



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CTC - CENTRO TECNOLÓGICO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE TRANSPORTES E
GESTÃO TERRITORIAL

LUIZ FERNANDO PALIN DROUBI

O Mercado Imobiliário e a Economia: Qualificação

Florianópolis
2020

LUIZ FERNANDO PALIN DROUBI

O Mercado Imobiliário e a Economia: Qualificação

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação
em Engenharia de Transportes e Gestão Territorial da Uni-
versidade Federal de Santa Catarina para a obten-
ção do título de Mestre em Engenharia de Transpor-
tes e Gestão Territorial.

Orientador: Norberto Hochheim

Florianópolis
2020

Ficha de identificação da obra

A ficha de identificação é elaborada pelo próprio autor.

Orientações em:

<http://portalbu.ufsc.br/ficha>

LUIZ FERNANDO PALIN DROUBI

O Mercado Imobiliário e a Economia: Qualificação

O presente trabalho em nível de mestrado foi avaliado e aprovado por banca
examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Everton da Silva, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

Prof. Examinador 2, Dr.
Fédération Internationale des Géomètres - FIG

Certificamos que esta é a **versão original e final** do trabalho de conclusão que foi
julgado adequado para obtenção do título de Mestre em Engenharia de Transportes e
Gestão Territorial.

Ana Maria Bencciveni Franzoni
Coordenação do Programa de
Pós-Graduação

Norberto Hochheim
Orientador

Florianópolis, 2020.

À Bibi.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer sinceramente a todos os que colaboraram à execução deste trabalho.

Aos colegas da UFSC.

Aos professores do PPGTG.

Em especial ao meu orientador, pela paciência.

E a minha querida esposa pela compreensão.

“Eppur si muove!”
(Galileu Galilei, 1633)

RESUMO

No resumo são ressaltados o objetivo da pesquisa, o método utilizado, as discussões e os resultados com destaque apenas para os pontos principais. O resumo deve ser significativo, composto de uma sequência de frases concisas, afirmativas, e não de uma enumeração de tópicos. Não deve conter citações. Deve usar o verbo na voz ativa e na terceira pessoa do singular. O texto do resumo deve ser digitado, em um único bloco, sem espaço de parágrafo. O espaçamento entre linhas é simples e o tamanho da fonte é 12. Abaixo do resumo, informar as palavras-chave (palavras ou expressões significativas retiradas do texto) ou, termos retirados de thesaurus da área. Deve conter de 150 a 500 palavras. O resumo é elaborado de acordo com a NBR 6028.

Palavras-chave: Mercado Imobiliário. Macroeconomia. Microeconomia.

ABSTRACT

Resumo traduzido para outros idiomas, neste caso, inglês. Segue o formato do resumo feito na língua vernácula. As palavras-chave traduzidas, versão em língua estrangeira, são colocadas abaixo do texto precedidas pela expressão “Keywords”, separadas por ponto.

Keywords: Real Estate. Macroeconomics. Microeconomics.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – População Urbana - Brasil vs. Mundo.	22
Figura 2 – População Urbana - Nos diferentes Continentes.	22
Figura 3 – População Urbana - Brasil vs. AL.	23
Figura 4 – População Urbana - Brasil vs. Países Desenvolvidos.	24
Figura 5 – População Urbana - Brasil vs. BRICS.	24
Figura 6 – Interconexão dos preços dos imóveis em diversos países.	34
Figura 7 – O impacto das variáveis macroeconômicas no preço dos imóveis residenciais.	41
Figura 8 – Home Price Index, de Case e Shiller, em termos nominais.	42
Figura 9 – Home Price Index, de Case e Shiller, em termos reais.	43
Figura 10 – HPI, em termos reais, desde 1890.	43
Figura 11 – Taxas dos <i>treasuries bonds</i> desde janeiro/1990.	45
Figura 12 – Taxas diárias dos <i>treasuries bonds</i> desde janeiro/1990.	45
Figura 13 – Taxas mensais dos <i>treasuries bonds</i> desde abril/1953.	46
Figura 14 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros. . .	50
Figura 15 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros. . .	56
Figura 16 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros. . .	57
Figura 17 – Eficiência Marginal do Capital e Investimento.	66
Figura 18 – A nova função Investimento.	67

LISTA DE QUADROS

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – População Urbana (%).	21
Tabela 2 – Valor justo de um imóvel em função do valor do aluguel.	51
Tabela 3 – Preços e taxas de referência dos títulos públicos	55

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Bacen	Banco Central do Brasil
FED	Federal Reserve Bank
FRED	Federal Reserve Economic Data

LISTA DE SÍMBOLOS

R_e Taxa mínima de atratividade

R_f Taxa livre de risco

R_m Taxa de risco do mercado

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	O CONCEITO DE TERRA E A IMPORTÂNCIA DO TERRITÓRIO	17
1.2	O MERCADO IMOBILIÁRIO	17
1.3	OBJETIVOS	17
1.3.1	Objetivo Geral	17
1.3.2	Objetivos Específicos	18
1.4	JUSTIFICATIVA	18
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	18
2	ASPECTOS HISTÓRICOS	19
2.1	A QUESTÃO AGRÁRIA	26
2.1.1	Feudalismo	26
2.1.1.1	O feudalismo no Brasil	26
2.1.2	A crise do feudalismo	28
2.1.3	A crise do feudalismo no Brasil	29
2.1.3.1	O Complexo Rural	29
2.1.3.2	Condições e Métodos de abertura do Complexo Rural	29
2.1.4	Êxodo rural e industrialização	30
2.1.4.1	O êxodo rural como obstáculo ao desenvolvimento	31
2.1.5	Reforma agrária	32
2.2	CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA VALORIZAÇÃO DA TERRA NO BRASIL	32
2.2.1	A tendência à elevação de preços nos períodos de recessão econômica	32
2.3	PRESSUPOSTOS DA ANÁLISE DE RANGEL	33
2.4	EFEITOS DA FALTA DE REFORMA AGRÁRIA NO CADASTRO URBANO	35
3	O MERCADO IMOBILIÁRIO E A ECONOMIA	36
3.1	OS VÁRIOS SIGNIFICADOS DO TERMO <i>ECONOMIA</i>	37
3.1.1	A economia como atividade	37
3.1.2	A economia como ciência	37
3.1.3	A Economia como Ciência Social	38
3.2	O MERCADO IMOBILIÁRIO E A MACROECONOMIA	38
3.2.1	O mercado imobiliário e os fundamentos econômicos	40
3.2.2	Comportamento recente do mercado imobiliário e relação com as variáveis macroeconômicas	42
3.2.3	O Mercado Imobiliário e o setor bancário	47
3.3	O MERCADO IMOBILIÁRIO E A MICROECONOMIA	47

3.3.1	Estruturas básicas de mercado	47
3.3.2	Particularidades do mercado imobiliário	48
3.3.3	Diagnóstico de mercado	48
3.3.4	O imóvel visto como um investimento	48
3.3.4.1	Duration de um título de renda fixa	49
3.3.4.2	Séries Perpétuas	49
3.3.5	O efeito da política de limitação do valor de aluguéis	51
3.4	PROBLEMAS GERADOS PELO ALTO VALOR DOS IMÓVEIS	52
4	O MÉTODO INVOLUTIVO	53
4.1	INCERTEZAS EM RELAÇÃO ÀS VARIÁVEIS DE ENTRADA	53
4.1.1	Análises de sensibilidade	53
4.1.2	Simulações	53
4.1.2.1	A taxa mínima de atratividade	54
4.1.2.2	O valor de venda	56
4.1.3	Estimação de intervalos de confiança para os valores à partir das simulações de Monte Carlo	57
5	O MÉTODO COPULAS	58
5.1	TEOREMA DE SKLARS	58
5.2	TIPOS DE COPULAS	58
5.2.1	Copulas elípticas	58
5.2.1.1	A copulas gaussiana	58
5.2.1.2	A copulas t	58
5.2.2	Copulas Arquimedianas	58
5.2.2.1	A copulas Clayton	58
5.2.2.2	A copulas de Gumbel	58
5.2.2.3	Outras copulas Arquimedianas	58
5.3	MEDIDAS DE DEPENDÊNCIA	58
5.3.1	Coeficiente de correlação de Pearson	58
5.3.2	Coeficiente de correlação local de Pearson	58
5.3.2.1	Propriedades	58
5.3.3	Coeficiente de correlação de Spearman	58
5.3.3.1	Propriedades	59
5.3.4	Coeficiente de Kendall	59
5.3.4.1	Propriedades	59
6	METODOLOGIA	60
7	RESULTADOS	61
8	CONCLUSÃO	62
	REFERÊNCIAS	63
	APÊNDICE A – EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL	66

A.1	A FUNÇÃO INVESTIMENTO E A EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL	66
	ANEXO A – ARTIGO VALOR ECONÔMICO	68

1 INTRODUÇÃO

1.1 O CONCEITO DE TERRA E A IMPORTÂNCIA DO TERRITÓRIO

De acordo com Natsvaladze and Beraia (2018), a terra é a base das atividades econômicas e sociais de um povo, essencial para a vida e a sociedade, sendo assunto de diversas disciplinas, como o Direito, Economia, Finanças, Sociologia e a Geografia.

No Direito, a terra é abordada no direito de propriedade e uso social da terra. Na Economia, a terra é considerada uma dos fatores de produção, ao lado do trabalho e do capital. Nas Finanças, a terra é considerada como um bem suscetível de ser dado em garantia, em troca de capital financeiro, visando propiciar o desenvolvimento. Na perspectiva da Sociologia, a terra é um bem comum de todos, que deve ser utilizado com fins de obtenção de uma sociedade melhor. Já a Geografia foca em descrever os elementos físicos da terra e as atividades humanas das pessoas que as habitam.

A Engenharia de Avaliações se preocupa em reconhecer os atributos que atuam na formação de valor dos bens imóveis, um conceito ligado à Economia. Para isto, os Avaliadores devem entender o mercado no qual estes bens estão inseridos. É o mercado que reflete a atitude dos atores econômicos em resposta às forças sociais e econômicas e às restrições da lei e dos ônus legais (Natsvaladze and Beraia 2018, 10).

1.2 O MERCADO IMOBILIÁRIO

O mercado imobiliário urbano pode ser dividido basicamente em:

1. Mercado de imóveis residenciais e;
2. Mercado de imóveis comerciais.

O Mercado Imobiliário se conecta à macroeconomia através:

1. Do setor de construção civil;
2. Da demanda agregada, já que existe uma conexão entre a propensão marginal a consumir com o efeito riqueza do Mercado Imobiliário;
3. Do setor bancário, haja vista que os bancos possuem imóveis em seu portfolio, seja através da propriedade, ou através do financiamento imobiliário e hipotecas.

Banco Central do Brasil (Bacen)

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Propor, através do estudo das diversas estruturas de mercado conhecidas e elencadas na nova NBR 14.653-01 (ABNT 2019) e do estudo das relações entre as

diversas variáveis macroeconômicas, novas aplicações do método involutivo e, de acordo com os resultados, propor novas políticas para a regulação do setor.

1.3.2 Objetivos Específicos

1. Compreender e descrever o funcionamento das diversas estruturas de mercado.
2. Abstrair das diferentes estruturas de mercado as relações entre as variáveis macroeconômicas e o seu impacto no mercado imobiliário.
3. De acordo com os resultados obtidos, propor políticas públicas que visem uma melhor regulamentação do mercado imobiliário, de maneira que este atenda melhor aos anseios da população.

1.4 JUSTIFICATIVA

O território é a base das atividades econômicas e sociais do país. Um eficiente planejamento territorial passa por desenvolver políticas públicas que garantam um desenvolvimento equânime de todo o território, como o A proposta desta pesquisa é aprofundar

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O Capítulo 1 (Introdução) apresenta os objetivos, justificativas e estrutura do trabalho. O Capítulo 2 (Aspectos Históricos) faz uma contextualização histórica do problema do acesso à terra e moradia no Brasil e no mundo. O Capítulo 3 (O Mercado Imobiliário e a Economia) aborda os aspectos teóricos e conceituais mais modernos relevantes à interligação do mercado imobiliário à Economia do país. O capítulo 4 (O Método Involutivo) apresenta o método involutivo de avaliação de imóveis. O Capítulo 5 (O Método Copulas) introduz o método Copulas, essencial para a compreender as simulações para cada cenário/estrutura de mercado descritas no Capítulo 6 (Metodologia). O Capítulo 7 (Resultados) demonstra os resultados obtidos com as simulações e o Capítulo 8 (Conclusão) traz as propostas de regulação baseadas nos resultados obtidos.

2 ASPECTOS HISTÓRICOS

"Do ponto de vista social, todos os fatores se resumem em um 'recurso' elementar: o homem. Logo, não é possível seguir conceptualmente o processo de industrialização se não sabemos como o homem aplicava antes o seu tempo de trabalho, como o aplica depois, o que ocorre quando passa de um modo de produzir a outra e em que condições realiza essa passagem.[. . .] Considerando que na estrutura da economia que precede a industrialização quase toda a população está na 'agricultura', é preciso estudar detidamente a organização deste setor.

Em outras palavras, se o problema da 'agricultura' não foi entendido, tampouco será possível compreender o problema da 'indústria', ou manufatura, nem o papel que os serviços desempenham. Falando de modo sucinto, a 'manufatura' e os serviços são novas formas de aplicação de parte do tempo de trabalho da população que antes estava na 'agricultura'. Mas, por sua vez, a própria 'agricultura' se reorganiza quando a transferência ocorre."

(RANGEL, 1954)

O Capitalismo é um sistema político-econômico que, historicamente, substitui o Feudalismo, sistema em que a população encontrava-se toda concentrada no campo.

Nas sociedades pré-capitalistas, a população predominante rural organizava-se no chamado ‘Complexo Rural’, ou seja, num ambiente rural onde eram produzidos não apenas os produtos agrícolas, mas onde também eram produzidos, pelos próprios camponeses, em uma muito baixa produtividade, todo o ferramental necessário para as suas atividades agrícolas, assim como suas vestes, utensílios domésticos e outros itens.

A passagem do sistema feudal para o sistema capitalista ocorre com a *divisão social do trabalho*, ou seja, com o desenvolvimento de indústrias que vão aos poucos absorver as atividades não-agrícolas realizadas no campo.

Numa economia em expansão, com crescente industrialização, comercialização e urbanização, numerosos processos anteriormente levados a efeito antes dentro da casa da família ou unidade (econômica) familiar, ou são completamente abandonados ou substituídos por processos semelhantes em bases comerciais. (**kuznets**) apud (**rangel1956**).

O desenvolvimento do capitalismo brasileiro no século XX se deu pela chamada “via prussiana” ou *junker* (Rangel 2012i, 155), que é um tipo de reforma agrária que consiste na substituição do latifúndio feudal pelo latifúndio capitalista. Este tipo de desenvolvimento tem como característica se dar sem a execução prévia da reforma agrária no sentido clássico, i.e. no sentido da distribuição dos latifúndios em pequenas propriedades, a chamada via clássica ou democrática. Apesar de permitir imprimir um “impulso extraordinário e energético” à industrialização, a via prussiana “promove uma distribuição muito desigual da renda” (Rangel 2012i, 155). característica talvez mais perniciosa do desenvolvimento capitalista por esta via se dá pela formação de um “exército industrial de reserva” demasiado grande, ou seja, um aumento da população urbana desproporcional à necessidade de mão-de-obra necessária nas indústrias do capitalismo nascente nas cidades. O resultado é o crescimento acelerado e desordenado das cidades, com a inevitável formação dos cortiços e favelas para acomodar a parte mais carente da população que, expulsa do campo, vai se aglomerar nos grandes centros urbanos em busca da sua sobrevivência.

Dados compilados pelas Nacões Unidas foram organizados na tabela 1 com o intuito de demonstrar a evolução e o atual tamanho deste problema.

Tabela 1 – População Urbana (%).

