

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO UFRGS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE FINANÇAS

Bolha? Uma análise do setor imobiliário no Brasil.

Lucas Kraemer da Rocha
Orientador: Marcelo Scherer Perlin

Resumo

Este artigo tem como propósito investigar a possibilidade de existência de uma bolha no mercado imobiliário brasileiro. Para consecução deste objetivo foram utilizadas variadas metodologias, empregando análises tanto em nível macro quanto microeconômico. Foram apresentadas as causas que levaram o estouro da bolha especulativa nos Estados Unidos, vinculando-as com possíveis traços semelhantes existentes na política brasileira de fomento ao crédito imobiliário. Posteriormente, foi feito um estudo acerca da conjuntura econômica no país, mediante apreciação de indicadores, déficit habitacional e crédito imobiliário. De maneira geral, após a realização da pesquisa, os resultados apontam evidências que tornam possível a existência de uma bolha imobiliária no Brasil.

Palavras-chave: bolha imobiliária, crédito imobiliário, indicadores, déficit habitacional.

Introdução

Em todos os setores que compõem o mercado financeiro, a partir do momento em que os preços dos ativos começam a aumentar de forma exponencial, em um ritmo muito mais acelerado que o crescimento médio da economia, uma das principais razões mencionadas pelos analistas de mercado para explicar tal fenômeno é a formação de uma bolha.

Fundamentalmente, a concepção básica que se tem do termo “bolha” está vinculada à existência de um comportamento ilógico dos agentes da economia, que creem que o preço dos ativos irá se elevar perpetuamente, ou ao menos que essa “valorização” irá se prolongar em um extenso horizonte de tempo.

Desde 2007 o Brasil vem vivendo uma explosão de novas construções no setor imobiliário, tanto em empreendimentos comerciais quanto residenciais. Basicamente, esse *boom* ocorreu em decorrência de variados fatores positivos que estão diretamente atrelados à estabilidade econômica ocorrida no Brasil nos últimos anos, entre os quais cabe destacar, conforme D'Agostini (2010): (a) a alteração na legislação ocorrida em 2004, trazendo maior segurança jurídica para os bancos, através do mecanismo de alienação fiduciária, (b) diminuição da taxa de juros e consequente facilitação de acesso ao crédito; (c) expansão dos prazos de financiamento para até 30 anos; (d) aumento do poder aquisitivo da população. (e) déficit habitacional; (f) criação do programa “Minha casa, minha vida”.

As razões supracitadas poderiam até determinado ponto sustentar a alta ocorrida no preço dos imóveis nos últimos anos, entretanto, de acordo com informações extraídas do Banco Central do Brasil, verifica-se que a valorização real média no preço dos imóveis residenciais, no período entre os anos 2007 a 2012, supera o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) em quase 100%.

Dentro desse contexto, mesmo com o grande déficit habitacional ainda existente no país, é plausível se questionar em até quando o estímulo do governo no sentido de lançar programas e facilitar o acesso ao crédito na compra de imóveis é válido, haja vista que se nos próximos anos não houver um equilíbrio entre o crescimento médio salarial da população e a valorização real média no preço dos imóveis a tendência natural é que a inadimplência dos financiamentos comece a aumentar, o que pode se tornar um fator relevante à formação de uma bolha.

Destarte, a presente pesquisa tem como objetivo principal investigar a possibilidade de existência de uma bolha no setor imobiliário no Brasil, e, com intuito de fomentar a questão magna deste estudo, de maneira mais específica, efetuar um levantamento detalhado dos fatores causadores de bolha nos Estados Unidos e compará-los com o atual momento imobiliário do Brasil, fazer uma análise e comparação de indicadores, bem como buscar evidências de que o amparo no déficit habitacional para justificar o contínuo investimento na construção civil não é admissível, essencialmente em virtude da disparidade entre os valores praticados na venda versus a capacidade de crédito das pessoas que não possuem imóveis.

Sendo assim, este artigo se justifica em que pese a importância do setor dentro da economia brasileira e, da mesma forma, através dos impactos negativos que a existência de uma bolha poderia provocar nos âmbitos macro e microeconômicos do país.

Na seção 1 será feito uma apresentação do surgimento da primeira bolha econômica, dos fatores que levaram à crise no mercado imobiliário americano bem como sobre a situação do déficit habitacional no Brasil. O método utilizado foi a Pesquisa Bibliográfica e será detalhada na seção 2. A análise da conjuntura econômica brasileira será realizada na seção 3, mediante levantamento e comparação de indicadores. A última seção abrange as Considerações finais sobre o assunto, apresentando algumas conclusões.

