza tanto lucro, como juro, como também eficiência marginal do capital (10).

Por outro lado, é necessário reconhecer que além da dinâmica "normal" do preço da terra, Rangel agrega, durante a fase depressiva e mesmo no começo da recuperação, uma renda que provém de processos especulativos, o que levaria o preço da terra além da elevação que seria explicada pelas flutuações na taxa de lucros (e juro). É claro que esta parcela agregada desaparece a medida que a economia volte a aquecer.

É importante esta ressalva, pois analistas como RESENDE (11) manifestam explícita concordância com as teses de Rangel quanto a variação tida como "normal" do preço da terra, porém sequer mencionam a componente especulativa expressa na "4.<sup>a</sup> renda". Do mesmo modo, PINHEIRO (12), embora discorde da tese das flutuações da taxa de lucro como fator de explicação da alta de preços da terra, não deixa claro esta componente (a 4.<sup>a</sup> renda) quando discute a visão de Rangel.

Qual a relação que se manifesta deste processo de elevação do preço da terra com o sistema financeiro para Rangel? A resposta é simples, está justamente no momento (b) quando se se forma a 4.<sup>a</sup> renda e a expectativa de valorização da terra induz

sua compra e venda especulativa, daí o mercado de títulos imobiliários constituir-se como o primeiro mercado de capitais no Brasil.

Ao cumprir esta função, o mercado fundiário inibe o desenvolvimento de um verdadeiro mercado de capitais, capaz de mobilizar os recursos ociosos provenientes do auge cíclico e de transferí-los para os pontos de estrangulamento que se conformaram na economia e exigem novos investimentos para superá-los. Por outro lado ao constituir-se como ativo financeiro, a terra torna-se inatingível para o pequeno produtor, daí a "questão agrária" ser antes de tudo uma "questão financeira".

Em texto mais recente, Rangel admite que no ciclo entre 1968 e 1973 foi criado um aparelho financeiro, fundado no crédito ao consumidor de bens duráveis (financeiras) e financiamento habitacional (S.F.H.); que comandaram a expansão do "milagre". A existência deste sistema financeiro, embora incipientemente desenvolvido, alterou, em parte, o comportamento do preço da terra que "nas presentes condições brasileira, é agudamente sensível às flutuações do mercado mobiliário de valores" (grifos do autor) (13)

Em poucas palavras, embora não esteja explicitamente colocado, Rangel admite que a partir da conformação do setor financeiro, o preço da terra está diretamente vinculado ao comportamento do mercado de haveres não-bancários, e portanto sujeito as especulações entre as alternativas de rentabilidade ora apresentada pelo mercado de papéis mobiliários, ora pelo mercado fundiário.

### 3.2 - Preço da terra e "reserva de valor"

Contra-pondo-se a visão apontada antes, destaca-se a análise de Sayad. Para este autor a terra constitui, no Brasil, a "reserva de valor" por excelência, pois além de dispor dos requisitos de elasticidade de produção e de substituição praticamente nulos tem a vantagem de sua aceitação generalizada pela "tradição rural" do país.

Sendo a terra "reserva de valor", seu preço é determinado exclusivamente pela demanda, já que a oferta de novos terrenos e imóveis representaria uma parcela reduzida dos estoques existentes. Dada as características dos mercados de "reserva de valor" o preço da terra tenderia a se manter em constante elevação, porém as altas pronunciadas revelariam um aumento das expectativas de valorização do ativo "terra", ou seja respondem a um processo puramente especulativo.

Pela concepção de Sayad, a riqueza do setor privado está formada no Brasil pelos investimentos em capital produtivo e em terra, de modo que o *"a demanda de capital produtivo crescerá a uma taxa menor no caso de investimentos especulativos em terras"* (14). Assim os investidores do setor privado comparam taxas de rentabilidades nos dois segmentos e decidem, segundo as expectativas coerentes, em geral deles investir suas "poupanças".

Neste sentido, não há qualquer perspectiva dinâmica no comportamento do "modelo" pois várias medidas de caráter conjuntural, como uma brusca mudança nas relações de troca entre agricultura e indústria ou um corte nos empréstimos hipotecários para a compra de imóveis urbanos; pode alterar as expectati

vas quanto ao comportamento do preço da terra.

Para Sayad, sistema financeiro deveria através da emissão de títulos mobiliários exercer a intermediação entre os "pou-padores" e as unidades deficitárias no setor produtivo, "entretanto questiona se o setor financeiro teria capacidade de concorrer com o mercado de terras na captação das "poupanças" do setor privado, e conclue isto só seria possível através da redução do retorno, liquidez e atratividade dos investimentos imobiliários, o que seria conseguido através da taxaço dos ganhos de capital (15).

Concluindo, Sayad duvida da capacidade do sistema financeiro nacional em fazer frente aos reclamos do desenvolvimento econômico, entretanto restaria uma importante tarefa para os intermediários financeiros, qual seja, a modificação dos hábitos do setor privado, no sentido de inverter a preferência demonstrada pela terra como "reserva de valor".

Resumindo as duas concepções é possível afirmar que:

a) **Quanto ao preço da terra**

- Para Rangel, o preço da terra é determinado pela oferta, que é função do progresso técnico na agricultura e na construção civil, exceto nos momentos de reversão cíclica onde a demanda especulativa por terras pode criar uma 4ª renda, meramente especulativa.
- Para Sayad, o preço da terra é determinado pela demanda, já que ao constituir-se enquanto "reserva de valor" possui elasticidades de produção e substituição ínfimas. As elevações súbitas do preço da terra

devem-se portanto a intensificação dos processos especulativos no mercado fundiário.

**b) Quanto ao sistema financeiro**

- Para Rangel, o sistema financeiro desempenha o papel de transferir recursos ociosos dos setores que se expandiram no auge do ciclo para os pontos de estrangulamento que se manifestam na economia. Nesse sentido, existe uma dupla dinâmica na intermediação financeira: uma inter-temporal, isto é, entre a reversão para baixo e a retomada; e a outra inter-setorial, dos setores com excesso de capacidade ociosa para os pontos de estrangulamento.

- Para Sayad, a intermediação financeira deve permitir, através da multiplicação das relações de crédito-débito a emissão de papéis financeiros capazes de captar as "poupanças" disponíveis no setor privado para a atividade produtiva, evitando que elas se esterilizem nos mercados de "reserva de valor".

**c) Quanto as relações entre o sistema financeiro e o preço da terra no Brasil**

- Para Rangel existe dois momentos históricos distintos: primeiro antes da constituição do sistema financeiro pós-64, quando a 4ª renda, isto é, aquela derivada de processos puramente especulativos ativava o mercado de títulos imobiliários e inibia a captação financeira dos capitais excedentários com o auge cíclico. A segunda refere-se ao momento posterior à constituição de um segmento financeiro, onde

o preço da terra sofre alterações em função das oscilações do mercado de valores mobiliários.

- Sayad é bastante cético quanto ao desempenho da intermediação financeira em uma economia onde a terra detém há muito a preferência como "reserva de valor". A menos que se eleve a taxaço dos ganhos especulativos com terras e outros bens capazes de servir como "reserva de valor", o sistema financeiro literalmente vegetará a sombra do mercado fundiário.

O problema fundamental que se apresenta é o hiato que existe entre estas duas concepções, pois se de um lado Rangel explica porque a terra apresenta rentabilidade positiva durante o ciclo e devido a 4.<sup>a</sup> renda inibe o desenvolvimento do sistema financeiro, apenas faz referência a possibilidade de coexistir um mercado fundiário com um mercado de títulos mobiliários, e neste caso, admite explicitamente que a 4.<sup>a</sup> renda "é agudamente sensível às flutuações do mercado mobiliário de valores", isto é, as expectativas de rentabilidade de toda a espécie de haveres não bancários disponíveis para a valorização de capitais excedentários.

Por outro lado, Sayad trabalha exatamente com estes dois mercados; isto é, o da terra como "reserva de valor" e o financeiro, que poderia transferir as "poupanças" das famílias e empresas superavitárias para o setor produtivo, e mostra a coexistência difícil entre uma escritura de compra e venda e os papéis financeiros na atual conjuntura brasileira. Sua principal conclusão é que os investidores só tenderão a modificar sua escala de preferência se forem alteradas as regras vigentes no

segmento imobiliário buscando a reduzir o nível de juros elevados que vigora no mercado de terras e imóveis, o que só seria possível através da taxaço dos ganhos de capital.

A hipótese que será desenvolvida neste trabalho procura se situar justamente no hiato entre estas duas concepções, hiato que está presente na análise do comportamento do preço da terra vis-a-vis a taxa de juro, que a nosso ver constitui a peça chave para o entendimento da dinâmica atual do mercado fundiário no Brasil.