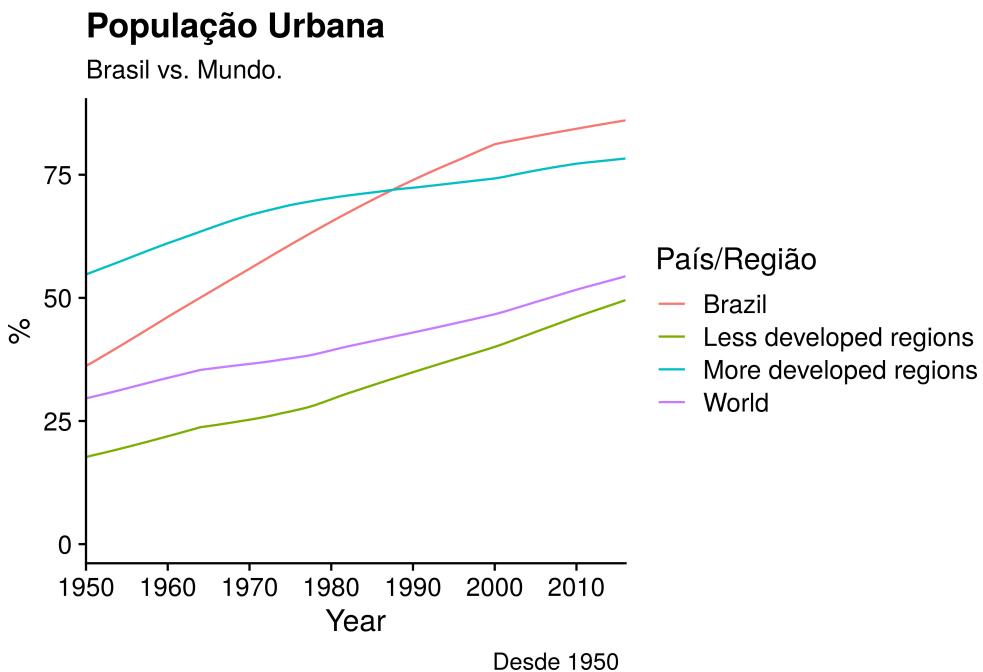
Entity	Ano					
	1960	1970	1980	1990	2000	2014
Mundo						
World	33,8	36,6	39,3	43,0	46,7	53,5
More developed regions	61,1	66,8	70,3	72,4	74,2	78,0
Less developed regions	21,9	25,3	29,4	34,9	40,1	48,4
Europa						
Europe	57,4	63,1	67,6	69,9	71,1	73,7
Eastern Europe	48,9	56,6	63,8	68,0	68,2	69,2
Western Europe	68,6	72,1	73,4	74,0	76,0	79,2
América						
Latin America and the Caribbean	49,4	57,3	64,6	70,7	75,5	79,7
South America	51,8	60,0	67,6	74,2	79,6	83,3
Central America	46,4	53,7	60,3	65,0	68,7	73,4
Northern America	69,9	73,8	73,9	75,4	79,1	81,5
United States	70,0	73,6	73,7	75,3	79,1	81,5
Argentina	73,6	78,9	82,9	87,0	89,1	91,4
Brazil	46,1	55,9	65,5	73,9	81,2	85,5

Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

Ainda, pra melhor explicação, foram elaborados os gráficos das figuras 1 a 5.

Na figura 1, pode-se notar que a população urbana no Brasil vem aumentando, desde 1950, numa taxa superior à média dos países em desenvolvimento (*Less developed regions*), atingindo uma proporção superior inclusive à dos países mais desenvolvidos (*More developed regions*).

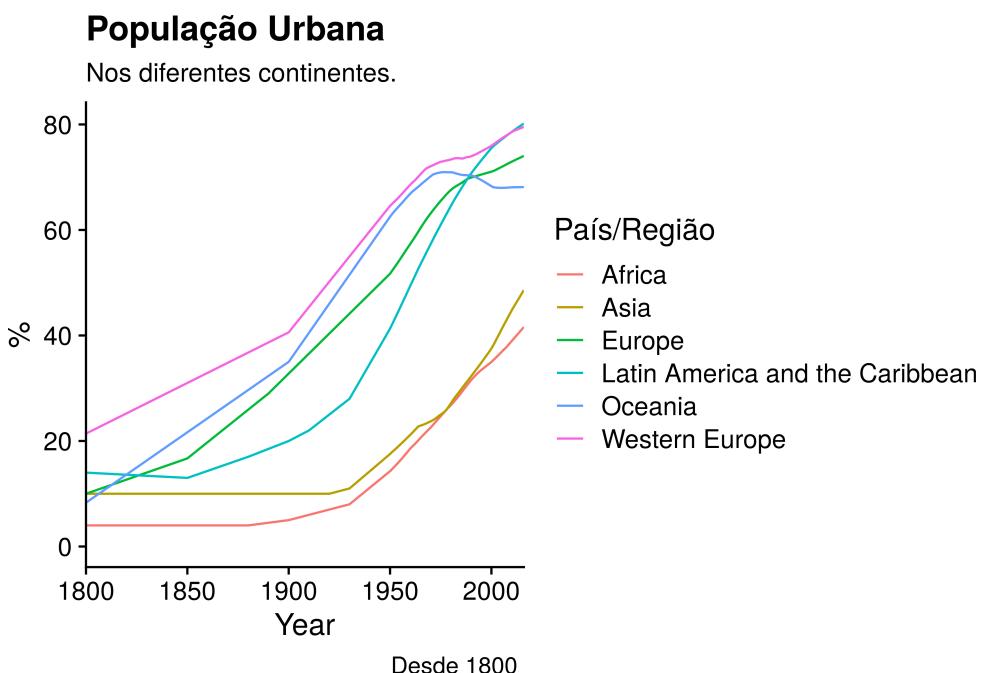
Figura 1 – População Urbana - Brasil vs. Mundo.



Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

Na figura 2 pode-se ver as séries da população urbana em diversos continentes desde 1800. Percebe-se neste gráfico também uma maior aceleração do crescimento da população urbana na América Latina e Caribe a partir de meados da década de 40, chegando esta região a ultrapassar a população urbana da Europa Ocidental no início do século corrente.

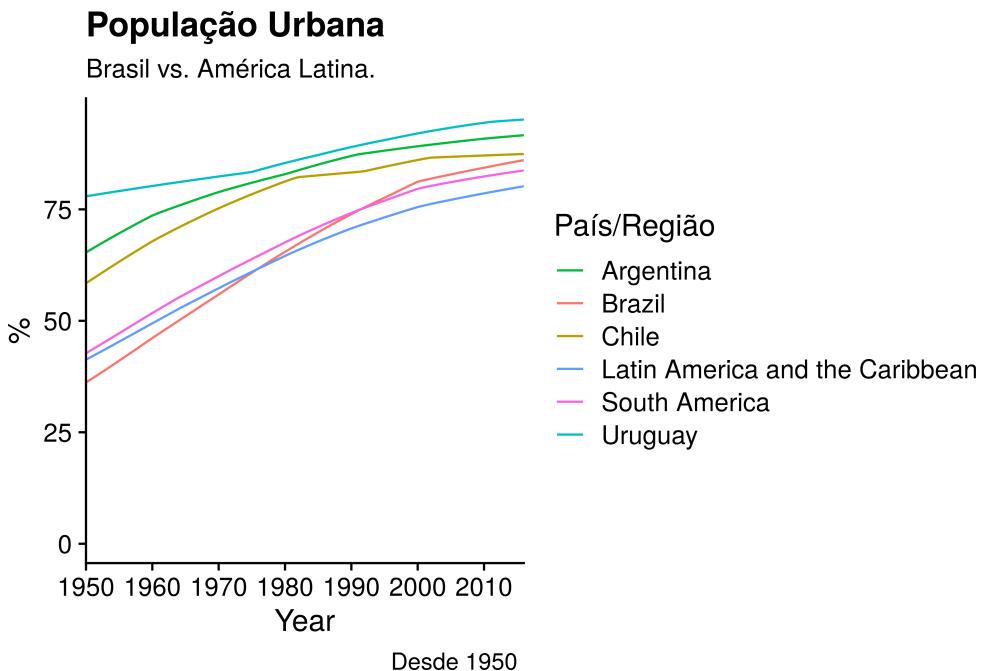
Figura 2 – População Urbana - Nos diferentes Continentes.



Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

A figura 3 mostra a evolução da população urbana no Brasil em comparação com o continente sul-americano e a América Latina, dando destaque para alguns vizinhos.

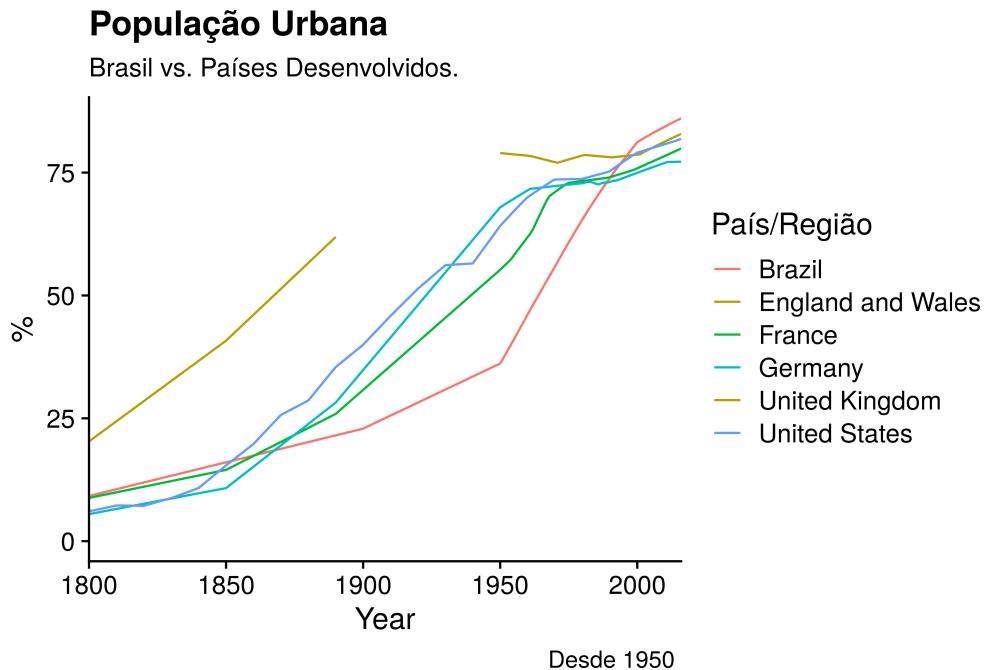
Figura 3 – População Urbana - Brasil vs. AL.



Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

A figura 4 mostra o comparativo da população urbana no Brasil com uma seleção de países desenvolvidos desde 1800. Quanto aos países desenvolvidos, nota-se que tiveram, primeiramente, uma ascenção um pouco mais lenta da população urbana (excessão para a Grã-Bretanha, primeira nação a industrializar-se), que essa ascenção teve lugar já na década de 1850 e que houve uma estabilização gradual, por volta da década de 1970. Já quanto ao Brasil nota-se uma grande aceleração no crescimento da população urbana brasileira após a década de 1950, o que reflete o nascimento tardio do capitalismo por aqui e, por fim, que, ao contrário dos países desenvolvidos, não houve ainda uma estabilização da proporção de população urbana e esta segue em crescimento, tendo chegado a níveis maiores aqui do que no resto do mundo desenvolvido.

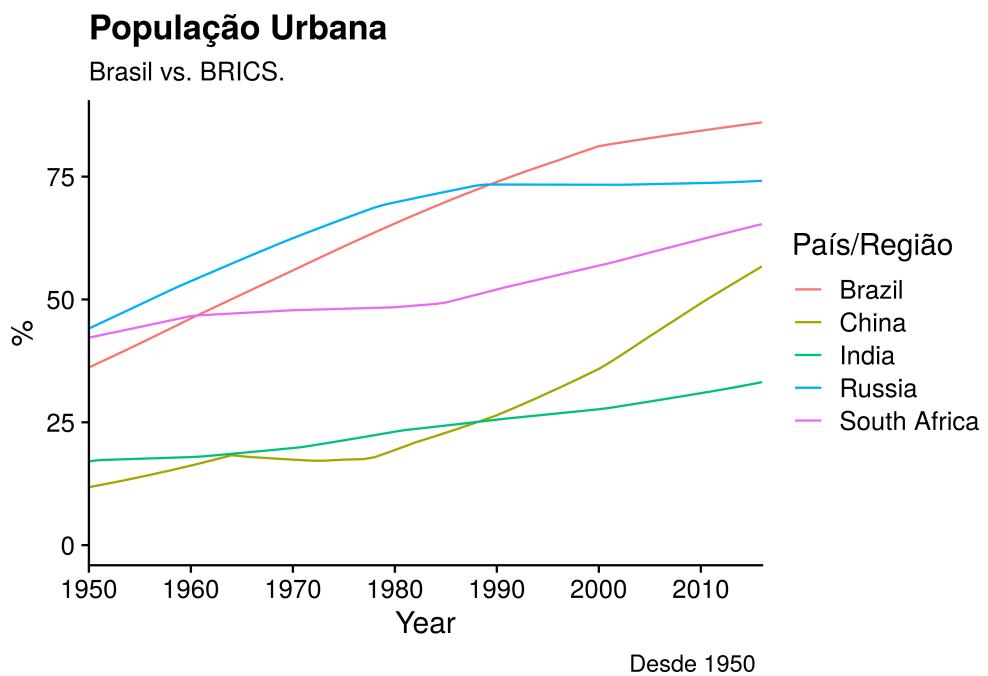
Figura 4 – População Urbana - Brasil vs. Países Desenvolvidos.



Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

E a figura 5 mostra a comparação dos dados do Brasil com os outros países do grupo dos BRICS.

Figura 5 – População Urbana - Brasil vs. BRICS.



Fonte: Goldewijk, Beusen, and Janssen (2010)

Em meados dos anos 60, apenas 46,1% da população brasileira era urbana, uma proporção bem menor do que a dos países do então *primeiro mundo* (EUA e

Europa Ocidental), hoje ditos *desenvolvidos*, que girava então em torno dos 70% da população.

Em apenas 10 anos, já em meados da década de 70, este número sofria um aumento vertiginoso de quase 10 pontos percentuais, com 55,9% da população urbana. A população urbana brasileira equiparava-se à da Europa Oriental. Já na década de 80 a população urbana no Brasil ultrapassaria a da Europa Oriental, chegando à valores próximos da média para o continente europeu como um todo (ocidental e oriental), enquanto a população urbana no mundo desenvolvido se estagnava.

Chegado os anos 90, a população urbana brasileira atingiu notáveis 73,9% da população brasileira, número equiparado ao da população urbana do mundo desenvolvido (74% na Europa Ocidental).

Em meados dos anos 2000, já então no século atual, ousamos ultrapassar, em proporção, a população urbana da Europa Ocidental e a dos EUA, chegando ao último dado de 2015, com 85,8% da população brasileira vivendo nas cidades.

Há de se levar em consideração, ainda, que este “êxodo rural” ainda foi acompanhado de um crescimento demográfico expressivo.

Todo este crescimento expressivo seria salutar se tivesse se dado no contexto do rápido desenvolvimento da economia nacional. Isto, porém, não ocorreu durante todo o período analisado. O crescimento da economia brasileira acelerou-se na segunda quadra da década de 60 e manteve-se alto até fins da década seguinte, porém estagnou-se na década de 80, a chamada década perdida, sem que com isso a população urbana deixasse de crescer vertiginosamente.

Para Rangel (2012d, 151):

"essa redistribuição da população entre os quadros urbano e rural não tem, em si mesma, nada de anormal.[...] A urbanização, em si mesma, é um fenômeno perfeitamente normal, numa economia em processo de industrialização. O que não é normal é o ritmo que imprimimos ao *nossa* processo de urbanização, que implica criar, nas cidades, uma oferta de mão-de-obra em descompasso com a demanda que a industrialização vai criando."

Todo este processo só poderia, então, ter desaguado no inchaço das principais cidades brasileiras. Desnecessário dizer que o planejamento urbano nestas condições é praticamente inviável. As administrações municipais, nem que fossem as mais eficientes, teriam capacidade de planejar e disciplinar o uso do solo urbano nesta “velocidade migratória”.

Segundo Rangel, com o desenvolvimento da indústria pesada no Brasil, a crise agrária, antes cíclica, tornou-se crônica, criando um (2012i, 156–57):

"vasto deslocamento de população, na direção geral campo-cidade. Esse movimento se faz escalonadamente, das áreas rurais para as cidades pequenas; destas para as médias e grandes, e posteriormente para as metrópoles gigantes. No fim da linha, portanto, vamos encontrar as cidades de São Paulo e do Rio de Janeiro".

Enfim, para Rangel, a origem deste “multitudinário deslocamento demográfico”, está “o modo como o país preparou sua estrutura agrária para a industrialização”.

2.1 A QUESTÃO AGRÁRIA

Segundo Rangel, a Questão Agrária, embora nascida na área rural, é um fenômeno urbano. Com isto Rangel quer dizer que a crise agrária, a crise que se dá na transição do feudalismo para o capitalismo, começa no campo, onde se passa o enredo do feudalismo, para a cidade moderna, onde se desenvolve o capitalismo.

Para uma melhor compreensão da questão se faz mister compreender os mecanismos de funcionamento dos sistemas citados, isto é, do feudalismo e do capitalismo, especialmente no que tange a transição entre eles, nos motivos que levam ao fim de um sistema e desembocam quase que inequivocamente (excetos raras exceções) no outro.