É evidente que a origem última da valorização do preço da terra é a renda fundiária, entretanto a capitalização da renda impõe uma transformação fundamental que permita a comparação dos rendimentos da propriedade da terra aos da propriedade do capital. Por outro lado, na medida em que não existe um mercado de títulos mobiliários, são as próprias variações do preço da terra que exprimem uma taxa de referência para a valorização do capital, o que é uma das consequências dos atributos de liquidez que possui, ou seja, cumpre o papel de moeda.

Entretanto, isto representa um obstáculo para o desenvolvimento pleno do capitalismo financeiro, e não substitui o ativo financeiro.

A valorização do capital na órbita financeira, é uma exigência do processo de concentração e centralização do capital e o mercado fundiário embora sirva a este papel das fases iniciais de desenvolvimento do capitalismo é absolutamente insuficiente quando este atinge dimensões oligopólicas. Este problema se torna particularmente agudo à medida que economia se torna cada vez mais internacionalizada e as grandes empresas

transnacionais buscam formas financeiras para valorizar o capital investido em cada espaço nacional. Nesta circunstância a propriedade da terra constitue uma alternativa limitada e em alguns casos, arriscada.

Neste sentido, existe, na análise das relações entre o mercado fundiário e a intermediação financeira, uma dimensão histórica subjacente que resulta da própria dinâmica do capitalismo. É justamente isto que nos proporemos a fazer a seguir, tendo como base de periodização as relações entre o preço da terra e a taxa de juro.

#### 4 - PREÇO DA TERRA E INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA NA ECONOMIA

##### AGRO-EXPORTADORA

A agricultura brasileira tem como matriz principal o estabelecimento agro-exportador, montado nos moldes da "plantation" cuja base da exploração agrícola repousa em uma associação entre o capital mercantil e a propriedade de terras e escravos. Ao contrário dos esquemas ricardianos de distribuição do produto social, onde o capitalista assumia a pessoa do arrendatário, envolvido diretamente na produção e pagando uma renda ao proprietário fundiário; o capital mercantil, dominante em boa parte da história da agricultura do Brasil, não estava diretamente presente na esfera produtiva. Suas funções resumiam-se a radiantar capital a juros para iniciar a formação da "plantation" e atuar na comercialização das safras, de onde provinha a maior parcela dos lucros do empreendimento agro-exportador.

##### 4.1 - A terra na economia agro-exportadora

Nos marcos do desenvolvimento capitalista da agricultura brasileira, a figura do arrendatário foi absolutamente secundária. Pois só seria possível ao plantador participar do circuito mercantil agrário se fosse detentor da propriedade de escravos, nas duas primeiras fases, ou de terras. A necessidade de vultuosos investimentos para a formação da "plantation", bem como o controle do capital mercantil sobre os mecanismos de

crédito e comercialização, obrigava a que o plantador se apresentasse enquanto proprietário e que oferecesse a renda de sua propriedade, seja sobre escravos ou sobre terras, enquanto garantia para obter os créditos necessários para montar o estabelecimento agrário-mercantil.

Para tanto, foi necessário contornar um obstáculo fundamental: a oferta abundante de terras em uma economia sem um mercado de trabalho constituído. Isto colocou, desde cedo, a imposição de organizar um mercado de terras capaz de, por um lado obstar o acesso daqueles que buscavam o solo como meio de subsistência, por outro, garantir uma estrutura de posse do domínio que viabilizasse a economia mercantil-exportadora. A primeira forma que assume a solução para este problema é o mercado de escravos, que representava simultaneamente um mercado de trabalho e de terras. Entretanto, com a crise do estatuto escravista a partir da segunda metade do século XIX, os plantadores brasileiros foram obrigados a organizar o mercado de terras, em termos de terra-capital, isto é cujo acesso só seria permitido através de compra e venda, antes que se formasse um mercado especificamente capitalista de força de trabalho (16).

Por outro lado, a ausência do arrendamento não significa que a renda fosse inexistente, pelo contrário, ela estava presente sob a forma capitalizada, ou seja, transformada no preço da terra. Somente a disponibilidade de uma certa quantia de dinheiro, capaz de ser imobilizada em terra-capital, daria acesso ao circuito mercantil exportador, assim o mercado de terras recedeu historicamente o mercado de "rendas"; e a consequência lógica desta afirmativa é que a forma típica que assumiu a renda fundiária no Brasil é o preço da terra, isto é a renda ca

pitalizada.

Isto coloca um novo problema: como se determina a renda capitalizada em uma economia onde não estava manifesta, em sua forma tipicamente capitalista, a renda fundiária?. Do mesmo modo, foge a qualquer possibilidade lógica, a existência de uma taxa de referência para a valorização do capital, como a hipótese de uma taxa de juro "normal". Na verdade, tanto a renda fundiária, como uma hipotética taxa de valorização do capital, estavam expressas na própria renda capitalizada.

Para tentar demonstrar isto, imagine-se uma economia agro-exportadora formada por plantadores, que são os detentores do capital-terra através do qual se apropriam de uma determinada parcela de renda (r). Além dos plantadores, existem comerciantes que detêm o capital-dinheiro, proveniente da intermediação comercial e cuja valorização se dá através de empréstimos aos plantadores e por operações mercantis. Para simplificar, é possível igualar a taxa de juro dos empréstimos (i) ao lucro comercial (m). Os trabalhadores recebem como pagamento o direito de uso de uma parcela de terra para plantar os meios de subsistência e todas as demais necessidades são satisfeitas na fazenda, de modo que os salários são circunscritos a órbita da propriedade fundiária.

Supondo esta economia monocultora e que o preço do mercado ( $P_m$ ) do único bem produzido é formado no exterior, dependendo de fatores ( $z$ ) sobre os quais os fazendeiros e os comerciantes não tem o menor controle, apenas adequando as margens de renda e lucro mercantil às suas variações. Supondo também que os custos de produção são rígidos a qualquer variação dos preços externos temos que :

$$zP_m = cp + r + m$$

Admitindo que o valor total do produto exportado (E) seja igual ao preço de mercado multiplicado pela quantidade exportada (Q) e, embora os plantadores não tenham controle sobre os preços de mercado, procuram adequar a oferta do produto às suas variações, considerando que devido ao tempo de maturação dos cultivos respondem defasados um dado período de tempo (n) às alterações dos preços externos, temos que:

$$Q_{t+n} = f(P_{m_t})$$

Considerando as características da economia agro-exportadora de produtos tropicais, onde a introdução do progresso técnico se fez lentamente e voltado para a melhoria das condições de beneficiamento, os aumentos líquidos significativos na quantidade total embarcadas se deviam basicamente a incorporação de novas terras (T) temos que :

$$\Delta T_{t+n} = f(P_{t_t})$$

Finalizando, qualquer alteração nos preços externos, que poderia resultar na ampliação da massa de renda em poder dos plantadores e do lucro mercantil para os comerciantes é avaliada em função do preço atual da terra, que representa, para um dado momento, a relação cristalizada entre renda/lucro. A conclusão é simples, em uma economia de "plantation", onde os plantadores e comerciantes não detem o controle do processo de formação dos preços de mercado, que são formados no exterior, sua dinâmica interna ou, se quiser utilizar um termo mais ambicioso, sua acumulação manifesta-se no comportamento de seu prin

principal "ativo": a terra. Não apenas terra como meio de produção, mas enquanto terra-capital, que expressa não só a expropriação do sobre-trabalho, mas também o estado da concorrência entre plantadores e comerciantes. (17)

É evidente que o mecanismo cambial exerceu um papel decisivo sobre a dinâmica do setor agro-exportador, entretanto seu comportamento exprime mais seu desempenho vis-a-vis os demais segmentos da economia nacional, do que sua dinâmica interna. Esta estava regulada através da terra, que era um instrumento de sujeição da força de trabalho, através do colonato, de garantia para créditos hipotecários necessários para operar a fazenda, sem falar do poderio político que advinha de sua posse.

#### 4.2 - A gênese da lei da usura

O incipiente sistema financeiro de então operava diretamente ligado à atividade agro-exportadora, e fora das operações mercantis e hipotecárias correntes, restavam apenas operações especulativas nas bolsas de valores, que operando com títulos da dívida pública e ações de uma infinidade de sociedades particulares alimentavam fortes movimentos especulativos. (18)

No caso brasileiro, um típico movimento especulativo desta ordem foi o "enciamento" que marca a crise da plantação escravista do Rio de Janeiro, quando os detentores de capital-dinheiro provenientes do circuito exportador não encontram do mais campo fértil de valorização na fazenda cafeeira com a

falência do estatuto escravista, acorrem para a especulação com títulos mobiliários na bolsa de valores do Rio de Janeiro.<sup>(19)</sup>

Entretanto, a crise da economia cafeeira paulista no final dos anos 20, revelou-se de maneira distinta, primeiro por que a terra em São Paulo, ao contrário do Rio de Janeiro no final do século passado, não era apenas riqueza amealhada pelos proprietários de escravos, mas sim capital. E como tal deveria ser "sucateado" para evitar a queda na relação renda/lucros. Assim a partir do início da década de 1930 uma nova figura aparece em cena no campo brasileiro, a companhia de terras; grandes loteadoras que vendem glebas das velhas fazendas e da zona pioneira aos colonos e sitiantes.<sup>(20)</sup>

Segundo porque a atividade industrial já representava uma alternativa viável de inversão de capitais, fato que é demonstrado pelos "vazamentos" dos lucros que desde o início do século ocorreram do setor agro-exportador para a atividade industrial.<sup>(21)</sup> E no entanto, a partir de 1933 que se inicia uma fase efetiva de industrialização, assentada na substituição de importações, que coloca novos problemas de financiamento para a acumulação industrial.

Por final, é a partir de 1933 que o Estado interfere diretamente no comportamento do sistema de crédito, existente até então, através da Lei da Usura que limitava os lucros hipotecários a 8% a.a., nos financiamentos à agricultura a 6% a.a. e limitava a taxa máxima de juros a 12% a.a. A Lei da Usura foi acompanhada pela abolição da cláusula-ouro, que só tornava válido o contrato firmado em cruzeiros, exceto os de exportação, importação e de financiamento externo.

Ao legislar sobre a taxa de juros e sobre a moeda, o Estado evitava que a crescente descapitalização do plantador em benefício dos comerciantes e banqueiros que tinham adiantado capital-dinheiro sob a forma de empréstimos hipotecários ou com garantia da safra, eliminava a hipótese de especulação com títulos mobiliários de qualquer espécie à que sua valorização estava sujeita a lei.

O papel desempenhado pela Lei da Usura no desenvolvimento da acumulação financeira no Brasil ainda está por merecer análise mais profunda. É reconhecido seu papel restritivo sobre a expansão de um mercado de haveres não-monetários dada a limitação das taxas de juros nominais a níveis inferiores a aceleração inflacionária.

Este papel restritivo parece ter sido de pouca importância quando se analisa a primeira fase da industrialização brasileira, calcada na substituição de importações, já que o investimento era atendido através da acumulação interna e recorria-se ao sistema bancário somente para capital de giro através de empréstimos a curto prazo.

Entretanto, a Lei da Usura repercutiu diretamente sobre o mercado fundiário, pois ao restringir o juro nos títulos mobiliários, o Estado acabou estimulando diretamente as operações de compra e venda de terras e imóveis, dando à escritura caráter de símbolo da riqueza social, e portanto a preferência na escala de liquidez dos investidores.

5 - PREÇO DA TERRA, LEI DA USURA E INDUSTRIALIZAÇÃO

O período que se inicia após 1933 é caracterizado pelo desenvolvimento da atividade industrial, que pode, no caso brasileiro, ser dividido em duas fases distintas: um período onde a substituição de importações constitui a mola mestra que impulsiona a expansão industrial, esta fase se estende até o pós-guerra imediato.

A segunda fase corresponde a uma forte aceleração do investimento na indústria de bens de capital e consumo durável que se estende entre 1956 e 1961 e é seguido por uma estagnação relativa até 1967.

5.1 - Intermediação financeira e Lei da Usura

Embora nestes períodos o crescimento industrial demandasse suporte financeiro de distinta magnitude e qualidade, não houve qualquer alteração profunda entre 1933 e 1964, onde se desenvolveu e consolidou um sistema bancário voltado para o crédito de curto prazo, que supria capital de giro para as empresas; isto é, exceto apenas pela criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) em 1952 com a proposta explícita de banco de investimento estatal.

O limite nos juros ao teto de 12% a/a frente a taxas de inflação que em alguns momentos foram duas vezes maiores, esvaziava os bancos comerciais de depósitos a prazo e os raros títulos financeiros restringiam-se as apólices da dívida pública e ações e debêntures de algumas companhias.

Neste quadro, é possível explicar a valorização da terra pela simples presença de juros negativos, pois bastava que a terra pagasse uma renda positiva, por menor que fosse, para que seu preço se mantivesse em constante aceleração, pois uma economia com taxas crescentes de industrialização e uma demanda acelerada por alimentos pode se esperar que a renda fundiária não fosse só positiva, como também se apresentasse crescente.

Mais do que isto, sem considerar a renda fundiária, o preço da terra também tenderia a se elevar pois sob expectativas inflacionárias, e na ausência de qualquer título financeiro de rentabilidade positiva, pode-se considerar como certo que os investidores buscassem a terra como "reserva de valor", ou seja precavendo-se de perdas futuras em sua riqueza.

Assim não há como discordar de Rangel quando afirma que *"o primeiro mercado de valores a se estruturar no Brasil, nos quadros do processo de industrialização, foi, precisamente o mercado de papéis imobiliários"*. (22) A escritura de compra e venda tinha liquidez certa e valorização garantida diante da aceleração inflacionária, para confirmar isto basta observar a Tabela da página seguinte, que mostra a carteira de aplicações do sistema bancário no Brasil em 1955.

TABELA 1

## APLICAÇÕES DO SISTEMA BANCÁRIO\*

Saldo em 31/XII

1955

| Discriminação                | Em milhões<br>de<br>cruzeiros |               |
|------------------------------|-------------------------------|---------------|
| TÍTULOS MOBILIÁRIOS          | 4.776                         | 42,2          |
| Títulos da dívida pública ** | 2.664                         | 23,5          |
| Ações e debêntures           | 1.150                         | 10,2          |
| Outros                       | 990                           | 8,5           |
| IMÓVEIS N DESTINADOS AO USO  | 6.553                         | 57,8          |
| <b>T O T A L</b>             | <b>11.329</b>                 | <b>100,00</b> |

\* - Inclusive Banco do Brasil e Bancos Estrangeiros.

\*\* - Títulos da dívida pública da União, dos Estados e Município.

FORNE DOS DADOS: Anuário Estatístico do Brasil - 1956 - Rio de Janeiro, IBGE.

Este portfolio pode ser considerado como típico da década de 60 e não se refere ao imobilizado, nem a qualquer instrumento de dívida interbancária, trata-se efetivamente de uma carteira de investimentos, onde assume, preponderância maciça os títulos imobiliários.

5.2 - Preço da terra e a industrialização pós-56

Poderia se argumentar que o ano de 1955 é atípico pois representaria o período imediatamente anterior a retomada do investimento em 1956 e portanto reflete um momento em que a preferência dos investidores estava integralmente voltada para a terra como alternativa de valorização de capital em um momento de baixa conjuntura, mas isto não é verdade pois considerando a retomada em 1956 e o rápido crescimento do produto que se segue seria de esperar que os investidores mudassem sua preferência pelo ativo terra, mas isto não se deu, pelo contrário, a participação dos títulos imobiliários é crescente até 1959.

TABELA 2

PORTFOLIO DE APLICAÇÕES DO ATIVO DO  
SISTEMA BANCÁRIO\*  
Saldo em 31/XII  
1956 a 1960

| ANO  | Imóveis não destinados a uso | Títulos mobiliários |                             |                    |        |
|------|------------------------------|---------------------|-----------------------------|--------------------|--------|
|      |                              | Total               | Títulos da Dívida Pública** | Ações e Debêntures | Outros |
| 1956 | 58,6                         | 41,4                | 21,3                        | 12,2               | 7,9    |
| 1957 | 61,8                         | 38,2                | 17,7                        | 12,8               | 7,7    |
| 1958 | 60,8                         | 39,2                | -                           | -                  | -      |
| 1959 | 62,6                         | 37,4                | 14,3                        | 16,6               | 11,6   |
| 1960 | 55,5                         | 44,5                | 12,6                        | 20,2               | 6,5    |

\* - Inclusive Banco do Brasil e Bancos Estrangeiros.

\*\* - Títulos da Dívida Pública da União, dos Estados e Municípios.

FORNE DOS DADOS BÁSICOS: IBGE - Anuário Estatístico do Brasil, Rio de Janeiro, - Vários anos.

É flagrante que mesmo com a aceleração cíclica a escala de preferência dos investidores não tenha sofrido qualquer alteração significativa, e, ao contrário do que poderia ser esperado, as terras e os imóveis aumentam sua participação relativa no portfolio dos aplicadores. O que na verdade vai ocorrer é que se mantém praticamente constante o volume real de aplicações "financeiras" do sistema bancário declinando sensivelmente em 1956 e a partir de 1958.

TABELA 3

TOTAL DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS DO SISTEMA  
BANCÁRIO \*

- Em milhões de cruzeiros de 1975 -

| Anos | Total de aplicações |
|------|---------------------|
| 1955 | 11.329              |
| 1956 | 10.563              |
| 1957 | 10.201              |
| 1958 | 10.658              |
| 1959 | 9.806               |
| 1960 | 9.531               |

\* Inclusive Banco do Brasil e Bancos estrangeiros.