2.1.1 Feudalismo

As “leis”, ou princípios, ou ainda os “motores primários” do feudalismo são (Rangel 2012k, 126):

- *All land is king's land*
- *Nulle terre sans seigneur*

O primeiro princípio, *all land is king's land*, ou “toda a terra pertence ao rei”, quer dizer, mais precisamente, que todo o domínio da terra está concentrada nas mãos do rei, que as explora através dos laços de suserania e vassalagem, típicos do feudalismo. Já o segundo princípio, segundo Rangel (2012e, 219), *nulle terre sans seigneur*, quer dizer que “a existência de terra livre é incompatível com o feudalismo”, ou seja, toda a terra deve ter um senhor, que a administra a serviço da Coroa e lhe paga tributo. Na existência de terra livre, como será visto, o feudalismo não pode desenvolver, e a tendência é que haja ou a formação de comunidades em estado tribal, ou que sejam estabelecidas formas de escravidão. Ou seja, a terra, “nas condições feudais, não tem preço e é, de fato ou de direito, inalienável” (Rangel 2012f, 206).

2.1.1.1 O feudalismo no Brasil

Segundo Rangel (2012g, 206), a atitude do economista do país subdesenvolvido não pode ser a mesma do economista dos países mais desenvolvidos, que, *tendo vivido o processo histórico completo, assistiram simultaneamente à morte do ser antigo e à sua representação*.

a absorção sem crítica do *dernier cri* em matéria de ciência econômica por ele lhe será fatal, porque implica mudar o reflexo ideal da realidade sem que essa realidade mesma tenha mudado, ou sem que tenha mudado senão em parte.

Para nós, o pensamento dos antigos guarda muito de sua primitiva validade porque reflete uma realidade que, em certa medida, continua a ser a nossa (rangel1956).

Em outras palavras, para Rangel (2012g), os economistas dos países subdesenvolvidos, ou mais modernamente, países “em desenvolvimento”, devem utilizar em sua análise as teorias clássicas, neoclássicas, keynesianas, à medida que subsistem nestes países características próprias da realidade econômica que imperavam no Velho Mundo quando elas foram concebidas.

Desta maneira, o feudalismo tal como concebido na Europa não teve a mesma estrutura que o feudalismo no Brasil, assim como o sistema feudal brasileiro foi não-concomitante com o sistema feudal europeu.

Segundo Rangel (2012h, 726), através da bula papal de Alexandre IV, de 4 de maio de 1493 (ainda que tenha sido depois alterada apelo tratado de Tordesilhas), toda a terra onde hoje encontra-se a América Latina era declarada propriedade do rei. Isto é, estava satisfeito o primeiro princípio para a implantação do feudalismo nos trópicos: *all land is king's land*. A propriedade sobre as terras era total, de maneira que podesse dizer que, juridicamente, em nenhum momento a propriedade fundiária esteve mais concentrada do que naquele primeiro momento.

O segundo princípio, no entanto, *nulle terre sans seigneur*, ou seja, o princípio de que não deve haver terra sem senhor, também indispensável para a existência do feudalismo – no surgimento do feudalismo na Europa, sem que todas as terras social e economicamente significativas estivessem apropriadas, a tendência natural do escravo liberto seria o retorno às condições de vida tribal – não era possível em território tão vasto e inexplorado como era o território latino-americano naquele momento (Rangel 2012h, 726).

Desta maneira, os feudos que aqui se iam estabelecendo, através do instituto da enfiteuse (Rangel 2012h, 726), os pactos de suserania-vassalagem que iam do servo do gleba ao rei, passando por diversos patamares, muito diferiam dos feudos europeus da Alta Idade Média, que ao contrário dos pactos aqui estabelecidos, começavam a ser constituídos pela base, convertendo os escravos libertos em servos e constituindo a pequena e a grande nobreza, “tendendo afinal a, com o tempo, colocar no píncaro o rei” (Rangel 2012h, 727).

A esse respeito também escreveu Alceu Amoroso Lima (1981, 51), na grande obra organizada por Vicente Licínio Cardoso:

Foi-se vendo pouco a pouco – e até hoje o vemos ainda com surpresa, por vezes – que o Brasil se formara às avessas, começara pelo fim. Tivera Coroa antes de ter Povo. Tivera parlamentarismo antes de ter eleições. Tivera escolas superiores antes de ter alfabetismo. Tivera bancos antes de ter economias. Tivera salões antes de ter educação popular. Tivera artistas antes de ter arte. Tivera conceito exterior antes de ter consciência interna. Fizera empréstimos antes de ter riqueza consolidada. Aspirara a potência mundial antes de ter a

paz e a força interior. Começara em quase tudo pelo fim. Fora uma obra de inversão.

Segundo Rangel (2012h, 729), as condições em que operavam os nossos feudos mais se assemelhavam às vigentes na República Romana e nos primeiros tempos do Império, o que quer dizer que, aqui, internamente, até que o monopólio da terra estivesse garantido, somente haveria viabilidade para o sistema escravagista.

Com efeito, é sabido que foi necessário importar o escravo africano, que era socialmente mais avançado que os índios que aqui habitavam, fazendo-o prisioneiro do latifúndio, haja vista que o índio estava habituado a prover o seu sustento de forma natural nas terras que aqui habitavam.

A Coroa portuguesa (Rangel 2012h, 731):

não tinha pressa em dispor de todas as suas terras, mas apenas das suficientes para implantar fazendas e estâncias, deixando aberta a porta para novas doações, que comprassem novas vassalagens, aumentando o poder, a riqueza e a glória da Coroa.

Assim, sobravam terras entre uma fazenda e outra, o que impossibilitava o modo de produção feudal (pela não satisfação do princípio *nulle terre sans seigneur*), mas apenas o modo de produção escravista. Exceto por algumas regiões do Brasil onde a pecuária extensiva logrou ocupar uma vasta extensão contínua de terra, como no Rio Grande do Sul, o feudalismo só viria a se estabelecer muito tempo depois, com a abolição da escravidão (1888) e a Proclamação da República (1889) (Rangel 2012h, 732–33).

Porém, para que fosse possível o fim da escravidão sem que houvesse retorno às formas primitivas de produção pré-escravagistas, foi necessário um longo processo que teve início com a Lei do Tráfico e a Lei de Terras, ambas de 1850 (Rangel 2012h, 732).

Enquanto a Lei do Tráfico levaria inevitavelmente ao fim da escravidão em algum ponto futuro, já que a “lei demográfica peculiar ao escravismo é a reprodução restrita, o que supõe aportes constantes de mão de obra alienígena”, a Lei de Terras preparava o território para o novo regime que teria lugar, o feudalismo, através da promoção da efetiva ocupação do território, ou seja, de todas as terras acessíveis, habitáveis e agricultáveis (Rangel 2012h, 732–33).

Vale dizer que, onde a condição *nulle terre sans seigneur* não logrou após a abolição da escravidão, como no estado Maranhão, houve retrocesso a relações de produção pré-escravistas (Rangel 2012h, 733–34).

2.1.2 A crise do feudalismo

A crise clássica da sociedade feudal ocorre quando a produção agrícola não consegue suprir a demanda da superpopulação gerada. Segundo Rangel (2012e, 219):

"tempo houve em que a expansão do estoque populacional era objetivamente a maneira mais eficaz de expandir as forças produtivas e o produto social. Nesse tempo (regime feudal), a riqueza dos príncipes se media pelas almas dos seus domínios, e aumentar o número destas era a maneira óbvia de expandir aquela riqueza e também a do corpo social. Este foi forjando para si uma ética, um direito e uma política conducentes a esse resultado".

A crise do feudalismo, sistema eminentemente agrário, e o consequente surgimento do capitalismo, com o surgimento das cidades modernas, se dá no contexto da dissolução do Complexo Rural, o que descreve-se nas seções a seguir.

2.1.3 A crise do feudalismo no Brasil

O feudalismo no Brasil desenvolveu-se a partir da Abolição-República, concorrentemente com a implantação, especialmente no quadro urbano, de uma vigorosa economia capitalista. No campo, ao lado do velho latifúndio feudal, logo surgiu outro latifúndio que, em vez de distribuir lotes entre os agregados – como seria natural na desintegração do feudalismo clássico – empreendeu, ele próprio, a atividade agrícola, usando mão-de-obra assalariada (Rangel 2012h, 738–39).

Segundo Rangel (2012h, 739), o latifúndio feudal, então, percebendo-se que havia tendência de seus agregados deixarem de lado o trabalho nos lotes que haviam recebido no processo de abolição da escravidão, para trabalhar nas novas fazendas capitalistas, logo começou a deslocar esses agregados, dando origem ao processo do êxodo rural.

2.1.3.1 O Complexo Rural

A população de um país de economia mercantil debilmente desenvolvida (ou não desenvolvida de todo) é quase exclusivamente agrícola. Todavia, não se deve deduzir daí que ela se ocupa só da agricultura. Significa apenas que a população ocupada na agricultura transforma, ela mesma, os produtos da terra, sendo quase inexistentes o intercâmbio e a divisão do trabalho. (LENIN *apud* (rangel1954))

Segundo Rangel (2012g, 98), a unidade agrícola fechada é

um microcosmo econômico no qual as pessoas distribuem seu tempo entre numerosas atividades. Cada uma dessas atividades representa o estado rudimentar daquilo que, com o desenvolvimento, se tornará uma 'indústria' (...) É evidente que o camponês não tem consciência da multiplicidade de suas atividades. Ele considera que elas formam um todo indivisível. Essa inespecialização é sua especialidade. (...) Chamaremos esse microcosmo econômico, essa 'matriz de insumo-produto' em miniatura, de 'complexo rural'.

2.1.3.2 Condições e Métodos de abertura do Complexo Rural

Para a abertura do Complexo Rural é necessário que haja vantajosidade para a economia de mercado e para a economia natural do próprio Complexo.

A Abertura do Complexo Rural não é uma operação momentânea, mas sim um largo processo, com altos e baixos e problemas sempre novos. Sua história está muito longe de ser idílica. Ao contrário, está cheia de violência. Uma planificação econômica que não resolva preliminarmente este problema é inconcebível. Alternadamente, pode conduzir à liberação de mais fatores que aqueles que os setores não agrícolas podem usar, fazendo toda a economia submergir em uma crise profunda, ou condenar esses setores à estagnação por insuficiência de fatores.[@rangel1954, p. 118]

As medidas tendentes a romper o complexo rural podem ser classificadas em dois grupos (Rangel 2012j, 113):

- a. as que oferecem um incentivo positivo para a incorporação, à economia de mercado, dos fatores usados pelo complexo e;
- b. as que buscam forçar a abertura do complexo a partir de dentro, provocando uma deterioração da produtividade das atividades manufatureiras dentro do complexo.

As medidas do tipo a) tem seu exemplo mais típico nos EUA e também na França, enquanto as medidas do tipo b) predominaram na Inglaterra, Alemanha e Japão (Rangel 2012j, 114–15).

2.1.4 Êxodo rural e industrialização

A revolução democrático-burguesa, nos casos em que a gleba feudal é – como aconteceu na Europa Ocidental (principalmente, na França) e nos Estados Unidos – substituída pela pequena propriedade familiar ou “homestead”, ao fortalecer as bases da economia natural ou de autoconsumo, resolve satisfatoriamente o problema na absorção dos excedentes de mão-de-obra no seio da própria economia camponesa, estancando ou reduzindo drasticamente o fluxo populacional responsável pelo êxodo campo-cidade [@rangel1986b, 133].

Segundo Rangel (2012b, 133), no entanto, “esse tipo de superação das relações de produção feudais”, ou seja, a revolução democrático-burguesa, “não é característico do Brasil. Sem embargo do surgimento de algumas ‘ilhas’ de pequena propriedade camponesa, notadamente nas áreas de colonização européia e japonesa nos estados do Sul, que mais confirmam a regra.”

Pelo contrário, “o modelo de desenvolvimento do capitalismo na agricultura brasileira foi e é a grande exploração capitalista, cada dia mais propensa ao uso de mão-de-obra assalariada e tendendo sempre ao desmantelamento das bases da economia natural, causando por isso mesmo, o fenômeno do **êxodo rural**” (Rangel 2012b, 134, grifo nosso).

O caso brasileiro, porém, não é único: “a industrialização da Inglaterra fez-se também, originariamente, nas condições de um enorme excedente de mão de obra,

causado pelo *enclosure*¹ ... ”. No caso inglês, porém, “o motor primário” do desenvolvimento foi a produção manufatureira para exportação, enquanto no Brasil a industrialização teve seu desenvolvimento estimulado, “nas condições de uma crônica crise cambial”, pela política de substituição de importações (Rangel 2012a, 43–44).

Ocorre que, de acordo com Rangel (2012b, 134), “a superabundância e a barateza da mão-de-obra não costumam ser bons condicionantes do processo de industrialização, dado que desestimulam a formação de capital, isto é, o investimento. Ora, numa economia capitalista, o investimento é o motor primário do desenvolvimento ... ”.

Por este motivo, a “economia brasileira, nas condições de uma crise agrária profunda e crônica que, entre outras coisas, **causava uma urbanização monstruosa**, sem comparação possível com a demanda de mão-de-obra que a indústria e os serviços não-agrícolas estavam suscitando nas cidades (perto de três milhões de novos citadinos a cada ano) ... ” (Rangel 2012b, 134).

2.1.4.1 O êxodo rural como obstáculo ao desenvolvimento

Ordinariamente a industrialização pressupõe certa escassez latente de mão-de-obra, levando o empresário capitalista a buscar, pelo emprego de bens modernos de equipamento, economizar o fator trabalho. O resultado é a elevação da taxa de investimento, o aumento da procura de bens de capital e de novas construções, para o que se torna mister雇用 mais mão-de-obra [@rangel1962, 43].

No capitalismo, é conhecido o papel do investimento ou formação de capital nas taxas de desemprego. Segundo Rangel (2012i, 156), “por um lado, via efeito multiplicador (efeito para trás), o investimento cria emprego de mão-de-obra; por outro lado, via implementação de nova tecnologia, promove dispensa de mão-de-obra (efeito para frente)”.

Segundo Rangel (Rangel 2012c, 142), um “‘exército industrial de reserva’ limitado, isto é, algum desemprego, pode ser considerado útil, do ponto de vista da produção capitalista, porque serve de instrumento de coerção para os trabalhadores livres, fortalecendo assim a disciplina no trabalho”. No entanto, quando este torna-se excessivo, “pode converter-se em obstáculo ao desenvolvimento da própria economia capitalista. Ora, aqui está o nosso problema, dado que o ‘exército industrial de reserva’ brasileiro tornou-se teratologicamente grande. Por isso mesmo, a questão agrária, que se exprime precipuamente pela formação desse ‘exército’, não interessa apenas aos camponeses, mas à sociedade como um todo.”

De acordo com Rangel (2012i, 156), “a via democrática – divisão dos latifúndios em pequenas propriedades – ao favorecer uma distribuição menos desigualitária de renda, cria condições para um vigoroso efeito multiplicador dos investimentos, isto é,

¹ *Enclosure* - literalmente, cercamento. Movimento pelo qual os pequenos agricultores ingleses foram expulsos de terras, convertidas estas à pecuária, e amontoados nos *slums*, ou favelas das cidades industriais nascentes, na primeira metade do século XIX.

forte efeito para trás. Inversamente, a via prussiana, ao promover uma distribuição de renda mais desigualitária, debilita o efeito multiplicador, isto é, para trás, mas, por força da concentração de renda, aumenta o peso relativo dos investimentos dispensando mão-de-obra e, por isso mesmo, aumentando o efeito para diante.”

2.1.5 Reforma agrária

Como foi visto, o assunto é complexo e requer uma análise de todo o contexto econômico, social e político vigente. A tão sonhada “reforma agrária” a que normalmente se refere a mídia, os movimentos sociais ou a população em geral, deveria ter tido lugar ainda na década de 1930, ou seja, em fase anterior ao início da industrialização brasileira. Para Rangel (Rangel 2012d, 154), a “reforma agrária, no sentido convencional da expressão, isto é, a implantação de propriedade familiar suficientemente ampla, para permitir, ao lado da produção agrícola para o mercado, uma produção complementar agrícola e não-agrícola, isto é, para autoconsumo, pode justificar-se em certos casos, especialmente quando seja possível o renascimento da policultura tradicional e onde a fazenda capitalista, mono ou oligoculturista, ainda não tenha aparecido”. No atual contexto econômico, porém, esta reforma, com a dissolução do latifúndio produtivo para assentamento de famílias, levaria a uma regressão tecnológica no campo, o que seria altamente prejudicial para a economia brasileira como um todo.

Isto dito, Rangel então propõe então que, no Brasil, com a agricultura capitalista plenamente desenvolvida, uma segunda variante de reforma agrária, “*não necessariamente rural*”, com a finalidade de “recompor a economia natural onde quer que isto seja possível”, viabilizando “uma produção complementar, deixando a produção agrícola para o mercado a cargo da fazenda capitalista com mão-de-obra assalariada”, seja implementada (Rangel 2012d, 155).

2.2 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA VALORIZAÇÃO DA TERRA NO BRASIL

Para Rangel (2012b, 138–39), o problema da terra é uma questão financeira. Quer com isso dizer que, ultrapassados os problemas jurídicos da nossa legislação pré-capitalista (Lei de Terras de 1850), que dificultava a comercialização da terra, o problema do acesso à terra resume-se ao problema da capacidade do camponês de comprá-la, o que deveria ter se tornado possível devido ao esperado declínio do preço da terra que viria com a expansão das fronteiras agrícolas, mas que não ocorreu, devido à *demandas especulativas*, o que é um *problema financeiro*.

2.2.1 A tendência à elevação de preços nos períodos de recessão econômica

Considerando-se que a *demandas especulativas* aumenta nos períodos de recessão, quando não há melhores oportunidades de investimento, a tendência é que o

preço da terra varie inversamente à *eficácia marginal do capital*.

Isto se explica pelo motivo que, em períodos de recessão econômica, a atratividade dos investimentos na economia real diminui. Os capitais sobrantes do período anterior de expansão/acumulação, então, na falta de boas oportunidades de aplicação, torna-se ‘excessivo’ e ocasionando a diminuição da *eficácia marginal do capital*, o que se reflete na taxa de juros básica da economia. Esta diminuição da rentabilidade do capital faz com que os investidores procurem formas alternativas de alocação financeira destes capitais, ou seja, há um aumento da *demanda especulativa*, seja no mercado imobiliário, seja no mercado mobiliário.

Outros fatores também podem agravar o problema. A entrada do Estado no mercado fundiário como comprador com fins de realização de reforma agrária, por exemplo, de acordo com Rangel (2012k, 128), promoveria a elevação do preço da terra, o que aumentaria ainda mais o problema agrário.

Desta forma, a reforma agrária viria naturalmente com a solução do problema financeiro da economia, ou seja, com a abertura de novas possibilidades de investimentos que diminuíssem a demanda especulativa sobre a terra. Como a demanda de terra para cultivo e construção seria pequena em relação à demanda especulativa, o preço da terra tenderia a cair naturalmente (Rangel 2012b, 139).

2.3 PRESSUPOSTOS DA ANÁLISE DE RANGEL

Ora, lá se vão quase 35 anos da análise de Rangel. Seria no mínimo questionável ainda, senão a validade da análise, mas pelo menos a sua atualidade.

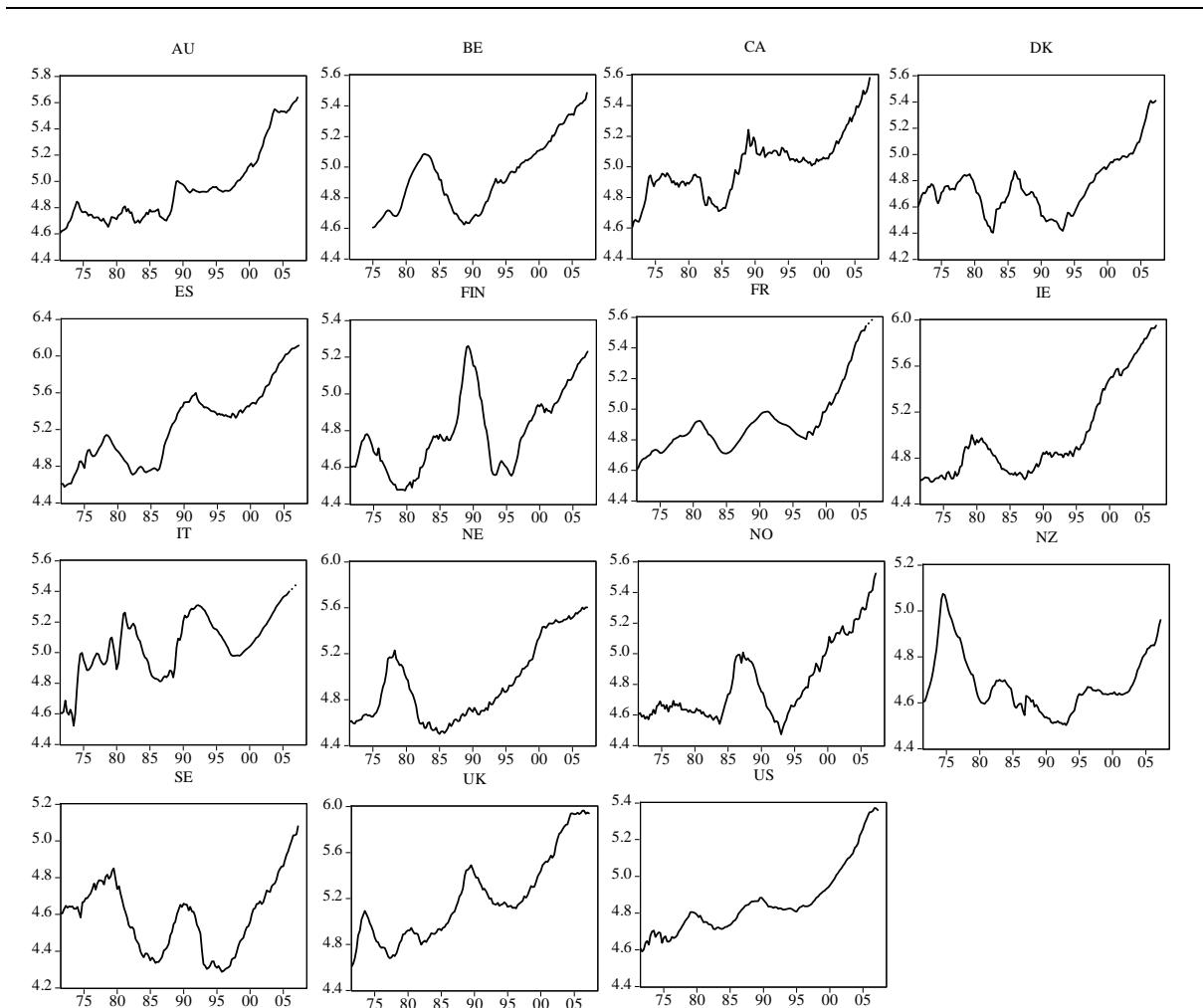
Primeiramente, não consta que a demanda especulativa sobre a terra tenha caído, pelo menos não ao ponto do preço da terra cair a um nível que possibilitasse uma verdadeira reforma agrária, conforme previa Rangel.

De acordo com Rangel (2012b), contudo, estudos levados a cabo pelo IPEA a *posteriori* confirmaram a sua hipótese da variação do preço da terra em sentido inverso da eficácia marginal do capital que, *coeteris paribus*, determina o preço dos valores mobiliários.

Deve-se levar em conta, no entanto, que a análise de Rangel é prévia à abertura das contas de capital do balanço de pagamento, ou seja, do estabelecimento do livre (in)fluxo de capital estrangeiro no país, o que deve ter sido o responsável pela manutenção da demanda especulativa sobre o preço da terra até os tempos recentes.

Adams and Füss (2010) mostrou que, apesar dos bens raízes serem ligados ao mercado local, os mercados imobiliários de diversos países apresentam alta correlação, o que pode ser explicado pelo livre fluxo de capitais entre os diversos países desde o Consenso de Washington, na década de 1990. A figura 6 mostra que a alta de preços de imóveis nos países estudados por Adams and Füss (2010).

Figura 6 – Interconexão dos preços dos imóveis em diversos países.



Fonte: Adams and Füss (2010).

Ainda há de se considerar que a crise agrária crônica não cessou. Pelo contrário, se agravou e vem se agravando cada vez mais, tendo o Brasil atingido uma proporção de população urbana muito maior do que o seu grau de desenvolvimento econômico possibilitaria.

No entanto, outro fator que deve ser levado em conta é estrutural: as taxas de juros, sejam de curto ou longo prazo, atingiram os patamares mais baixos da série histórica, desde 1954, como será visto no capítulo 3.

A grave crise econômica de 2008 e seus efeitos que o mundo vive até os dias atuais teve grandes consequências sobre o preço dos ativos imobiliários mundo afora. A crise de 2008 gerou uma resposta por parte dos Bancos Centrais de praticamente todo o mundo, mas em especial os Bancos Centrais dos países desenvolvidos, no sentido de um aumento nunca antes visto da liquidez dos sistemas financeiros mundiais, através da redução aos limites mínimos das taxas de juros de curto prazo, mas também da aplicação de medidas de recompra de títulos de mais longo prazo, reduzindo-se

assim também a níveis baixíssimos toda a estrutura a termo da taxa de juros. Talvez Rangel nem tivesse cogitado que as taxas de juros um dia chegariam a patamares tão baixos que levariam a enormes valorizações do preço da terra de maneira não-especulativa, mas de acordo com os fundamentos econômicos.

Estas taxas de juros muito baixas, tanto a curto quanto a longo prazo, tem estimulado financiamentos imobiliários a taxas de juros negativas no mundo desenvolvido (Serapicos 2019), criando um aumento vertiginoso dos preços dos imóveis, muito acima dos fundamentos econômicos de um mundo em estagnação econômica crônica, o que vem levando os governos destes países a tomarem medidas não-usuais para a regulação do mercado imobiliário, especialmente no que se refere ao controle dos preços dos aluguéis, devido à crise habitacional que se instalou nestes países desde a crise de 2008 (Ling 2019; Khan 2018; Canzian 2019; Roden 2017).

2.4 EFEITOS DA FALTA DE REFORMA AGRÁRIA NO CADASTRO URBANO

As altas proporções da população urbana nos países ditos *em desenvolvimento* em comparação aos *países desenvolvidos* não nos permite imaginar que as ferramentas de planejamento urbano desenvolvidas no primeiro mundo surtam o efeito esperado em outras regiões menos desenvolvidas do globo, pelo menos não na atual realidade econômica-social. E isto também se aplica, é claro, ao cadastro técnico multifinalitário.

Enquanto a reforma agrária ideal almejada por muitos infelizmente não tem lugar, são o cadastro e as outras ferramentas de planejamento urbano que devem se adaptar a essa outra realidade particular da paisagem dos países subdesenvolvidos. Tentar, pelo contrário, promover a fórceps a modificação da terrível paisagem urbana destes locais para que se enquadrem nos modelos teóricos do mundo desenvolvido passaria, necessariamente, pela expulsão das classes menos favorecidas das grandes cidades, sem que exista do outro lado uma porta de saída.

Obviamente, compreendido este contexto histórico do desenvolvimento do capitalismo no Brasil, que não difere muito do desenvolvimento capitalista dos outros países da América Latina, não seria de se esperar que o cadastro técnico multifinalitário, assim como outras ferramentas do planejamento urbano, como concebidos nos países desenvolvidos, possam ser replicadas, sem as devidas adaptações, nessa outra realidade, quase que completamente oposta.

Desta maneira, vem em boa hora a implantação de núcleos de estudos específicos para o estudo e disseminação do cadastro na América Latina (Todorovski et al. 2019), em que entende-se que deve-se, contudo, concentrar os esforços destes núcleos na adaptação das ferramentas clássicas do CTM à realidade regional.

3 O MERCADO IMOBILIÁRIO E A ECONOMIA

"a economia é uma ciência histórica por excelência - qualidade que partilha com outras ciências sociais. Quer isso dizer que está submetida a um duplo processo evolutivo: o fenomenal (como representação, como ideia da coisa, como 'coisa para nós', no sentido kantiano) e o numenal (como objeto, coisa representada, 'coisa em si') ... e não pode ser estudada senão nesse duplo contexto."
(Rangel, 1956, p. 204)

3.1 OS VÁRIOS SIGNIFICADOS DO TERMO ECONOMIA

A propósito da religião (que, para Marx, era a ideologia por excelência), Hegel distinguiu três momentos: *doutrina, crença e ritual*; assim, fica-se tentado a distribuir em torno desses três eixos a multiplicidade de ideias associadas com o termo ‘ideologia’: a ideologia como um complexo de ideias (teorias, convicções, crenças, métodos de argumentação); a ideologia em seu aspecto externo, ou seja, a materialidade da ideologia, os Aparelhos Ideológicos de Estado; e por fim, o campo mais fúgido, a ideologia ‘espontânea’ que atua no cerne da própria ‘realidade’ social. (**zizek**) [@zizek, 15].

Segundo Singer (2005, 7), é possível distinguir pelo menos três significados do termo *economia*:

- a qualidade de ser estrito ou austero no uso de recursos ou valores;
- a característica comum de uma ampla gama de atividades que compõe a *economia* de um país, de uma cidade, etc.
- a ciência que tem por objeto a atividade que dá o segundo significado.

A economia (ciência) é a sistematização do conhecimento sobre a economia (atividade).

3.1.1 A economia como atividade

A ciência se divide a respeito da definição de economia como atividade, entre social (escola *marxista*) e individual (escola *marginalista*) (Singer 2005, 9).

Enquanto para os *marxistas* a atividade econômica é sempre coletiva, praticada mediante a divisão social do trabalho, para os *marginalistas* a atividade econômica é em sua essência individual, que atuam autonomamente, tendo em vista apenas seus desejos ou suas necessidades (Singer 2005, 10).

3.1.2 A economia como ciência

Também diferem os *marxistas* e os *marginalistas* quanto a definição de economia como ciência.

Enquanto para os *marxistas* a economia política é a ciência do social, abrangendo em seu campo de estudo o conjunto de atividades que formam a vida econômica da sociedade (Singer 2005, 14), para os *marginalistas* a ciência econômica tem como modelo as ciências da natureza, onde cada uma das quais tem como objeto próprio um determinado “setor” do universo físico. Analogamente, as ciências do homem teriam como objeto um “setor” do universo humano (Singer 2005, 15).

Para Rangel (2012g), “ciência é classificação e medida - não apenas medida, como pode se depreender do lema econométrico. Se ciência fosse medida não haveria ciência em Aristóteles ou Hegel” (Rangel 2012g, 204).

A evolução da economia, segundo Rangel (2012g), dá-se através de um duplo processo evolutivo, o fenomenal e o numenal, seguindo a filosofia de Kant:

a economia é uma ciência histórica por excelência - qualidade que partilha com outras ciências sociais. Quer isso dizer que está submetida a um duplo processo evolutivo: o fenomenal (como representação, como ideia da coisa, como “coisa para nós”, no sentido kantiano) e o numenal (como objeto, coisa representada, “coisa em si”) [...] e não pode ser estudada senão nesse duplo contexto (**rangel1956**).

3.1.3 A Economia como Ciência Social

Como Ciência Social, a Economia pode ser definida como a ciência:

que estuda como as pessoas e a sociedade decidem empregar recursos escassos, que poderiam ter utilização alternativa, na produção de bens e serviços de modo a distribuí-los entre as várias pessoas e grupos da sociedade, a fim de satisfazer as necessidades humanas (**passosnogami**).

Para Rosseti (2014, 31), no entanto, a Economia não é uma ciência com limites nitidamente definidos, assim como as demais ciências sociais:

À semelhança do que ocorre com os demais ramos das ciências sociais, não se pode considerar a economia como fechada em torno de si mesma. Pelas implicações da ação econômica sobre outros aspectos da vida humana, o estudo da economia implica a abertura de suas fronteiras às demais áreas das ciências humanas. Esta abertura se dá em dupla direção, assumindo assim caráter **biunívoco**.

Segundo (2014, 32), a separação das ciências sociais em especialidades distintas é não-rigorosa, ou, ao contrário, estas especialidades estão entremeadas:

Em síntese, pode-se inferir que as interfaces da economia com outros ramos do conhecimento social decorrem de que as relações humanas e os problemas nelas implícitos ou delas decorrentes não são facilmente separáveis segundo níveis de referência rigorosamente pré-classificados. O referencial econômico deve ser visto apenas como uma abstração útil, para que se analisem aspectos específicos da luta humana pela sobrevivência, prosperidade, bem-estar individual e bem-comum. Ocorre, todavia, que essa mesma luta não se esgota nos limites do que se convencionou chamar de relações econômicas. Vai muito além, abrangendo aspectos que dizem respeito à postura ético-religiosa, às formas de organização política, aos modos de relacionamento social, à estruturação da ordem jurídica, aos padrões das conquistas tecnológicas, às limitações impostas pelas condições do meio ambiente e, mais abrangemente, à formação cultural da sociedade.