FONTE DOS DADOS - IBGE - Anuário Estatístico do Brasil, Rio de Janeiro, vários anos.

O simples fato de que se manteve constante ou declinante do volume real de aplicações financeiras do sistema bancário durante todo o ascenso cíclico parece confirmar a hipótese de que o investimento produtivo constituía o principal atrativo para investidores e os bancos somente atualizaram suas carteiras de títulos de acordo com a evolução dos preços.

Por outro lado, o comportamento do preço da terra assume um papel fundamental nesta fase. Tendo como indicador o preço dos terrenos no município de São Paulo é possível constatar que atingiu um ápice no momento em que se inicia a intensificação dos investimentos em 1956, a partir daí é francamente declinante durante todo o ciclo expansivo, o que é consistente com as hipóteses teóricas discutidas anteriormente.

TABELA 4

MÉDIA DOS PREÇOS DOS TERRENOS NO MUNICÍPIO DE SÃO PAULO  
1955/60

- Cr\$ / m<sup>2</sup> - \*

| ANO  | Cr\$/m <sup>2</sup> | Variação % |
|------|---------------------|------------|
| 1955 | 453,54              | -          |
| 1956 | 544,32              | - 20,0     |
| 1957 | 401,01              | - 26,3     |
| 1958 | 393,45              | - 1,9      |
| 1959 | 415,85              | 5,7        |
| 1960 | 397,26              | - 4,7      |

\* Cruzeiros de 1975.

FONTE: Coordenadoria Geral de Planejamento do Município de São Paulo (COGEP).

A Tabela 3 é bastante ilustrativa, principalmente pelo acentuado declínio do preço da terra entre 1956 e 1957, (-26,39%) que pode ser atribuído ao momento efetivo de aceleração do investimento produtivo; por outro lado, em 1959, quando se acentua a aceleração inflacionária a terra apresenta um pico de valorização positiva em seu preço.

Cruzando as observações sobre preço da terra em São Paulo com a distribuição dos investimentos bancários (Tab. 1) observa-se que os aplicadores eram bastante sensíveis a qualquer variação no preço da terra; pois, com ligeira defasagem temporal, a percentagem de imóveis no portfólio dos bancos acompanha a variação de seu ativo principal e, de um modo geral, é possível estender este comportamento a todos os detentores de recursos excedentários, que buscassem valorizá-los sem investir diretamente nas atividades produtivas. (Gráfico 1)

Porcentagem de imóveis nas aplicações do sistema bancário.

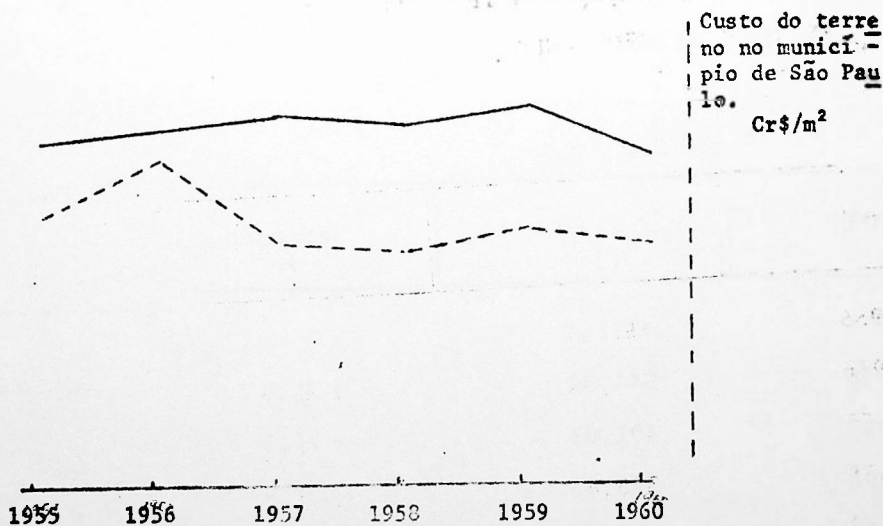


GRÁFICO nº 1

### 5.3 - A Conjuntura 1958 / 64

Após a expansão que marca o final da década dos 50 a economia brasileira apresenta sinais claros de sobre cumulação. A taxa de crescimento do produto real que havia atingido 10,3% em 1961, cai para 5,3% em 1962 e para 1,5% no ano seguinte; demonstrando que a partir de 1962 aprofunda-se a reversão do ciclo.

Neste quadro, o comportamento esperado do preço da terra deveria ser uma tendência a alta, pois os investidores passariam a buscar imobilizar recursos em terrenos e imóveis, seja porque a renda não estaria caindo tão rápido como o lucro (hipótese de Rangel) seja porque a terra constituiria "reserva de valor" (hipótese de Sayad). Entretanto, o preço da terra não se elevou, pelo menos de acordo com o indicador para o município de São Paulo, ao contrário revelou-se em baixa, até 1964.

TABELA 5

#### MÉDIA DOS PREÇOS DOS TERRENOS DO MUNICÍPIO DE S. PAULO

1960 / 1965

- Cr\$ / m<sup>2</sup>

| ANO  | Cr\$ / m <sup>2</sup> * | Δ %    |
|------|-------------------------|--------|
| 1960 | 397,26                  | -      |
| 1962 | 325,99                  | - 17,9 |
| 1964 | 236,54                  | - 27,4 |
| 1966 | 358,39                  | 55,7   |

\* Cruzeiros de 1975.

FONTE: *Coordenadoria Geral de Planejamento do Município de São Paulo (COGEP).*

Considerando a possibilidade de que algum viés distorcesse os dados, foi calculado a título de ilustração o valor médio das transmissões de compra e venda nos tres principais mercados imobiliários urbanos do Brasil, já que não são disponíveis séries estatísticas sobre o preço da terra agrícola no período. Este dado apresenta uma certa defasagem temporal, que manifesta o lapso entre o ato da compra e venda e o seu registro em cartório, entretanto seu comportamento em todo o período confirma a tendência anterior.

TABELA 6

VALOR MÉDIO DAS TRANSCRIÇÕES DE TRANSMISSÃO DE IMÓVEIS  
POR COMPRA E VENDA - S. PAULO, RIO DE JANEIRO e PORTO  
ALEGRE  
1960 - 1967  
Cruzeiros de 1975

| ANO  | VALOR         |        |                |        |               |        |
|------|---------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|
|      | São Paulo     |        | Rio de Janeiro |        | Porto Alegre  |        |
|      | Cr\$ 1.000,00 | Δ %    | Cr\$ 1.000,00  | Δ %    | Cr\$ 1.000,00 | Δ %    |
| 1960 | 28,8          | -      | 35,0           | -      | 44,2          | -      |
| 1961 | 26,3          | -8,6   | 32,5           | -7,1   | 25,8          | - 41,6 |
| 1962 | 23,2          | - 11,8 | 24,5           | - 24,6 | 21,1          | - 18,2 |
| 1963 | 19,1          | - 17,7 | 19,7           | - 19,6 | 21,1          | 0,0    |
| 1964 | 16,3          | - 14,6 | 13,2           | - 33,0 | 13,7          | - 35,1 |
| 1965 | 13,1          | - 16,6 | 14,5           | 9,8    | 12,4          | - 9,4  |
| 1966 | 14,8          | 8,8    | 23,7           | 63,4   | 18,6          | 50,0   |
| 1967 | 42,7          | 188,5  | 46,1           | 94,5   | 50,6          | 172,0  |

FONTE DOS DADOS: IBGE - ANUÁRIO ESTATÍSTICO, 1962, 1964, 1966 e 1968.

Quais os motivos que explicariam tal tendência à queda nos preços reais dos terrenos e imóveis urbanos entre 1962 e 1964? Por que a redução do nível do investimento produtivo não provocou uma "corrida" ao mercado de terras, elevando especulativamente seu preço ?

Uma resposta provém da vigência da Lei do Inquilinato (23), que praticamente congelava os aluguéis imobiliários desde 1950; restringindo a compra de imóveis para alugar. Entretanto, este mecanismo tem um duplo efeito, pois se de um lado reduzia os investimentos em novas construções, de outro elevaria o preço especulativo das já existentes, ou utilizando as palavras de Sayad, o preço da terra enquanto "reserva de valor" que determina o custo de construção, e não o contrário.

Por outro lado, em junho de 1963 foi aprovada uma nova lei que embora mantendo o texto básico do diploma legal de 1950, permitiu o reajustamento dos aluguéis a índices que variavam entre 10% a 200%.

É extremamente curioso observar os indicadores de área licenciada para construção na cidade do Rio de Janeiro, um mercado imobiliário fortemente especulativo, para notar que as licenças para construir atingem seu nível mais baixo após a revogação da Lei do Inquilinato e instituição da correção monetária nos aluguéis pelo regime autoritário pós-64. Por outro lado, o custo da construção imobiliária que reflete mais o preço dos estoques, tem um comportamento contrário, mostrando que com a redução na oferta de novos imóveis observa-se uma elevação nos preços dos estoques já existentes.

TABELA 7  
 ÍNDICES DE ÁREA LICENCIADA PARA CONSTRUÇÃO  
 E DE CUSTOS DA CONSTRUÇÃO CIVIL

Base: 1965/67 = 100

| Ano  | Construções<br>licenciadas | Custo da<br>Construção<br>Civil |
|------|----------------------------|---------------------------------|
| 1959 | 309                        | 5,00                            |
| 1960 | 272                        | 5,87                            |
| 1961 | 279                        | 8,43                            |
| 1962 | 373                        | 12,0                            |
| 1963 | 365                        | 22,6                            |
| 1964 | 402                        | 41,2                            |
| 1965 | 140                        | 69,2                            |
| 1966 | 92,6                       | 95,5                            |
| 1967 | 67,7                       | 135                             |

FONTE: FGV - Conjuntura Econômica, Vol 27,  
 Nº 10, out. 1973.

Outro aspecto que pode ser considerado para explicar esta queda no preço da terra está na especial conjuntura política que marca os anos 62/64, onde no quadro de reformas propostas destaca-se uma profunda modificação da estrutura fundiária. É difícil avaliar qual a influência que exerceria um programa de reforma agrária e urbana redistributiva sobre os investimentos tradicionais no mercado de terra, entretanto não seria anacrônico supor que pela lógica do investidor, as margens de risco da

imobilização em terras se apresentasse crescente durante todo o período.

Entretanto, mesmo considerando todos estes fatores, a crise do mercado fundiário, no início da década de 1960, é uma **crise financeira**. A acumulação de capitais e a oligopolização crescente que resultam do ciclo expansivo 56/61 geraram necessidades de valorização financeira que não podiam ser integralmente satisfeitas nos estreitos limites do mercado fundiário. Neste sentido, era uma imposição que se desenvolvesse uma estrutura de valorização adequada aos novos marcos do capitalismo brasileiro.

## 6 - A REFORMA FINANCEIRA E O PREÇO DA TERRA

A expansão dos investimentos entre 1956/61 colocou sérios problemas financeiros que foram parcialmente resolvidos de forma inflacionária, entretanto já estava presente a necessidade de desenvolver um sistema financeiro capaz de multiplicar as relações débito/crédito através da emissão de títulos de dívida privada. É assim que desde 1958 começa a assumir importância no cenário financeiro as letras de câmbio.

As letras de câmbio emitidas pelas companhias de crédito e financiamento constituíram o primeiro título de dívida privada a circular efetivamente no mercado financeiro nacional. Sua origem está ligada às necessidades de crédito a meio prazo das empresas, que não eram satisfeitas pelo sistema bancário, e seu sucesso no período devia-se ao deságio com que era colocada junto aos investidores nas principais bolsas de valores do País.

O deságio nas letras de câmbio conseguia romper com os limites impostos pela lei da Usura, pois as letras eram negociadas não por seu valor nominal, mas sim, por um preço de mercado inferior que trazia embutido uma certa previsão acerca do comportamento futuro da taxa de inflação.

O volume de letras de câmbio lançado no mercado entre 1958 e 1964 é difícil de ser avaliado, pois o deságio permitiu

o ativo desenvolvimento de um mercado de títulos não-oficializado, isto é, fora do controle das autoridades monetárias, o conhecido "mercado paralelo" cujo volume de transações pode ter atingido cerca de oito a dez vezes o total movimentado de forma oficial pelas financeiras (24).

Entretanto, a despeito do paralelo as aplicações em letras de câmbio vinham se apresentando crescentes desde 1960, sendo que em 1964 o volume total transformado no mercado oficial supera os depósitos a prazo nos bancos comerciais e os títulos da dívida pública, as tradicionais aplicações do mercado financeiro nacional. (Tabela 8)

TABELA 8

## EVOLUÇÃO DE ALGUNS ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL

- Em milhões de cruzeiros de 1975 -

| Ano  | Depósitos a prazo | Letras de câmbio | Títulos da dívida pública |
|------|-------------------|------------------|---------------------------|
| 1960 | 2 976,5           | 559,2            | 1 010,2                   |
| 1963 | 1 836,3           | 1 656,0          | 256,0                     |
| 1964 | 1 618,9           | 2 668,4          | 844,0                     |

FONTE: CONTADOR, C. - *Oferta de moeda e desenvolvimento financeiro; Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p. 210.

Mesmo considerando que a percentagem dos ativos financeiros não monetários fosse irrelevante quando considerada em relação a moeda em circulação e os depósitos a vista ( $M_1$ ),

é importante ressaltar o crescimento real das letras de câmbio enquanto título mobiliário no início da década de 1960.

Outro indício de que os investidores estariam buscando diversificar suas aplicações no momento da reversão cíclica pode ser buscado no "boom" das bolsas de valores em 1962, quando as ações de companhia selecionadas, as "blue-chips" nacionais apresentaram rentabilidade positiva e foram objeto de intensa procura pelos detentores de recursos excedentários (25).

Estes fatores combinados com os lançamentos de Letras do Tesouro, como parte dos programas de estabilização de Quadros em 61 e de Goulart em 63, fizeram com que a estrutura de aplicações financeiras dos bancos desse sinais de que estava se alterando, com um significativo crescimento dos títulos mobiliários (26). (Tabela 9)

TABELA 9

APLICAÇÕES FINANCEIRAS DO SISTEMA BANCÁRIO  
1961 a 1967

| ANO  | Imóveis | Títulos mobiliários |                           |                    |        |
|------|---------|---------------------|---------------------------|--------------------|--------|
|      |         | Total               | Títulos da Dívida Pública | Ações e Debêntures | Outros |
| 1964 | 41,8    | 58,2                | 10,6                      | 29,0               | 18,1   |
| 1965 | 40,0    | 60,0                | 20,9                      | 26,0               | 13,1   |
| 1966 | 34,4    | 65,6                | 35,5                      | 20,7               | 9,4    |
| 1967 | 23,3    | 76,7                | 53,8                      | 14,5               | 8,2    |

\* Inclusive Banco do Brasil.

\*\* Títulos da Dívida Pública da União, dos Estados e Municípios e Letras do Banco do Brasil.

FONTE: IBGE - Anuário Estatístico do Brasil: 1964, 1966 e 1968. Rio de Janeiro, IBGE.

### 6.1 - O golpe de 1964 e a instituição da correção monetária

O período entre 1964 e 1967 é marcado por sensíveis transformações no sistema financeiro e no mercado fundiário. Imediatamente após o movimento golpista em março de 1964 são promulgados uma série de leis e decretos-leis<sup>(27)</sup> que instituem a correção monetária, tanto no mercado de títulos mobiliários com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) (Lei nº 4 357 de julho de 1964) títulos da dívida pública que além da correção rendiam juros de seis a 8% a.a. e com um prazo de resgate não inferior a três anos, bem como no setor imobiliário urbano, com a aplicação da correção monetária aos contratos de compra e venda de residências com menos de 180 dias de "habite-se" (Lei 4 380, de agosto de 64), e aos aluguéis imobiliários urbanos.

Estas medidas foram acompanhadas pela criação do Banco Nacional de Habitação e das sociedades de crédito imobiliário, com direito a emissão das letras imobiliárias expressas nominalmente em Unidade Padrão de Capital do BNH, reajustáveis de acordo com as variações do salário mínimo, isto é, corrigidas em termos monetários e juros máximos de 8% a.a. e com prazo de resgate não inferior a dois anos.

Na "imaginação reformista" estava manifesta a idéia de que seria necessário renumerar com juros positivos ao possuidor de recursos excedentários, para que este viesse a orientar suas "poupanças" para aplicações com garantia do Estado e com prazo de maturação relativamente longo.

Em 1965 com a lei do mercado de capitais (Lei 4 728, de julho de 1965) a correção monetária foi estendida a uma longa série de títulos mobiliários como letras de câmbio, debêntures e depósitos a prazo, reduzindo o prazo das aplicações com correção monetária para um período não inferior a um ano.

Entretanto, apesar dos esforços das autoridades monetárias em generalizar a correção monetária pós-fixada para a maioria dos títulos mobiliários, isto não foi alcançado pois as letras de câmbio e os depósitos a prazo nos bancos comerciais permaneceram utilizando o deságio, uma taxa de desconto pré-estabelecida de acordo com as expectativas de inflação.