3.2 O MERCADO IMOBILIÁRIO E A MACROECONOMIA

Segundo Leung (2004), há um reconhecimento relativamente recente e crescente sobre a importância da interação entre os diversos mercados imobiliários entre si e entre o mercado imobiliário como um todo e a macroeconomia.

Pesquisas em economia habitacional convencional e em economia urbana praticamente ignoram as interações com a macroeconomia. Na melhor das hipóteses,

algumas análises teóricas e empíricas da economia urbana e habitacional incluem variáveis macroeconômicas (como inflação, crescimento econômico, PIB, taxa de desemprego etc.) como ‘variáveis de controle’ exógenas (Leung 2004, 3).

Por sua vez, os livros de Economia tradicionais ou tratam o mercado imobiliário como apenas uma dos muitos mercados de bens de consumo ou o negligenciam como um todo. A Macroeconomia convencional ignora completamente o mercado imobiliário (Leung 2004, 3), embora o mercado habitacional constitua uma grande parte da Macroeconomia (Leung 2004, 5). Krugman (2014) afirmou que um dos segredos da política monetária reside no fato que a política monetária funciona através do mercado imobiliário, tendo pouco impacto direto no investimento em negócios.

Segundo Greenwood e Hercowitz (apud Leung 2004, 5), o estoque de capital imobiliário é maior do que o capital de negócios e, em geral, o valor de mercado investido anualmente no mercado habitacional é maior do que o investimento em negócios, o que claramente faz do segmento habitacional muito mais do que apenas um outro mercado de bens de consumo.

Davis and Heathcote (2001) (apud Leung 2004, 6) afirmam que o valor de mercado das propriedades imobiliárias em estoque nos EUA é aproximadamente igual ao PIB médio anual.

No Brasil, segundo Costa (2018, 2018, 155), a participação dos ativos de base imobiliária era cerca de 40% dos bens e direitos declarados na Declaração do Imposto de Renda da Pessoa Física. Deve-se levar em conta, no entanto, que os valores declarados são os valores do momento da aquisição dos imóveis, que não são atualizados para fins de declaração de imposto de renda, portanto estes são usualmente menores do que os valores de mercado.

Segundo Leung (2004, 4), no entanto, mais recentemente tem havido um pequeno porém crescente esforço de pesquisa para preencher a lacuna entre as duas literaturas e lançar luz sobre questões que são conjuntamente consequentes para a macroeconomia e a habitação.

O mercado imobiliário, diferentemente de outros mercados de capitais, exibe uma flutuação de valores baixa e não muda imediatamente após a mudança do noticiário econômico (Adams and Füss 2010, 3). O mercado imobiliário residencial, em particular, mostra forte rigidez pra baixo, porque os donos de imóveis residenciais tendem a resistir a venda da propriedade sob períodos de recessão econômica (Case, Glaeser, and Parker 2000, 129).

Adams and Füss (2010) mostraram, com a observação de dados em painéis de 15 países por um período de 30 anos, que variáveis macroeconômicas apresentam um significativo impacto no preço de imóveis residenciais.

Segundo Adams and Füss (2010, 18), particularmente variáveis como emprego, produção industrial e aumento da base monetária demonstraram-se propensas a au-

mentar a demanda por imóveis residenciais, aumentando assim os seus preços. Além disto, um aumento na taxa de juros de curto prazo também afeta positivamente o preço dos imóveis residenciais, pelo efeito do aumento dos custos de financiamento e pelo desaquecimento do setor de construção, o que ocasiona também um aumento no preço dos aluguéis, que também puxa para cima o preço dos imóveis.

Por outro lado, um aumento nas taxas de longo prazo leva a diminuição da demanda por imóveis residenciais. Por causa da maior atratividade nos investimentos de renda fixa oriundos do aumento das taxas de longo prazo, reduz-se a demanda por (investimento em) imóveis residenciais, o que por conseguinte reduz os seus preços (Adams and Füss 2010, 19).

Adams and Füss (2010) notaram também que, devido a diferenças no nível regulatório e nas características do mercado hipotecário, houve um alto grau de variação entre os países, embora os resultados sejam muito similares mesmo com a variação dos métodos de estimação.

Na figura 7...

3.2.1 O mercado imobiliário e os fundamentos econômicos

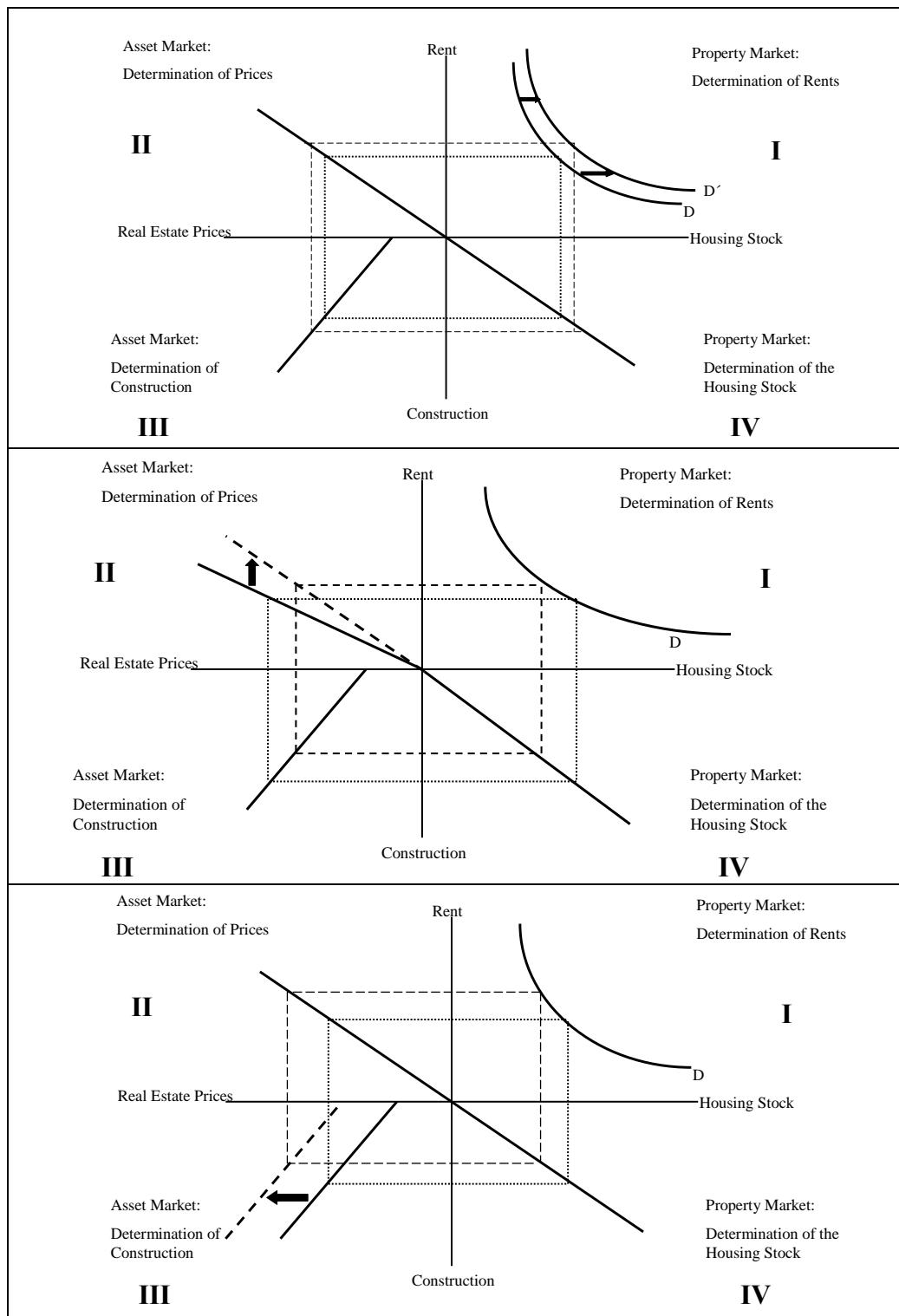
O mercado imobiliário, assim como acontece com o mercado mobiliário, deve seguir os fundamentos da Economia no longo prazo. No entanto, eventuais descolamentos dos preços no mercado imobiliário dos fundamentos econômicos podem ocorrer. A este descolamento é dado o nome de bolha especulativa.

Existe no mercado imobiliário uma propensão à formação de bolhas especulativas, devido a diversos motivos, como “expectativas exuberantes” e problemas de informações de preços, que são difíceis devido às particularidades do mercado imobiliário (Adams and Füss 2010, 3).

Figura 7 – O impacto das variáveis macroeconômicas no preço dos imóveis residenciais.

Figure 1: The Impact of Macroeconomic Variables on Real House Prices.

Notes: The upper panel shows an increase in economic activity, the central panel shows the effects of an increase in long-term interest rates. The lower panel shows the effects of an increase in short-term interest rates and general construction costs.



Fonte: Adams and Füss (2010).

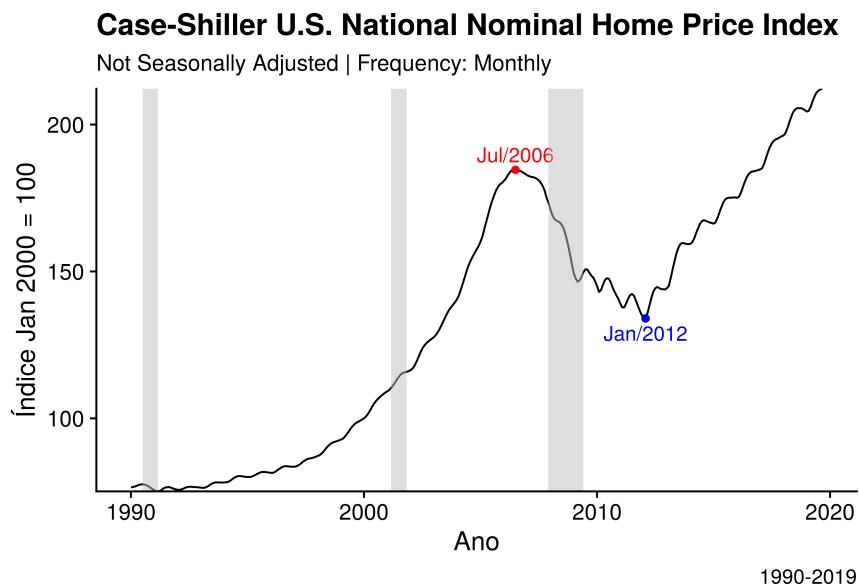
3.2.2 Comportamento recente do mercado imobiliário e relação com as variáveis macroeconômicas

No Brasil não existem séries históricas de prazo satisfatórios para uma análise de longo prazo referente ao preço dos imóveis. No entanto, como explicitado no teoricamente no capítulo 2, e mostrado por Adams and Füss (2010) numa série de países, num mundo globalizado, em que há livre fluxo de capitais, a tendência é que o comportamento dos preços siga uma mesma tendência, portanto a análise do comportamento dos preços nos países centrais da economia mundial tende a representar o que ocorrerá, com maior ou menor *lag*, nos outros países, influenciados pelas variáveis e decisões ocorridas nestes países.

A figura 8 mostra a evolução do *Home Price Index* de Case e Shiller, desde 1990.

É possível notar pela análise do índice que os preços dos imóveis que, após o estouro da bolha do *subprime*, os preços sofrem uma nítida tendência de alta, desde janeiro de 2012, ultrapassando já, em termos nominais, os níveis de preços anteriores à crise de 2008.

Figura 8 – Home Price Index, de Case e Shiller, em termos nominais.

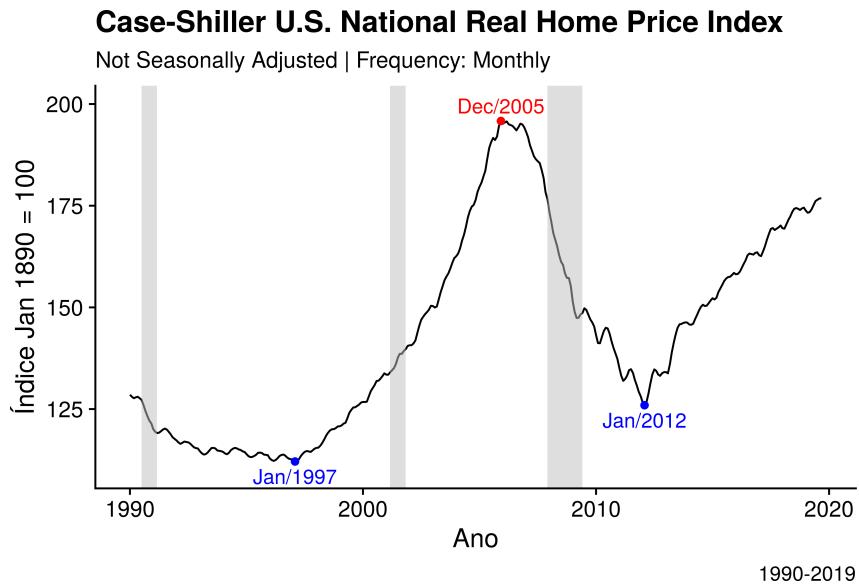


Fonte: O autor, à partir de dados de Quandl (2020).

Em julho de 2006 o índice atingiu o valor de 184,62 pontos, entrando então em tendência de baixa, até atingir os 134,16, em janeiro de 2012, quando se iniciou nova tendência de alta, que perdura até os dias atuais. No momento em que se escreve esta dissertação o índice se encontra com 212,20 pontos, maior valor da série histórica.

Em termos reais, no entanto, os preços ainda são inferiores ao pico registrado, mas há uma nítida tendência de alta, conforme pode ser visto na figura 9.

Figura 9 – Home Price Index, de Case e Shiller, em termos reais.



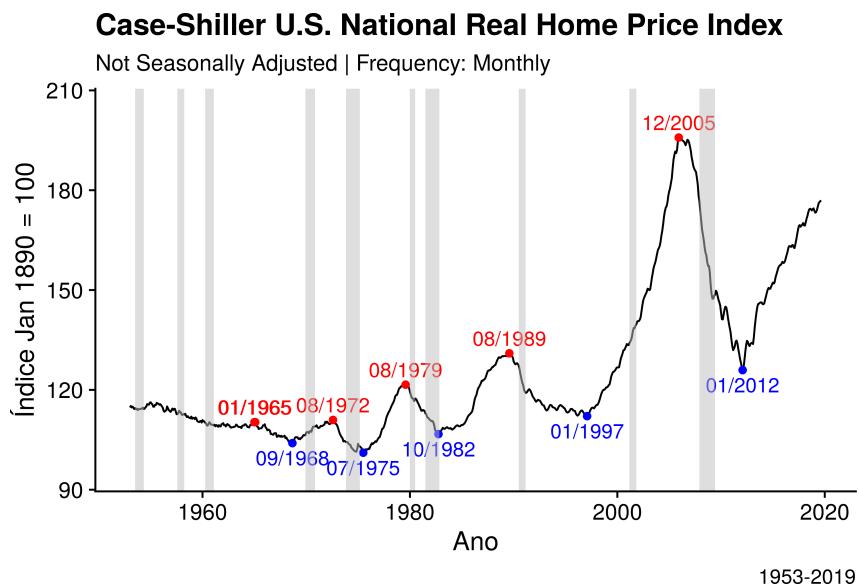
Fonte: O autor, à partir de dados de Quandl (2020).

Na atualidade este índice se encontra em 176,84 pontos, sendo que o maior valor da série histórica se deu em dezembro de 2005.

Em janeiro de 1997, o índice estava em 112,37 pontos. Desta data em diante, o índice entrou em franca tendência de alta até atingir os 195,83 pontos, em dezembro de 2005, auge, em termos reais, da bolha imobiliária, que no entanto só viria a estourar, nominalmente falando, em julho de 2006, como se pode ver na figura 8.

É importante salientar que o fenômeno da alta tão relevante dos preços dos imóveis é relativamente recente. O gráfico da figura 10 ilustra isto.

Figura 10 – HPI, em termos reais, desde 1890.



Fonte: O autor, à partir de dados de Quandl (2020).

O valor mínimo da série histórica (não mostrado no gráfico) foi atingido em Nov/1921, quando o índice atingiu a marca de 65,61 pontos.

É interessante notar que, em um século, desde 1890, o índice de preços reais de imóveis atingiu um valor máximo de apenas 130,99 pontos, o que ocorreu em agosto de 1989.

Ou seja, em relação ao topo histórico de um século (agosto de 1989) à partir do início da coleta do índice (1890), o índice hoje se encontra 45,85 pontos percentuais acima daquela marca e a apenas 18,99 pontos percentuais abaixo de atingir o topo histórico de dezembro de 2005.