Deste modo, no mercado financeiro brasileiro coexistem dois segmentos distintos: um deles fundado na emissão de ORTNS e nas operações do BNH que trabalha com correção monetária pós-fixada mais juros e um segmento que opera com correção monetária pré-fixada, através do deságio (23).

Por outro lado, o Sistema Financeiro da Habitação, operando com fundos provenientes das letras imobiliárias não revelou-se um grande estimulador da indústria da construção civil nos dois primeiros anos de sua fundação. A partir de 1966 com a criação de um fundo compulsório sobre salários (FGTS) sob gestão do BNH e com a introdução em 1967 das cadernetas de poupança, como instrumento de captação de recursos para o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), remunerando o depositante com juros anuais de 6% além da correção monetária; o SFH passa a dispor de um volume de recursos capaz de acelerar o crescimento da construção civil no Brasil.

Pode-se juntar a estas modificações no SFH, a introdução em 1966 das cédulas hipotecárias, peça chave para a criação do promotor imobiliário urbano, pois, com suporte do BNH, foi instituído um mercado secundário de hipotecas, a que o BNH recompra estas cédulas como o sistema bancário redesconta uma duplicata.

Deste modo, as vésperas da expansão do "milagre", o SFH já havia desenvolvido as linhas mestras de seu sistema operacional e os resultados de sua ação estiveram manifestos na extraordinária expansão do setor de construção civil entre 1968 e 1972, que praticamente dobrou a área licenciada para construção nas principais capitais brasileiras.

#### 6.2 - O BNH e o preço da terra urbana

O Sistema Financeiro da Habitação articula de forma explícita os instrumentos de captação com os empréstimos ou seja ao atuar no mercado imobiliário, o BNH e o SBPE captam recursos de forma compulsória (FGTS) ou voluntária (Cadernetas de Poupança e Letras Imobiliárias) que são remuneradas com juros (5 a 8% a.a.) mais correção monetária e os aplica na compra e venda ou no financiamento da construção de habitações, onde vigam da mesma maneira contratos com correção monetária (UPC) mais juros de até 10% a.a., com prazos que podem atingir até vinte e cinco anos para casas populares.

Para evitar qualquer interrupção no fluxo captação/empréstimo o SFH desenvolveu um complexo sistema de seguros, que distribue o custo da inadimplência sobre o conjunto dos mutuários,

bem como fundos financeiros específicos para evitar possíveis variações na relação depósitos/empréstimos. Este sistema de seguros é uma das peças chaves para a manutenção do sistema financeiro relativamente estanque às flutuações da economia.

A atuação do Sistema Financeiro da Habitação tem sido objeto de diversas críticas, cabe entretanto questionar quais seus efeitos sobre o preço da terra e dos imóveis urbanos no Brasil? Pela observação da tabela é fácil constatar que a partir de 1966 o preço dos terrenos urbanos é crescente e sempre sua valorização esteve acima da inflação, apenas em 1978 é que o mercado imobiliário deu sinais de que estaria invertendo a tendência anterior.

O SFH atua com uma garantia fundamental: o imóvel financiado, ou seja desenvolveu-se uma estrutura de hipotecas em que o total da dívida do mutuário com o agente financeiro está lastreada no imóvel-objeto do financiamento, e como as dívidas são corrigidas anualmente de acordo com as variações na taxa de inflação e sobre o total corrigido ainda incidem juros é fundamental para a liquidez do S.F.H. que a valorização dos imóveis acompanhe as dívidas contraídas pelos mutuários, caso contrário a inadimplência é um prêmio para o tomador do empréstimo que veria sua dívida crescer muito mais rapidamente do que o bem que a dá garantia.

Devido a isto não é de estranhar que os investimentos do sistema de poupança e empréstimo, que são resultantes da captação voluntária tenham operado com habitações de padrão médio para alto, pois é justamente nesta faixa que a valorização dos imóveis é mais intensa.

TABELA 10

MÉDIA DOS PREÇOS DOS TERRENOS  
DO MUNICÍPIO DE SÃO PAULO  
1966/1978

| Ano  | Cr\$/m <sup>2</sup> * |
|------|-----------------------|
| 1966 | 368,39                |
| 1968 | 391,61                |
| 1970 | 655,54                |
| 1972 | 800,22                |
| 1974 | 866,14                |
| 1976 | 983,15                |
| 1978 | 813,38                |

\* Cruzeiros de 1975.

FONTE: Coordenadoria Geral de Planejamento do Município de São Paulo (COGEP).

Assim, no auge do "milagre", isto é, em 1972, da 121.000 unidades habitacionais financiadas pelo S.F.H., 67 00 estavam na faixa de média e alta renda com empréstimos do SBPE enquanto apenas 39 000 habitações situavam-se na área de interesse social e os restantes 15 000 são do programa de financiamento à aquisição de material de construção (RECON), isto uma linha de crédito destinada principalmente às empresas construtoras.

Por outro lado, há fortes evidências de que o sistema financeiro da habitação exerce influência decisiva sobre o comportamento da terra urbana, para avaliar esta influência considerou-se como indicador do desempenho do SFH, o valor médio das operações de financiamento a habitação do SBPE no período entre 1968 e 1978, estes financiamentos atingem o segmento mais especulativo do mercado imobiliário, isto é, as habitações de médio e alto padrão.

TABELA 11

## VALOR MÉDIO DOS FINANCIAMENTOS DO SBPE

1968 / 1978

| ANO  | Nº de habitações x 1000 | Valor total das operações (x Cr\$ ..... 1.000.000,00 de 1975) | Valor médio unitário (x Cr\$ 1.000,00 de 1975) |
|------|-------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 1968 | 47                      | 6.384                                                         | 135,8                                          |
| 1970 | 72                      | 12.753                                                        | 177,1                                          |
| 1972 | 67                      | 28.332                                                        | 422,8                                          |
| 1974 | 60                      | 31.145                                                        | 619,1                                          |
| 1976 | 109                     | 32.704                                                        | 300,0                                          |
| 1978 | 56                      | 20.016                                                        | 357,4                                          |

FONTE: BNH. Relatórios anuais - vários anos.

Observa-se que durante os anos do "milagre" o valor médio dos financiamentos foi ascendente atingindo um pico em 1974, quando o mercado imobiliário estava bastante aquecido; a partir daí há uma queda brusca que reduz o valor real dos financiamentos à metade marcando um brusco corte na atividade imobiliária urbana. Os efeitos destas medidas são percebidas de modo intenso, porém defasado pelo mercado imobiliário, que em 1978 apresenta sinais de retração.

TABELA 12

Números Índices

VALOR MÉDIO DOS FINANCIAMENTOS DO SBPE E PREÇO  
DOS TERRENOS NO MUNICÍPIO DE SÃO PAULO

Base 1968 = 100

| Ano  | Valor médio dos financiamentos do SBPE | Preço da terra urbana Mun. de S.Paulo |
|------|----------------------------------------|---------------------------------------|
| 1968 | 100                                    | 100                                   |
| 1970 | 130                                    | 167                                   |
| 1972 | 311                                    | 204                                   |
| 1974 | 456                                    | 221                                   |
| 1976 | 221                                    | 251                                   |
| 1978 | 263                                    | 208                                   |

FONTE: Calculados segundo os dados das tabelas de nºs. 9 e 10.

O gráfico 2 a seguir ilustra melhor este comportamento, e embora as informações sejam insatisfatórias, algumas evi-

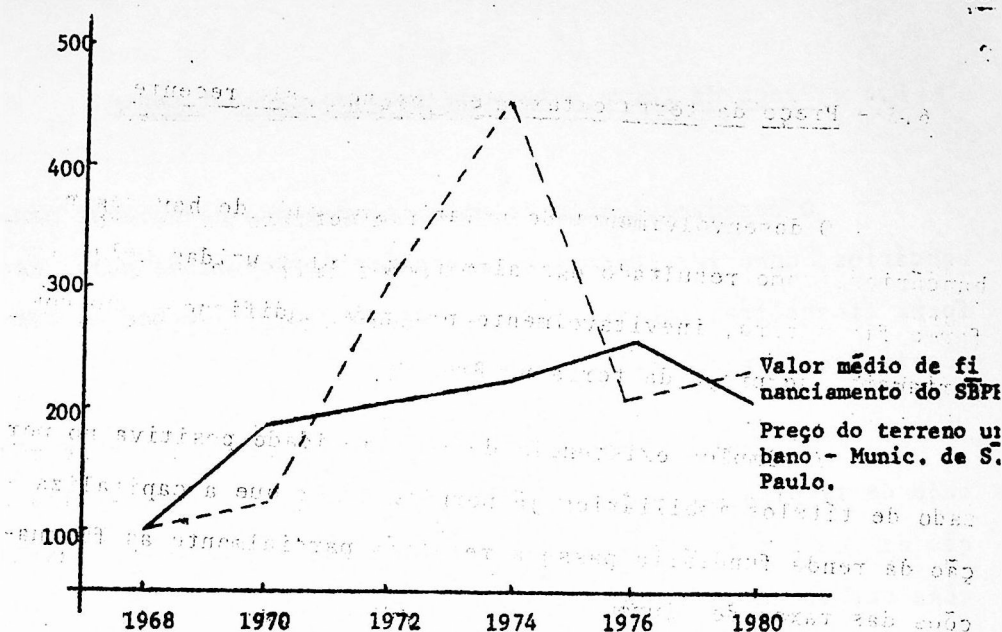


Gráfico 2

dências tendem a demonstrar que a atuação do BNH e seus agentes financeiros influenciam diretamente o mercado imobiliário urbano através de um conjunto de medidas de política econômica internas ao S.F.H.

Dentre estas decisões de política interna merece especial destaque a resolução da diretoria do BNH Nº 01/76, que instituiu a compra antecipada de terras destinadas a construção de núcleos habitacionais, ou seja esboçou-se a criação de um "banco de terras" que desde a sua instituição até 1980 já financiou a aquisição de mais de 126,4 milhões de m<sup>2</sup> nas principais cidades brasileiras, o equivalente a 1/10 da área do município de São Paulo. Os efeitos da compra antecipada ainda são de difícil avaliação, entretanto, a afirmação deste mecanismo, sob o aval do BNH, lança as bases institucionais de um "mercado futuro" no setor imobiliário, cujo resultado sob o preço da terra urbana é hoje, uma incógnita.

### 6.3 - Preço da terra e taxa de juro no ciclo recente

O desenvolvimento de um ativo mercado de haveres não-bancários, como resultado das alterações introduzidas pela reforma financeira, inevitavelmente produziu modificações no comportamento do preço da terra no Brasil.

A simples existência de rentabilidade positiva no mercado de títulos mobiliários já permite supor que a capitalização da renda fundiária passe a refletir parcialmente as flutuações das taxas de juro.

Para testar esta hipótese calculou-se a rentabilidade nominal do preço da terra agrícola vis a vis aquela apresentada pelas letras de câmbio das financeiras e pela UPC do BNH. A tabela 12, abaixo, mostra estas rentabilidades.

TABELA 13

#### PREÇO DA TERRA E DE ALGUNS TÍTULOS FINANCEIROS

a.a.

| Ano  | Letras de câmbio | UPC  | Preço da terra agrícola |
|------|------------------|------|-------------------------|
| 1967 | 30,8             | 26,7 | 19,9                    |
| 1968 | 29,7             | 23,7 | 12,2                    |
| 1969 | 28,2             | 17,8 | 18,8                    |
| 1970 | 28,8             | 19,3 | 25,4                    |
| 1971 | 28,0             | 23,1 | 26,8                    |
| 1972 | 24,2             | 17,6 | 38,4                    |
| 1973 | 22,0             | 12,9 | 95,0                    |
| 1974 | 27,0             | 30,8 | 76,9                    |
| 1975 | 26,5             | 23,4 | 50,6                    |
| 1976 | 38,2             | 33,9 | 41,8                    |

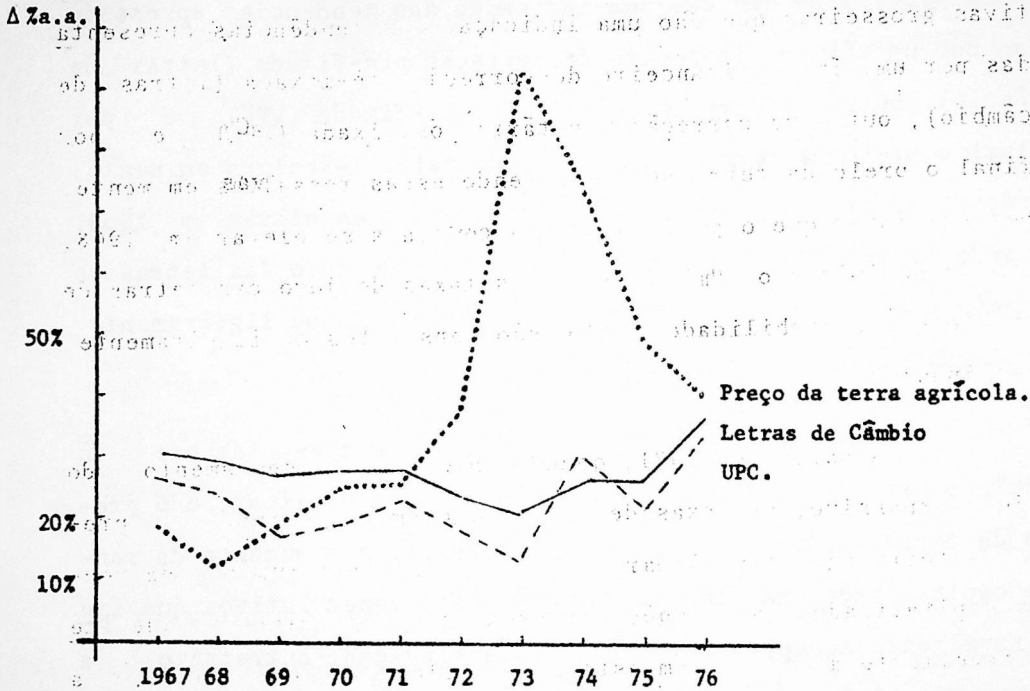
FONTE DOS DADOS: Vide Anexo 1.

É evidente que estas rentabilidades são apenas estimativas grosseiras que dão uma indicação das tendências apresenta das por um título financeiro de correção pré-fixada (letras de câmbio), outro de correção monetária pós-fixada (UPC) e por final o preço da terra agrícola tendo estas ressalvas em mente, pode-se notar que o preço da terra começa a se elevar em 1968, quando se inicia o "milagre" e as taxas de juro das letras de câmbio e a rentabilidade da UPC são constantes ou ligeiramente declinantes.

A partir de 1971, quando inicia-se o esgotamento do ciclo expansivo, as taxas de juros começam a declinar, e o preço da terra agrícola dispara movido não só pelo aumento da renda capitalizada, mas também por processos especulativos que inevitavelmente acompanharam esta súbita elevação, entretanto, a partir de 1973, quando voltam a se elevar as taxas de juro, a rentabilidade anual da terra é declinante.

O gráfico nº 3 ilustra este movimento no ciclo recente, e demonstra como o preço da terra foi sensível às variações na taxa de juros.

A conclusão que pode-se retirar desta análise é de que, a partir do desenvolvimento de um sistema financeiro capaz de valorizar de modo fictício as massas de capital, o preço da terra agrícola reflete de modo inverso às variações da taxa de juro, o que inevitavelmente permite com que se especule em dois mercados distintos: o de títulos mobiliários e o fundiário.



## 7 - CONCLUSÃO

O período posterior a 1976 vai mostrar uma sucessão de surtos especulativos ora no mercado de títulos mobiliários, entre 1977 e 78, ora no mercado fundiário, entre 1979 e 80, o que tende a comprovar que a economia brasileira desenvolveu dois segmentos relativamente independentes, porém interligados que permitem a "migração" de capitais em busca de valorização fictícia.

Entretanto, a medida que se aprofunda o processo recessivo, vai se mostrando flagrante que a crise se estende tanto ao mercado fundiário, como ao financeiro, já que a liquidez de ambos é antes de tudo financeira e dependem diretamente dos instrumentos de política econômica do Estado, seja através do Sistema Financeiro da Habitação, seja através do controle da Dívida Pública.

No entanto, o leque de manobras está cada vez mais estreito, pois através de expedientes conjunturais, as autoridades governamentais vêm sucessivamente contribuindo para amarrar o mercado fundiário ao financeiro. Dentre estas medidas pode-se destacar a colocação quase compulsória de ORTNs junto ao BNH, o que praticamente significa transferir recursos do SFH para o Tesouro Nacional ou a autorização do Conselho Monetário

Nacional para a Caixa Econômica Federal emitir Letras Imobiliárias para subsidiar as exportações.

Neste quadro, uma crise mais séria de liquidez em qualquer um destes dois mercados pode se propagar como uma avlanche, que dificilmente os malabarismos da atual política econômica conseguirão conter.