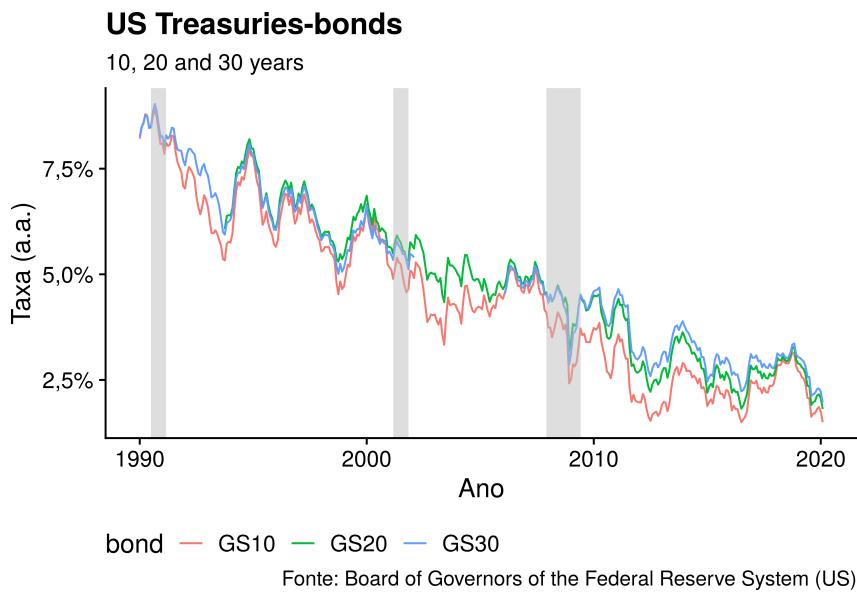
Em janeiro de 2012, no fundo do vale da curva do índice real, este atingiu 126,65 pontos, apenas 4,34 pontos abaixo do topo histórico de um século à partir de 1890.

Isto poderia ser indício da formação de nova bolha imobiliária, nos moldes da que estourou em meados de 2006, com consequências catastróficas para a economia global?

Bolhas imobiliárias são difíceis de serem identificadas. Bolhas são fenômenos de curto prazo que representam descolamentos dos preços em relação aos seus fundamentos. Logo, para se afirmar que existe uma bolha, é necessário mostrar que inexiste uma correlação entre os fundamentos e os preços dos ativos imobiliários.

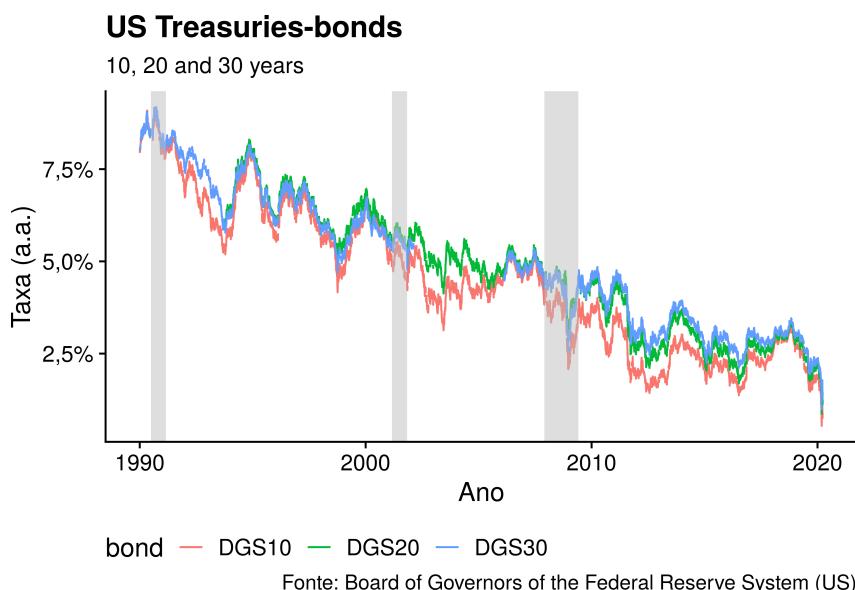
Como anteriormente mencionado, uma das variáveis macroeconômicas que afetam o mercado imobiliário são as taxas de juros de longo prazo. Uma diminuição das taxas de juros de longo prazo tende a reduzir a demanda por títulos públicos de longo prazo e a aumentar a demanda por investimentos com base imobiliária.

Estas taxas de juros de mais longo prazo tem caído no mundo todo, especialmente nas economias desenvolvidas, como ilustra o gráfico da figura 11, elaboradas a partir de dados obtidos do Federal Reserve Bank (FED) (2020a), FED (2020b), FED (2020c). Esta mostra as taxas de juros dos títulos da dívida do tesouro norte-americano, em periodicidade mensal. A causa da queda destas taxas de juros de mais longo prazo (assim como as de curto prazo) são atribuídas a diversos fatores, o que vai muito além do escopo deste trabalho. Uma boa discussão pode ser vista em Pereira (2018), Krugman (2020).

Figura 11 – Taxas dos *treasuries bonds* desde janeiro/1990.

Fonte: O autor, à partir de dados do Federal Reserve Economic Data (FRED).

Mesmo uma análise mais ampla (desde 1953) das taxas de juros mostram que o período recente é o período de menor taxa de juros em termos históricos, o que pode ser visto na figura 13.

Figura 12 – Taxas diárias dos *treasuries bonds* desde janeiro/1990.

Fonte: O autor, à partir de dados do FRED.

No momento em que se escreve deste trabalho, a taxa de juros dos títulos de mais longa maturidade, ou seja, de 30 anos, está em 1,45% a.a.

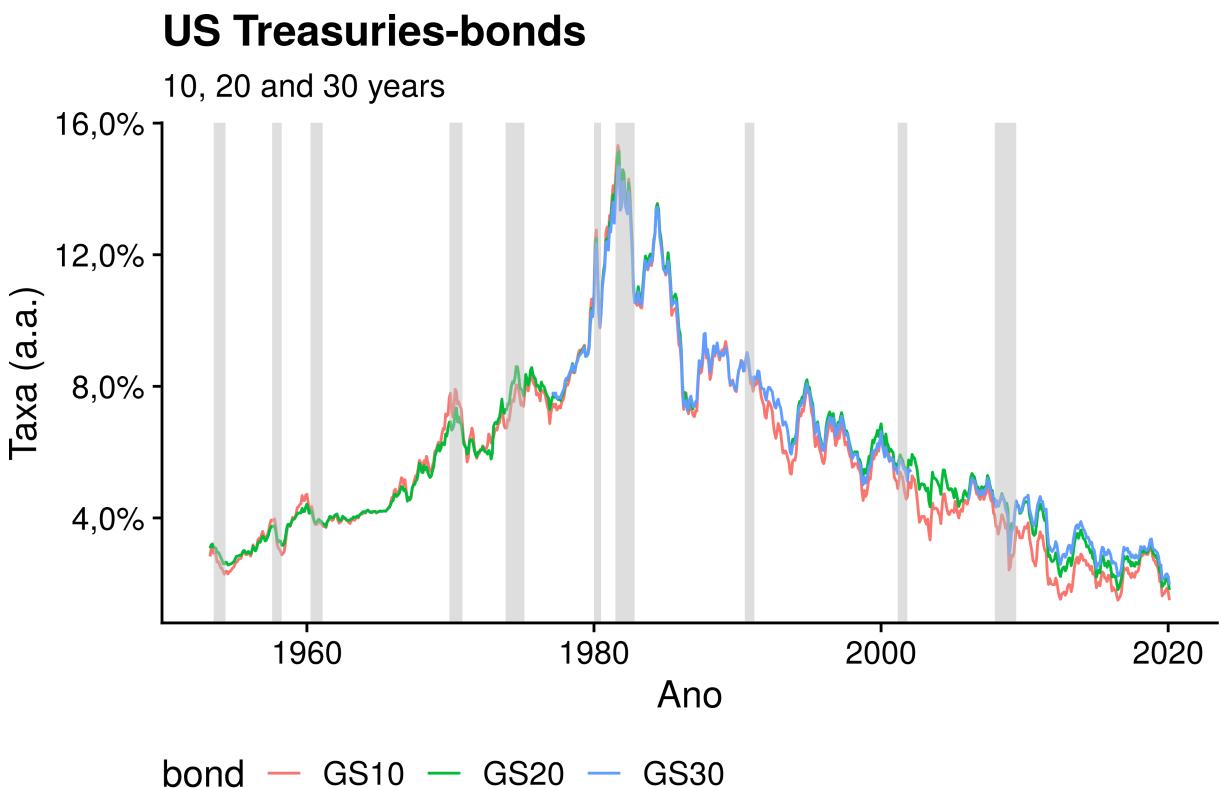
Para os títulos com vencimento em 20 anos, a taxa está em 1,23 % a.a. e para os títulos com vencimento em 10 anos está em 0,88% a.a., todos muito perto dos seus

valores mínimos da série histórica, que foram atingidos em 2020-03-09, quando os títulos com maturidade de 10 anos atingiram impressionantes 0.54% a.a.

Segundo Krugman (2020), no entanto, isto não está a ocorrer apenas nos EUA, mas em todo o mundo desenvolvido, com maior ou menor gravidade, já há alguns anos, e não deve ser interpretado apenas como um efeito de curto prazo de uma crise com a do Corona vírus, que só fez agravar ainda mais um quadro que já vem de longo prazo:

What this tells us is that the bond market isn't just pricing in a global recession driven by the coronavirus, but that it expects the Fed funds rate to be near zero a lot of the time looking forward. That is, the market sees a future of secular stagnation, in which the economy is in a liquidity trap, that is, a situation in which monetary policy loses most of its traction, much if not most of the time. We were in a liquidity trap for 8 of the past 12 years; the market now appears to believe that something like this is the new normal.

Figura 13 – Taxas mensais dos *treasuries bonds* desde abril/1953.



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

Fonte: O autor, à partir de dados do FRED.

Esta longa e sustentada tendência de queda de longo prazo, com esta persistência não pode ser atribuída a uma bolha especulativa, i.e. um desvio de curto prazo de uma tendência de longo prazo, mas sim a uma tendência estrutural, sistêmica.

Esta alta queda das taxas de juros dos ativos financeiros de longo prazo é uma das causadoras da elevação dos preços dos mesmos ativos, assim como a elevação do preço dos imóveis.

A grande diferença então da recente alta dos preços dos imóveis (desde 2012) da alta anterior (até Dez/2005) é que a alta mais recente é plenamente justificada pela altíssima liquidez dos mercados. Ou seja, não se pode atribuir a recente alta dos preços dos imóveis à especulação imobiliária, ou pelo menos não se pode atribuir a recente alta somente a especulação: há fundamento para a alta, o que se discuti com mais propriedade no capítulo 3.3.

Em um cenário de longo prazo, a tendência é que a crise de 2008 apenas tenha acelerado em demasia, momentaneamente, o que já era uma tendência de longo prazo, portanto estrutural, da economia.

3.2.3 O Mercado Imobiliário e o setor bancário

A participação dos produtos financeiros relacionados ao setor imobiliário constituem uma grande parte dos portfolios bancários. Justamente por isto, crises bancárias estão frequentemente associadas a superexposição do setor bancário no mercado imobiliário (Case, Glaeser, and Parker 2000, 148).

Quedas nos preços dos valores dos imóveis podem ocorrer, não apenas por causa do estouro de uma bolha especulativa, mas também por conta de uma inversão dos fundamentos econômicos que sustentavam os preços (Case, Glaeser, and Parker 2000, 129), como parece ser o caso no momento.

3.3 O MERCADO IMOBILIÁRIO E A MICROECONOMIA

O mercado imobiliário, como visto na seção anterior, não pode ser considerado um simples mercado de bens, como outros bens de consumo em geral, como automóveis, móveis ou eletrodomésticos. Sua análise em nível macroeconômico, portanto, requer um estudo mais aprofundado das variáveis da Economia do país, o que não quer dizer que não se dispense de analisar também o seu comportamento microeconômico, o que aliás a NBR 14.653-01 (2019) parece ter acabado de perceber e recomendar.

3.3.1 Estruturas básicas de mercado

De acordo com a NBR 14.653-01 (2019, ix):

As estruturas básicas do mercado podem ser, resumidamente:

- **Concorrência Perfeita:** situação em que o número de vendedores e de compradores é suficientemente elevado para que um agente isolado não seja capaz influenciar o comportamento dos preços;
- **Monopólio:** É constituído por um único vendedor;
- **Monopsônio:** é constituído por um único comprador;

- **Oligopólio:** é constituído por um número pequeno de vendedores;
- **Oligopsônio:** é constituído por um número pequeno de compradores.

3.3.2 Particularidades do mercado imobiliário

Também em nível microeconômico o mercado imobiliário é um mercado diferenciado dos outros mercados de bens de consumo. Apesar de toda a indústria da construção ter evoluído muito ao longo das últimas décadas, ainda persiste no Brasil um forte componente artesanal na construção civil, o que implica em bens imóveis de características muito distintas, a depender da mão-de-obra aplicada na sua execução. Também a questão do projeto arquitetônico implica numa singularidade para cada bem imobiliário. Mas mais importante ainda é a questão da localização, que torna cada imóvel único. Isto não ocorre em qualquer outro mercado de bens de consumo. A não ser por questões de natureza sentimental, um carro, uma geladeira, ou praticamente qualquer outro bem de consumo é produzido em série: existem milhares de itens iguais no mercado. Isto nunca ocorre com os imóveis. Mesmo apartamento vizinhos, em um mesmo prédio, tem características diferentes, dada a sua posição solar, localização do andar em relação ao prédio, a vista que cada um possui, entre outras questões.

Segundo a NBR 14.653-01 (2019, x), “o mercado imobiliário caracteriza-se como um ‘mercado imperfeito’, com bens não homogêneos, estoque limitado, liquidez diferenciada e grande influência de fatores externos.”

De acordo com Adams and Füss (2010, 2010, 3), a forte inércia dos preços do mercado imobiliário influencia o comportamento do mercado durante os booms econômicos, já que a exuberância das expectativas (exuberância irracional) dos proprietários de imóveis facilita a formação de bolhas nestes mercados. Além disto, a falta de informação a respeito de preços no mercado imobiliário, pelo motivo deste ser um mercado segmentado, ou seja, os preços obedecem uma lógica local, também é uma facilitadora da formação de bolhas.

3.3.3 Diagnóstico de mercado

A NBR 14.653-01 (2019, 12), estabelece que, “o profissional, conforme o tipo de bem, as condições de contratação, o método empregado e a finalidade da avaliação, pode **tecer considerações sobre o mercado do bem avaliado**, de forma a indicar, tanto quanto possível, **a estrutura, a conduta e o desempenho do mercado**.”

3.3.4 O imóvel visto como um investimento

Na ótica do investidor (e não do especulador, que pretende ganhar com a volatilidade do mercado, ou seja, comprando na baixa e vendendo na alta), o imóvel é como um título de longo prazo. Racionalmente ou não, o comprador de um imóvel com fins

de investimento espera que o imóvel comprado vá gerar um fluxo de aluguéis (constantes ou não) ao longo do tempo, de maneira que este fluxo de aluguéis compense o investimento inicial na compra do imóvel.

Diferentemente do que hoje ocorre com os investimentos capitalistas, onde o payback esperado gira em torno de 5 a 10 anos, o comprador de um imóvel esperar que este gere um fluxo de renda ao longo de décadas.

Assim, a compra de um imóvel assemelha-se à compra dos títulos de renda fixa de maior *duration* disponíveis no mercado.

Ora, como se sabe, o valor de face destes títulos, ou seja, o valor do resgate destes títulos no vencimento, é dado. Porém, estes títulos são negociados no mercado secundário a valor de mercado, sendo que os títulos de longo prazo são altamente sensíveis a variações nas taxas de juros de longo prazo. A saber, o preço destes títulos é inversamente proporcional às taxas de juros, ou seja, quanto menor as taxas, maior o valor presente dos títulos, ou valor de mercado, e vice-versa.

3.3.4.1 Duration de um título de renda fixa

Segundo Marins (2009a), a *duration* de um título, ou de um conjunto de títulos de renda fixa pode ser calculada de acordo com a fórmula a seguir, de Macaulay:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n t \times \frac{F_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}}$$

3.3.4.2 Séries Perpétuas

Uma série perpétua é uma série suficientemente longa de maneira que as entradas ou saídas de caixa possam ser consideradas infinitas (geralmente séries acima de 20 anos podem ser consideradas perpétuas).

Assim, o Valor Presente *VP* de uma série de pagamentos perpétua de valor periódico *A*, descontados de uma taxa de juros *i* é igual a:

$$VP = \lim_{n \rightarrow \infty} A \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = \frac{A}{i}$$

Cálculo do valor justo de um imóvel

O cálculo do valor justo de um imóvel pode ser feito considerando-se o método do fluxo de caixa descontado, assim como é feito o *valuation* de uma empresa capitalista.