## NOTAS:

- (1) SILVA, Sérgio - A capitalização da Renda da Terra e a Especulação. Jornal do Engenheiro Agrônomo, S.P., AEA, julho/1978.
- (2) Sobre esta formulação ver o capítulo XLVI do livro III do Capital - Marx Karl. O Capital, México, Fundo de Cultura Econômica, 1978, 12.<sup>a</sup> reimpressão.
- (3) Ver KEYNES, J. M. - Teoria geral do Emprego do Juro e do Dinheiro - R.J., Fundo de Cultura, 2.<sup>a</sup> Edição, 1970, pp. 230 a 233.
- (4) KEYNES, opus cit., p. 232.
- (5) PINHEIRO, F. A. - A Renda e o Preço da Terra. Uma contribuição à análise da Questão Agrária Brasileira - Tese de Livre Docência apresentada à E.S.A. "Luiz de Queiroz", Piracicaba, setembro 1980, pp. xii e xiii.
- (6) REZENDE, Gervásio C. - Crédito Rural. Subsidiado e Preço da Terra no Brasil. Brasília, IPEA-INPES, outubro 1981, mimeo., p. 49.
- (7) Ver RANGEL, I. Questão Agrária e Agricultura - Encontros com a Civilização Brasileira, Nº 7, janeiro, 1975 - como também a síndrome da Reunião Brasileira. Encontros com a Civilização Brasileira Nº 16, outubro/1979.

- (8) SAYAD, J. - Preço da Terra e Mercados Financeiros - Pesquisa e Planejamento Econômico. Volume 7, nº 3 e Especulação Financeira, Crédito subsidiado e preço da Terra - Reforma Agrária, ano X, nº 04 e 05, 1980.
- (9) Ver RANGEL, I - Questão Agrária ... opus cit. p. 190.
- (10) Ver RANGEL, I - Síndrome da Recessão Brasileira - Opus cit., pp. 46-47.
- (11) REZENDE, G. - opus cit., pp. 30 a 34.
- (12) PINHEIRO, F. A. opus cit., pp. 152 a 153.
- (13) RANGEL, I - Posfácio à Inflação Brasileira; A Inflação Brasileira, S.P., Brasiliense, 4.<sup>a</sup> edição, 1981, pp. 129 a 150.
- (14) SAYAD, J.-Preço da Terra ..., opus cit., p. 627.
- (15) SAYAD, J.- Preço da Terra ..., opus cit., pp. 657-658.
- (16) Ver COSTA, E. Vidti - Política de Terras no Brasil e nos Estados Unidos; Da Monarquia à República: Momentos Decisivos - S.P., Grigalbo, 1977, pp. 127 a 148.
- (17) DENNIS, Pierre - Le Brésil au XX<sup>e</sup> siècle, Paris, Librairie Armand Colin, 1911, p. 161 e MOMBÉIG, Pierre - Pionniers et Planteurs de São Paulo - Paris, Librairie Armand Colin, 1952, p. 128.
- (18) CEPAL, O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina in Serra, J. (Org.) - América Latina Ensaio de Interpretação Econômica, R.J., Paz e Terra, 1966. pp. 108-149.

- (19) TANNURI, L. A. - O Encilhamento, S.P. Hucitec, 1981.
- (20) MOMBEIG, opus cit., pp. 131-135.
- (21) CANO, W. Raízes da Concentração Industrial em São Paulo. S.P., Difel, 1977, p. 123.
- (22) RANGEL, I. - A Questão Agrária ..., opus cit., p. 190.
- (23) CÂMARA DE DEPUTADOS - Inquilinato. (Lei nº 4 240, de 28-06-1963). Brasília, 1964.
- (24) Ver EPEA-MINIPLAN; Situação Monetária; Creditícia e do Mercado de Capitais. Diagnóstico Preliminar, Brasília, Maio/1966, p. 136.
- (25) LEVY, Maria B. - História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p. 606.
- (26) Em 1961 e 1963 a maior parcela dos Títulos de Dívida Pública em poder dos bancos eram Letras do Tesouro Nacional, de resgate a curto prazo.
- (27) Ver CHANCEL, J. et. alii. - Correção Monetária, Rio de Janeiro, APEC, 1974, pp. 109-117.
- (28) SILVA, A. M. - Intermediação Financeira no Brasil. S. Paulo, FIPE, 1980. p. 31 e seguintes.

## A N E X O S

## ANEXO 1

## TABELA 14

## LETRAS DE CÂMBIO

TAXA DE JURO PARA O TOMADOR DE LETRAS  
DE CÂMBIO DE 360 DIAS

| Ano  | i a.m.* | i a.a.** |
|------|---------|----------|
| 1967 | 2,26    | 30,8     |
| 1968 | 2,19    | 29,7     |
| 1969 | 2,09    | 28,2     |
| 1970 | 2,13    | 28,8     |
| 1971 | 2,08    | 28,0     |
| 1972 | 1,82    | 24,2     |
| 1973 | 1,67    | 22,0     |
| 1974 | 2,01    | 27,0     |
| 1975 | 1,98    | 26,5     |
| 1976 | 2,73    | 38,2     |
| 1977 | 2,93    | 41,4     |
| 1978 | 3,04    | 43,2     |
| 1979 | 3,34    | 48,5     |
| 1980 | 3,74    | 55,4     |

\* Média mensal da taxa de juro composto.

\*\* Média obtida através da fórmula  $i_{a.a.} = [(1 + i_{a.m.})^{12} - 1] \times 100$ .

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil, julho/1981.

## ANEXO 2

TABELA 15

UNIDADE PADRÃO DE CAPITAL  
(UPC)

| Ano  | 1º Trimestre<br>(Cr\$) | 4º Trimestre<br>(Cr\$) | Varição<br>anual * |
|------|------------------------|------------------------|--------------------|
| 1965 | -                      | 15,90                  | -                  |
| 1966 | 16,60                  | 21,61                  | 35,9               |
| 1967 | 23,23                  | 27,38                  | 26,7               |
| 1968 | 28,48                  | 33,88                  | 23,7               |
| 1969 | 35,62                  | 39,92                  | 17,8               |
| 1970 | 42,35                  | 47,61                  | 19,3               |
| 1971 | 50,51                  | 58,61                  | 23,1               |
| 1972 | 61,52                  | 68,95                  | 17,6               |
| 1973 | 70,87                  | 77,87                  | 12,9               |
| 1974 | 80,62                  | 101,90                 | 30,8               |
| 1975 | 106,76                 | 125,70                 | 23,4               |
| 1976 | 133,34                 | 168,33                 | 33,9               |
| 1977 | 183,27                 | 227,15                 | 34,9               |
| 1978 | 238,32                 | 303,29                 | 33,5               |
| 1979 | 326,82                 | 428,80                 | 41,4               |
| 1980 | 487,83                 | 663,56                 | 54,7               |

\* Considerando que a variação da UPC é trimestral e incide sobre o saldo mínimo do trimestre anterior de modo acumulado, calculou-se a variação anual segundo a seguinte fórmula:

$$V_a = \frac{\text{UPC do IV trimestre do ano}}{\text{UPC do IV trimestre do ano anterior}} - 1$$

FONTE: Indicadores Econômicos e de Custos da Construção Habitacional, Rio de Janeiro, BNH - (vários anos).

TABELA 16  
BRASIL

PREÇO DE VENDAS DE TERRAS AGRÍCOLAS  
MÉDIAS ANUAIS  
Cr\$/ha

| Ano  | Lavouras  | Campos   | Pastagens | Matas    | Média Geral | A    |
|------|-----------|----------|-----------|----------|-------------|------|
| 1966 | 260,14    | 92,28    | 206,46    | 180,66   | 184,88      | -    |
| 1967 | 318,00    | 110,48   | 242,29    | 216,28   | 221,76      | 19,9 |
| 1968 | 345,32    | 123,70   | 280,29    | 246,63   | 248,87      | 12,2 |
| 1969 | 414,62    | 155,98   | 308,09    | 303,66   | 295,59      | 18,8 |
| 1970 | 534,40    | 193,75   | 372,90    | 381,82   | 370,72      | 25,4 |
| 1971 | 670,30    | 251,40   | 478,04    | 481,02   | 470,19      | 26,8 |
| 1972 | 973,84    | 338,83   | 669,70    | 620,73   | 650,72      | 38,4 |
| 1973 | 1.939,66  | 735,32   | 1.220,72  | 1.180,78 | 1.269,12    | 95,0 |
| 1974 | 3.245,18  | 1.380,79 | 2.288,10  | 2.064,48 | 2.244,64    | 76,9 |
| 1975 | 4.956,92  | 2.080,18 | 3.424,20  | 3.057,43 | 3.379,68    | 50,6 |
| 1976 | 7.084,42  | 2.904,60 | 4.734,98  | 4.451,04 | 4.793,76    | 41,8 |
| 1977 | 10.364,30 | 4.155,82 | 6.311,16  | 6.542,33 | 6.843,40    | 42,7 |

FGV - Agropecuária - Preços médios e índices de: arrendamento, venda de terras, salários de 1966 a 1978. Rio de Janeiro, Centro de Estudos Agrícolas, IBRE, Fev./1979.

TEXTOS PUBLICADOS;

1. Mauro Guilherme Pinheiro Koury, Rastros de Tragédia, agosto 1983