Por exemplo, se um investidor estima que o fluxo líquido de um determinado imóvel (aluguéis descontados de impostos, taxas e manutenção) será de R\$2.000,00 mensais, a uma taxa de juros de 2% ao ano, o valor presente do imóvel, considerando-

se que este fluxo seja constante ao longo de toda a vida útil do imóvel (não menor do que 20 anos), é:

$$P = \frac{12 \times 2.000}{0,03} = 800.000$$

Uma queda moderada da taxa de juros de longo prazo, digamos, para 2% a.a., teria o seguinte impacto no valor presente deste imóvel:

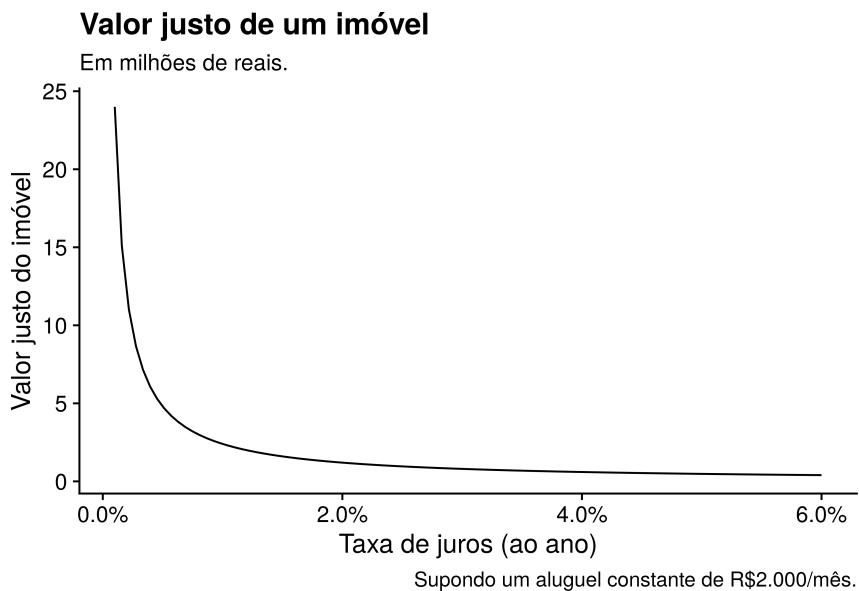
$$P = \frac{12 \times 2.000}{0,02} = 1.200.000$$

Já uma queda da taxa de juros de longo prazo mais agressiva, digamos para 1% a.a., teria o seguinte impacto:

$$P = \frac{12 \times 2.000}{0,01} = 2.400.000$$

A figura 14 mostra como varia, *coeteris paribus*, o valor justo de um imóvel em função da taxa de juros de longo prazo.

Figura 14 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros.



Fonte: Do autor.

A tabela 2 mostra...

Tabela 2 – Valor justo de um imóvel em função do valor do aluguel.

Taxa de Juros(%)	Valor Justo (R\$)
0,10	24.000.000
0,25	9.600.000
0,50	4.800.000
0,75	3.200.000
1,00	2.400.000
1,50	1.600.000
2,00	1.200.000
3,00	800.000
4,00	600.000
5,00	480.000
6,00	400.000

Notas:

Supondo um aluguel constante de R\$2.000/mês.
Taxas de juros anuais.

Fonte: Do autor.

3.3.5 O efeito da política de limitação do valor de aluguéis

A política de limitação do valor de aluguéis garante o controle da inflação, controlando os custos de moradia para a população (aluguéis), garantindo assim o direito à moradia, que não implica um direito à propriedade (Costa 2018).

Obviamente que isto implica de um efeito balizador importante para o cálculo de um preço justo dos imóveis, mas será que esta política apenas é uma política capaz de regular com um mínimo de equidade o valor do solo urbano?

Qualquer instrumento financeiro, como um título público, uma ação de uma empresa, ou um derivativo, terá um valor de mercado diferente do valor justo calculado para o instrumento, em virtude dos movimentos do mercado (oferta vs. demanda), que se dão não apenas pelos fundamentos econômicos, mas também pelas expectativas dos diversos agentes econômicos em relação ao valor futuro daquele instrumento.

No entanto, assim como o *valuation* serve para calcular o “preço justo” de uma ação (ou *target price*, ou ainda preço-alvo), o que por sua vez permite às corretoras efetuarem recomendações (*outperform* ou *buy*, *neutral* ou *hold*, *underperform* ou *sell*), assim como o método de Black&Scholes (Marins 2009b) permite o cálculo do preço justo das opções de compra e venda, as séries perpétuas permitem um cálculo razoável do preço justo de um imóvel, haja vista que permitem, sem maiores especulações, o cálculo do fluxo de caixa descontado dos aluguéis, balizando assim as expectativas em torno dos preços dos imóveis, ajudando a conter dessa maneira a especulação imobiliária.

Em períodos de normalidade econômica poder-se-ia dizer que o estabelecimento de preços máximos de aluguéis seriam suficientes para conter uma especulação imobiliária desenfreada.

No entanto, o mundo não vive tempos de normalidade econômica. Desde a crise de 2008 o mundo vive tempos de uma crise crônica, persistente, que tem sido enfrentada pelos bancos centrais (especialmente os bancos centrais dos países desenvolvidos, onde a estagnação é maior), por enormes aumentos de liquidez do sistema financeiro.

Ou seja, a imposição de um valor máximo aos aluguéis pode ser uma boa política para contenção da inflação, regulando os custos de moradia das classes menos privilegiadas, impondo também alguma limitação da especulação imobiliária desenfreada, porém em um cenário de juros baixíssimos e estagnação econômica crônica como o que se avizinha e que cada vez mais se prevê de forma duradoura, não será o suficiente para conter uma alta expressiva no valor dos imóveis.

Pode-se prever que, apenas com esta política de limitação de aluguéis, o mundo estará fadado a dividir os cidadãos em proprietários e locatários, uma vez que o preço do aluguel estará controlado, mas o valor dos imóveis tende a disparar.

3.4 PROBLEMAS GERADOS PELO ALTO VALOR DOS IMÓVEIS

Além dos problemas relacionados ao setor bancário discutidos na seção 3.2.3, existe um problema normalmente desconsiderado pela maioria é que altos preços de imóveis e/ou aluguéis previnem que os trabalhadores se mudem para cidades com maior produtividade marginal do trabalho. Ou seja, algumas pessoas tendem a se manter em ocupações de baixa produtividade em cidades pequenas, no interior, ao invés de se mudarem para grandes cidades onde certamente teriam ocupações de maior produtividade, como numa fábrica, por exemplo, pois o custo adicional de moradia que elas teriam não seria compensado pelo maior salário que receberiam, devido à maior produtividade da sua ocupação. Se fosse possível a redução dos custos de moradia em regiões de maior produtividade da mão de obra, isto resultaria num maior Produto Interno Bruto (Case, Glaeser, and Parker 2000, 149).

Mas o principal problema advindo de uma grande alta no valor dos imóveis é o problema da reversão das expectativas: uma vez que as expectativas se revertem, seja por um aumento da taxa de juros, seja pelo estouro de uma bolha de crédito, como ocorreu em 2008, tendem a causar transtornos tanto para as pessoas físicas, que podem perder seus imóveis, quanto para as instituições financeiras expostas ao risco do mercado imobiliário, seja para os governos que são instados a socorrer as empresas e as pessoas em dificuldades.

4 O MÉTODO INVOLUTIVO

Segundo a NBR14653-01 (2019, 14), o método involutivo “identifica o valor do bem, alicerçado no seu aproveitamento eficiente, baseado em modelo de estudo de viabilidade técnico-econômica, **mediante hipotético empreendimento compatível** com as características do bem e **com as condições de mercado no qual está inserido**, considerando-se cenários viáveis para a execução e comercialização do produto. O método involutivo pode identificar o valor de mercado. No caso da utilização de premissas especiais, o resultado é um valor especial.”

Apesar de laboriosa, os resultados obtidos com a aplicação do método são repletos de incertezas, pois as variáveis e os riscos envolvidos não são facilmente mensuráveis.

As incertezas vão desde à manutenção dos custos de construção previstos, até aos valores de comercialização do empreendimento e sua velocidade de vendas, passando pelas incertezas quanto às variáveis macroeconômicas vigentes.

4.1 INCERTEZAS EM RELAÇÃO ÀS VARIÁVEIS DE ENTRADA

A construção civil, especialmente nos países em desenvolvimento, onde a indústria da construção ainda não é totalmente desenvolvida, uma atividade com alta participação de trabalho artesanal, onde os custos e os prazos podem facilmente escapar do controle dos administradores.

Além desta peculiaridade do setor, ainda existem as incertezas inerentes à situação econômica do país, estado ou cidade em que se desenvolvem as atividades, que podem alterar as previsões iniciais de custos e receitas previstas para o empreendimento.

4.1.1 Análises de sensibilidade

A Engenharia de Avaliações, na busca de tentar lidar com estas incertezas, estabeleceu algumas análises de sensibilidade para as variáveis de entrada do método involutivo. No entanto, estas análises de sensibilidade são aplicadas de maneira separada para cada variável, todas as outras permanecendo constantes, *i.e.* incluída a condição *coeteris paribus*. Ocorre que, como se sabe, a condição *coeteris paribus* raramente se aplica, pois uma variável está sempre de alguma maneira relacionada com a outra.

4.1.2 Simulações

Haja vista o problema relatado com as análises de sensibilidade, onde o estabelecimento da cláusula *coeteris paribus* é meramente teórica, tendo pouca validade

prática, o uso de simulações, onde são consideradas relações entre as variáveis de entrada, se fazem necessárias.

Em Hochheim (2017) foram realizadas simulações considerando-se diversas hipóteses, tais como a distribuição de probabilidades *a priori* e a dependência entre as variáveis. No entanto, foram modeladas apenas dependências teóricas entre as variáveis (independência total, dependência total e 50% de independência).

A escolha da distribuição *a priori* das variáveis influencia no resultado final das simulações. No entanto, entende-se que uma correta definição da correlação entre as variáveis seja de maior importância, especialmente quando se trata de análises de risco de um empreendimento.

Segundo Matloff (2017), o *princípio da ocorrência frequente de eventos extremos* afirma que, apesar da pequena probabilidade de ocorrência de um evento, sendo o número de repetições de uma experiência suficientemente alto, a tendência é que este evento ocorrerá. De maneira que considera-se que a distribuição uniforme de probabilidades *a priori* para cada variável seja uma boa hipótese.

...

A relação entre as variáveis, no entanto, pode ser

Outra importante observação que se deve fazer é como o mercado em que o empreendimento se encontra afeta a correlação entre estas variáveis.

Num mercado de concorrência perfeita, por exemplo, um aumento de custos não poderá ser repassado ao consumidor sem perda de *market share*, ou seja, a tendência é que as firmas absorvam o aumento de custos perdendo margem de lucro.

Já num mercado monopolista, a tendência é repassar o aumento de preços ao consumidor, mantendo-se os lucros do monopolista.

Hochheim (2017), a partir de simulações com diversos cenários, concluiu que a variável fluxo de vendas foi a variável mais impactante na formação do valor de um empreendimento hipotético. No entanto, como salienta Hochheim (2017, 2017, 119), esta variável está intimamente correlacionada com a variável taxa mínima de atratividade, o que torna importante a correta definição desta taxa.

4.1.2.1 A taxa mínima de atratividade

Na prática atual da Engenharia de Avaliações convencionou-se o estabelecimento de uma taxa mínima de atratividade igual a um múltiplo da taxa de juros de curto prazo, ou taxa selic, usualmente feito igual a 3.

No entanto, considera-se que este parâmetro é injustificado e pode ser, no mínimo, contestado, ainda mais em se tratando de uma possível perícia judicial para o estabelecimento do valor de um imóvel.

Ora, a taxa mínima de atratividade de um empreendimento qualquer não pode ser inferior a taxa dos títulos de dívida pública do governo **de duration similar à**

Tabela 3 – Preços e taxas de referência dos títulos públicos

Título	Vencimento	% a.a.	Valor Mínimo	P. U.
Indexados ao IPCA				
Tesouro IPCA+ 2026	15/08/2026	3,85	R\$52,06	R\$2.603,44
Tesouro IPCA+ 2035	15/05/2035	4,41	R\$34,55	R\$1.727,81
Tesouro IPCA+ 2045	15/05/2045	4,41	R\$33,70	R\$1.123,56
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2030	15/08/2030	4,00	R\$38,84	R\$3.884,89
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2040	15/08/2040	4,32	R\$40,74	R\$4.074,36
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2055	15/05/2055	4,42	R\$43,05	R\$4.305,38
Prefixados				
Tesouro Prefixado 2023	01/01/2023	5,63	R\$34,39	R\$859,98
Tesouro Prefixado 2026	01/01/2026	7,43	R\$33,10	R\$662,07
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2031	01/01/2031	8,08	R\$34,70	R\$1.156,75
Indexados à Taxa Selic				
Tesouro Selic 2025	01/03/2025	0,03	R\$105,57	R\$10.557,81

* Tesouro Direto

duração do empreendimento, haja vista que o investimento em títulos públicos pode ser considerado um investimento livre de risco. Ou seja, estabelecido um cronograma para o empreendimento como um todo, incluindo a fase de vendas, a taxa livre de risco pode ser determinada com precisão. Porém, a taxa livre de risco apenas é estabelecida no momento da aplicação do método, desconsiderando-se que esta taxa tem livre flutuação e grande impacto na formação do preço final do imóvel.

Resta ainda a determinação da taxa de risco a ser embutido na taxa mínima de atratividade, juntamente com a taxa livre de risco, através, por exemplo, do *Capital Asset Pricing Model*, como descrito em Hochheim (2017, 2017, 69–73), de acordo com a fórmula abaixo:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Inexiste, para tal, método exato de cálculo, como salienta Hochheim (2017), donde deve-se permitir alguma variação para a entrada da taxa mínima de atratividade nas simulações.

Porém, não apenas a variação devido à inexatidão da taxa de risco deveria ser embutida nas simulações, mas também uma variação devido às possíveis flutuações da taxa livre de risco.

Outra questão de suma importância é que, assim como a taxa mínima de atra-

tividade influencia no cálculo do valor do imóvel através da variável fluxo de vendas, através da mudança da taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa para o cálculo do valor presente, ela também exerce influencia sobre o preço de venda das unidades, como visto no capítulo 3, impactando também o fluxo de caixa do empreendimento, desta vez não pela variação da taxa de desconto aplicada, mas pela variação da magnitude do valor das vendas.

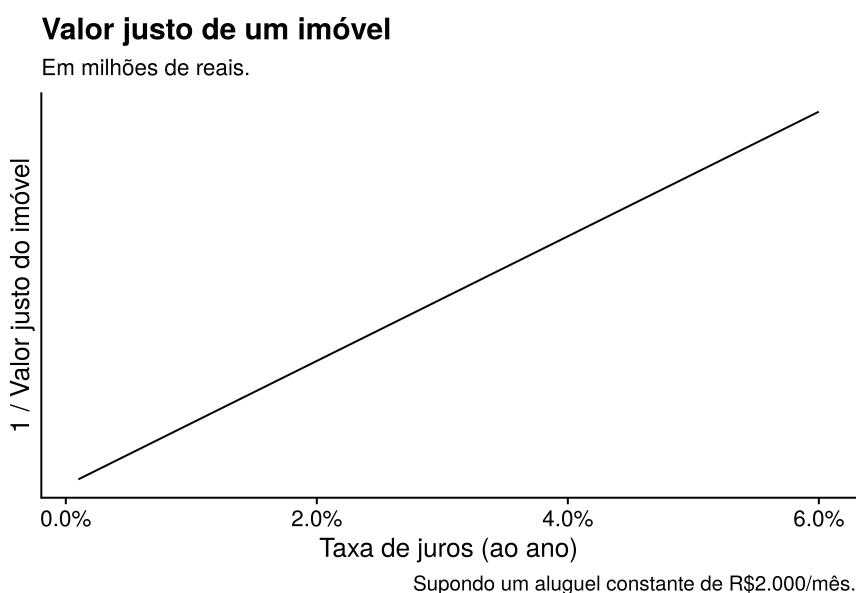
4.1.2.2 O valor de venda

Usualmente, para aplicação no método involutivo, é considerado um valor de venda fixo, calculado através do método comparativo direto de dados de mercado (MCDDM), feito em momento anterior ao empreendimento. Alguma variação dos preços de venda é permitida apenas dentro do intervalo de confiança do preço calculado à partir do MCDDM.

Esta análise é questionável, pois o MCDDM é um retrato do mercado para aquele momento, *i.e.*, ele é válido apenas para a data de referência em que foi aplicado, mas o valor de venda pode variar durante a execução do empreendimento, ou ainda durante as vendas dos imóveis, após a conclusão do mesmo.

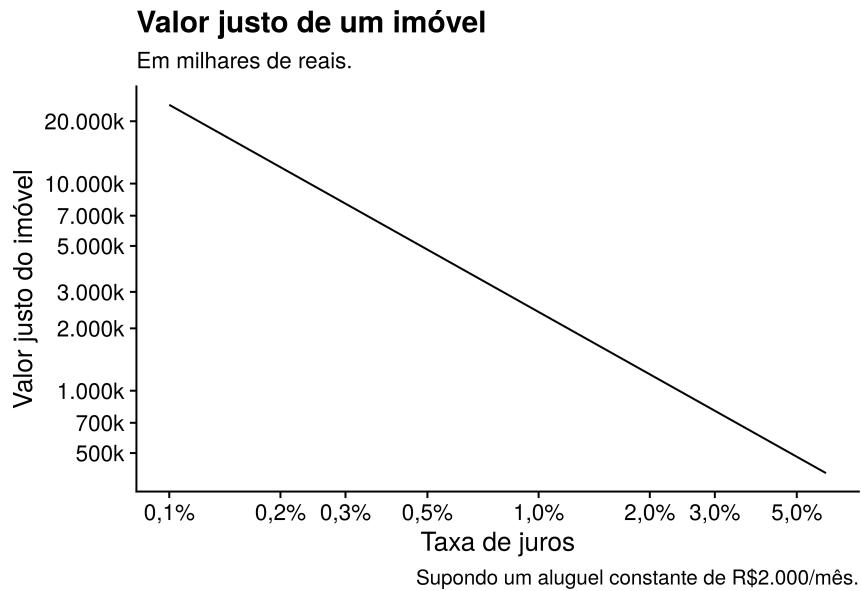
Especialmente, o valor de venda, como visto no capítulo 3, está intimamente relacionado com as variáveis macroeconômicas, em especial à taxa de juros de longo prazo, e de maneira não-linear. No entanto, é fácil demonstrar que a linearização da relação entre o valor justo de um imóvel e a taxa de juros pode ser realizada pela simples transformação do valor pela função inversa, como é mostrado na figura 15.

Figura 15 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros.



Outra maneira de se linearizar a relação entre as variáveis é através da transformação de ambas pela função logarítmica, como mostra a figura 16.

Figura 16 – Variação do valor justo de um imóvel em função da taxa de juros.



4.1.3 Estimação de intervalos de confiança para os valores à partir das simulações de Monte Carlo

5 O MÉTODO COPULAS

Segundo Haugh (2016), Copulas são funções que permitem separar as distribuições marginais da estrutura de dependência de uma dada distribuição multivariada.

Por definição, uma copula d-dimensional é uma função de distribuição de probabilidade cumulativa com distribuições marginais uniformes (Haugh 2016, 1).

5.1 TEOREMA DE SKLARS

5.2 TIPOS DE COPULAS

5.2.1 Copulas elípticas

5.2.1.1 A copulas gaussiana

5.2.1.2 A copulas t

5.2.2 Copulas Arquimedianas

5.2.2.1 A copulas Clayton

5.2.2.2 A copulas de Gumbel

5.2.2.3 Outras copulas Arquimedianas

5.3 MEDIDAS DE DEPENDÊNCIA

5.3.1 Coeficiente de correlação de Pearson

$$\text{Corr}(X, Y) = \frac{\text{Cov}(X, Y)}{\sqrt{\text{Var}(X)\text{Var}(Y)}}$$

Propriedades

5.3.2 Coeficiente de correlação local de Pearson

$$\rho_{local}(x, y) = \frac{E[(X - E(X|Y=y))(Y - E(Y|X=x))]}{\sqrt{E(X - E(X|Y=y))^2 E(Y - E(Y|X=x))^2}}$$

5.3.2.1 Propriedades

5.3.3 Coeficiente de correlação de Spearman

$$\rho(X, Y) = 3P[(X - X')(Y - Y') > 0] - P[(X - X')(Y - Y'') < 0]$$

5.3.3.1 Propriedades

5.3.4 Coeficiente de Kendall

$$\tau(X, Y) = P[(X - X')(Y - Y') > 0] - P[(X - X')(Y - Y') < 0]$$

5.3.4.1 Propriedades

6 METODOLOGIA

7 RESULTADOS

8 CONCLUSÃO

As conclusões devem responder às questões da pesquisa, em relação aos objetivos e às hipóteses. Devem ser breves, podendo apresentar recomendações e sugestões para trabalhos futuros.

REFERÊNCIAS

- ABNT. 2019. *NBR 14653-1: Avaliação de Bens – Parte 1: Procedimentos Gerais*. Rio de Janeiro: Associação Brasileira de Normas Técnicas.
- Adams, Zeno, and Roland Füss. 2010. “Macroeconomic Determinants of International Housing Markets.” *Journal of Housing Economics* 19 (1): 38–50. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jhe.2009.10.005>.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos. 1973. “A função investimento e a eficiência marginal do capital.” São Paulo, 9. <http://www.bresserpereira.org.br/works/casos/73.Fun{\c{c}}{\~{a}}oInv.html>
- Canzian, Fernando. 2019. *Folha de São Paulo*. <https://www1.folha.uol.com.br/mundo/2019/09/apesar-de-rica-california-concentra-pobreza-e-ve-crise-de-habitação.shtml>.
- Case, Karl E., Edward L. Glaeser, and Jonathan A. Parker. 2000. “Real Estate and the Macroeconomy.” *Brookings Papers on Economic Activity* 2000 (2). Brookings Institution Press: 119–62. <http://www.jstor.org/stable/2667357>.
- Costa, Fernando Nogueira da. 2018. *Métodos de Análise Econômica*. São Paulo: Contexto.
- Goldewijk, Kees Klein, Arthur Beusen, and Peter Janssen. 2010. “Long-Term Dynamic Modeling of Global Population and Built-up Area in a Spatially Explicit Way: HYDE 3.1.” *The Holocene* 20 (4): 565–73. <https://doi.org/10.1177/0959683609356587>.
- Haugh, Martin. 2016. “An Introduction to Copulas.” Columbia University.
- Hochheim, Gustavo Andreas. 2017. “Análise Da Variabilidade Dos Resultados Na Avaliação de Terrenos Usando O Método Involutivo Com Simulação de Monte Carlo.” *Universidade Federal de Santa Catarina*. <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/177298/TCC%20---%20GUSTAVO%20ANDREAS%20HOCHHEIM.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Khan, Sadiq. 2018. *London.gov.uk*. https://www.london.gov.uk/sites/default/files/2018_1hs_exec_summary_fa.pdf.
- Krugman, Paul. 2014. “Notes on Easy Money and Inequality.” *New York Times*. <https://tinyurl.com/y79qn468>.
- . 2020. “The Case for Permanent Stimulus (Wonkish).” *New York Times*. New York. <https://www.nytimes.com/2020/03/07/opinion/the-case-for-permanent-stimulus.html>.
- Leung, Charles. 2004. “Macroeconomics and Housing: A Review of the Literature.” *Journal of Housing Economics* 13 (4): 249–67. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jhe.2004.09.002>.
- Lima, Alceu Amoroso. 1981. “Política E Letras.” In *À Margem Da História Da República: Inquérito Por Escritores Da Geração Nascida Com a República*, 2nd ed. Vol. 2. Vicente Licínio Cardoso; Câmara dos Deputados/Editora Universidade de Brasília.

- Ling, Anthony. 2019. *Caos Planejado*. <https://caosplanejado.com/entenda-a-crise-habituada>
- Marins, André Cabral. 2009a. *Mercado de Derivativos E Análise de Risco*. Vol. 1. Rio de Janeiro: AMS.
- . 2009b. *Mercado de Derivativos E Análise de Risco*. Vol. 2. Rio de Janeiro: AMS.
- Matloff, Norman. 2017. *From Linear Models to Machine Learning: Regression and Classification, with R Examples*. Chapman & Hall. <http://heather.cs.ucdavis.edu/draftregclass.pdf>.
- Natsvaladze, Marina, and Nino Beriaia. 2018. “Real Estate Economics.” PhD thesis. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.13631.41124>.
- Pereira, José Maria Dias. 2014. “O Centenário de Ignácio Rangel.” *Revista de Economia Política* 34. São Paulo. doi:10.1590/S0101-31572014000400003.
- Pereira, Luiz Carlos Bresser. 2018. “Afinal, a Estagnação Secular Do Capitalismo?” *Revista Brasileira de Ciências Sociais* 33 (96).
- Quandl. 2020. “WIKI Various End-of-Day Data.” 2020. <https://www.quandl.com/data/WIKI>.
- Rangel, Ignácio. 2012a. “A Questão Agrária Brasileira.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:23–80. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012b. “A Questão Agrária E O Ciclo Longo.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:129–40. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012c. “A Questão Da Terra.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:141–49. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012d. “Crise Agrária E Metrópole.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:149–55. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012e. “Demografia E Democracia.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:218–20. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012f. “Depoimento Sobre a Questão Agrária.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:205–7. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012g. “Desenvolvimento E Projeto.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 1:203–83. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012h. “Feudalismo E Propriedade Fundiária.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:726–41. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012i. “Fim de Linha.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:155–57. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012j. “O Desenvolvimento Econômico No Brasil.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 1:39–128. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- . 2012k. “Problemas Da Reforma Agrária.” In *Ignácio Rangel: Obras Reunidas*, 3rd ed., 2:125–28. Rio de Janeiro: César Benjamin; Contraponto.
- Roden, Lee. 2017. *The Local*. <https://www.thelocal.se/20170828/the-story-of-sweden>

- Rossetti, José Paschoal. 2014. *Introdução à Economia*. 20th ed. São Paulo: Atlas.
- Serapicos, Ana. 2019. “Crédito Habitação Com Juros Negativos São a Nova Tendência Na Dinamarca.” *Euronews*. <https://pt.euronews.com/2019/11/04/credito-habitacao-com-juros-negativos-sao-a-nova-tendencia-na-dinamarca>.
- Singer, Paul. 2005. *O Que é Economia*. 6th ed. São Paulo: <https://www.passeidireto.com/arquivos-e-economia—paul-singer; Contexto>.
- Todorovski, D., Rodolfo Salazar, Ginella Jacome, and C.H.J. Lemmen. 2019. “Establishment of Latin America Land Administration Network (Lalan).” http://www.fig.net/fig2019/technical_program.htm.
- FED. 2020a. “10-Year Treasury Constant Maturity Rate [Gs10].”
- . 2020b. “20-Year Treasury Constant Maturity Rate [Gs20].”
- . 2020c. “30-Year Treasury Constant Maturity Rate [Gs30].”

APÊNDICE A – EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL

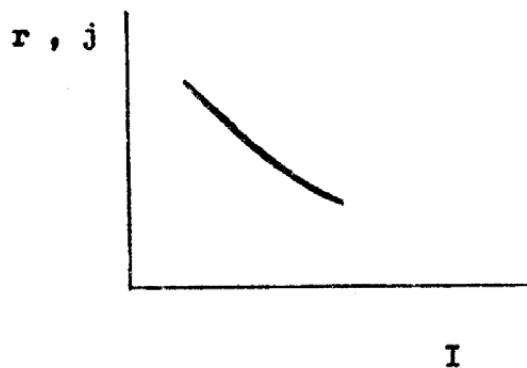
A.1 A FUNÇÃO INVESTIMENTO E A EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL

Para Bresser-Pereira (1973, 3), *a determinação da variável estratégica a determinar o volume de investimentos torna-se de extraordinária importância.*

Segundo Bresser-Pereira (1973, 3), *a tradição clássica de dar primazia a taxa de lucros foi abandonada pelos neoclássicos, que colocaram a taxa de juros no centro do seu sistema. Posteriormente, foi Keynes quem restabeleceu, até um certo ponto, a importância da taxa de lucros, através do conceito de eficiência marginal do capital.*

Para Bresser-Pereira (1973), “a teoria ortodoxa¹ sobre a função investimento afirma que a acumulação de capital depende da taxa de lucro prevista (ou eficiência marginal do capital) da taxa de juros, dado o nível da renda”, com uma relação inversa, ou seja, à medida que aumenta o volume de investimentos, cai a eficiência marginal do capital, conforme pode ser observado na figura 17 (Bresser-Pereira 1973, 4):

Figura 17 – Eficiência Marginal do Capital e Investimento.



Uma das possíveis explicações para esta relação inversa pode ser vista no trecho abaixo:

Há, portanto, uma relação inversa entre o volume dos investimentos e a eficiência marginal do capital. Podemos, inclusive, imaginar que as empresas ou os empresários disponham sempre de um "estoque" de projetos de investimentos, com taxas diferentes e declinantes de lucro. Quanto maiores fossem os investimentos efetivamente realizados, mais seria preciso descer na escala de rentabilidade prevista dos projetos ... Será interessante para a empresa investir enquanto ela puder esperar do novo investimento um retorno superior ou pelo menos igual ao da taxa de juros do mercado (Bresser-Pereira 1973).

A citação acima implica que também haverá uma relação entre a taxa de juros de mercado e o volume de investimentos, novamente em uma relação inversa, haja vista que quanto menor for a taxa de juros de mercado, maior será o volume de investimentos.

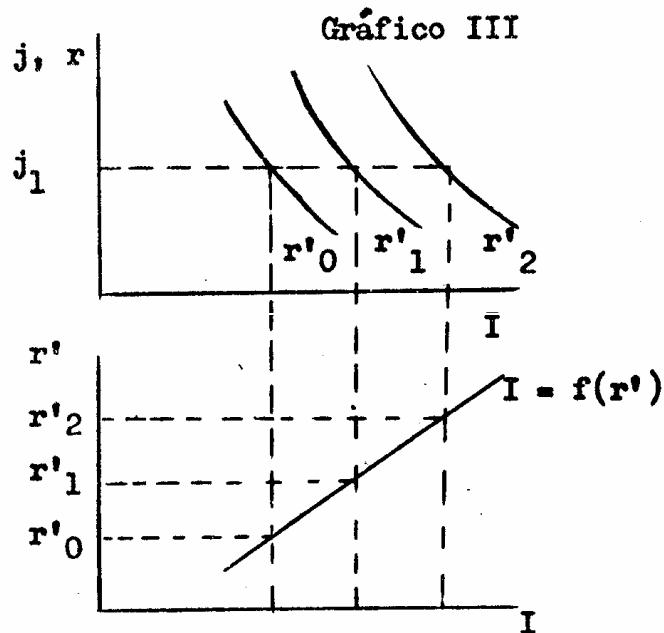
¹ Bresser define como economistas ortodoxos os economistas neoclássicos e os keynesianos, no contexto do trabalho citado.

A diferença básica entre a taxa de juros de mercado e a taxa de lucros (ou eficiência marginal do capital), segundo Bresser-Pereira (1973), é que, enquanto a taxa de lucros é dependente do volume de investimentos, a taxa de juros de mercado é uma variável independente.

Em outras palavras, é a variação dos investimentos que leva à variação da eficiência marginal do capital, enquanto que é a variação da taxa de juros que leva à variação do volume de investimentos (**Bresser-Pereira1973**).

Segundo Bresser-Pereira (1973), a eficiência marginal do capital varia conforme o nível de otimismo dos empresários. A “distinção entre a eficiência marginal do capital, dado um determinado nível de otimismo dos empresários, r , e a eficiência marginal do capital com diferentes níveis de otimismo, quanto às suas perspectivas de lucro, r' ”, pode ser vista na figura 18: *fixada uma taxa de juros em um determinado nível j_1 , podemos, então, deduzir graficamente uma nova função investimento, relacionando positivamente o volume de investimentos, dado um nível de renda, com a influência marginal do capital, r' , a diferentes níveis de otimismo (Bresser-Pereira1973)*:

Figura 18 – A nova função Investimento.



Através dos mecanismos ortodoxos da política monetária e fiscal, e dos mecanismos menos ortodoxos da política salarial, da política cambial, da política fiscal ampliada, que inclui subsídios os mais variados, o Governo tem condições crescentes de influenciar direta ou indiretamente as perspectivas de lucro dos empresários. Por outro lado, as variações no nível de segurança política para os investimentos, tão grandes no mundo moderno, devem também fazer variar grandemente o nível de otimismo dos empresários em relação a suas perspectivas de lucro (**Bresser-Pereira1973**).

Segundo Rangel (*apud Pereira (2014)*), a eficácia marginal do capital das empresas com capacidade ociosa é negativa e, pela lógica, é essa eficácia que deve 3 orientar a taxa de juros.

ANEXO A – ARTIGO VALOR ECONÔMICO