1 REVISÃO DA LITERATURA

Para subsidiar o presente artigo, fazem-se imprescindível a segregação e confrontação explicativa de obras literárias, a fim de articular teorias, conceitos, métodos e afins que sejam essenciais para que, em seu epílogo, seja possível efetuar uma avaliação bem como a aprovação da questão de pesquisa proposta neste trabalho.

1.1 SURGIMENTO DA PRIMEIRA BOLHA ECONÔMICA

A primeira bolha econômica surgiu na Holanda do século XVII, quando eclodiu o mercado da compra e venda de tulipas, flores oriundas da Turquia, que agradaram fortemente os holandeses mais abastados. Esse interesse serviu de estímulo para o início de uma forte produção que pudesse satisfazer a demanda da população.

Segundo Versignassi (2011) uma coisa inesperada aconteceu: um vírus. O que inicialmente poderia ter assustado os produtores acabou por se tornar um grande trunfo; em virtude de o vírus dar um aspecto diferenciado à planta, deixando-a com listras brancas, o fato de não haver uma frequência nessa contaminação fez com que a flor se tornasse uma raridade, resultando em uma enorme valorização a esta espécie de tulipa. Essa exclusividade inclusive deu causa a criação de um nome específico, denominado *Semper Augustus*. O preço? Em 1624, um botão era vendido ao preço equivalente a uma residência em Amsterdã, em torno de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) nos valores atuais. Com a valorização do *Semper Augustus*, o mero fato de ser uma tulipa criou uma alavancagem tão grande no mercado de compra e venda dessa planta que a consequência natural foi o aumento de preços em cadeia entre todas as outras espécies existentes. As flores menos raras partiam da “pechincha” de R\$20.000,00, ou seja, o mero fato de ser uma tulipa já a tornava uma exclusividade a ponto de ter seu preço mais baixo comercializado próximo do valor de venda de um automóvel.

A alta demanda por todas as espécies em contraponto à produção, que só ocorria na primavera, época de florescimento dos bulbos, deu origem à especulação; o rápido aumento dos preços aliado com a necessidade de recursos dos produtores fez com que eles vendessem o próprio bulbo para os clientes, uma modalidade de contrato (um “título”, no jargão financeiro) que lhes dava direito ao dinheiro que a flor rendesse mais tarde.

Não demorou, e passaram a comercializar os próprios contratos. Quem tivesse pago 1.200 florins por um desses títulos, esperando que o bulbo subisse de preço até a primavera, às vezes preferia vender a algum interessado por 1.300 e embolsar o lucro na hora a ficar esperando. Esse outro sujeito podia encontrar alguém a fim de pagar 1.400 e vender de uma vez, levando 100 florins para casa sem fazer força. A coisa era tão tiro certo que os mais espertos começaram a fazer um malabarismo financeiro: pegar, digamos, 1.400 florins emprestados para comprar o bulbo e vendê-lo no mesmo dia por 1.500. Isso é mais do que dinheiro fácil. É lucrar sem ter investido nada – coisa que os especuladores chamam de “alavancagem”. Um holandês qualquer que acordasse sem um tostão no bolso podia fazer o empréstimo de manhã, comprar a tulipa ao meio-dia, vender mais caro à tarde, pagar o que devia com juros e ir dormir com o lucro. (...) Só que uma hora começou a faltar compradores. (...) Quem tinha vendido casa e carruagem para investir no dinheiro fácil das tulipas se viu com as calças na mão de uma hora para a outra. Os contratos tinham virado “títulos podres”, como dizem os economistas. Não valiam mais nada. O governo precisou intervir, perdendo dívidas de pessoas falidas. E a economia demoraria anos para voltar ao normal. (VERSIGNASSI, 2011, p. 7-8)

Segundo a perspectiva da Escola Austríaca, uma bolha de mercado não emana em decorrência de um comportamento irracional, mas sim por consequência de um sinal excessivamente criado que faz com que os agentes canalizem erroneamente os investimentos em um determinado setor da economia, fazendo com que os preços deste mercado sigam uma trajetória fortemente altista. Tal elevação não poderá se estender de forma indefinida, fazendo com que os agentes em algum momento – o ponto de ruptura

– percebam que o retorno sobre o investimento se situa abaixo do esperado. Neste instante, haverá uma revisão dos projetos, com uma perda sobressalente de capital ligado ao processo. (MENDONÇA e SACHSIDA, 2012)

1.2 SIMILARIDADES ENTRE CAUSAS DA BOLHA AMERICANA E A ALTA DE PREÇOS NO BRASIL

A formação da Bolha nos Estados Unidos que deu origem à chamada crise do *subprime* teve como causa o desenvolvimento de duas políticas governamentais voltadas para o fomento do mercado imobiliário – com intuito de aumentar o número de proprietários de imóveis. São chamadas de *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association*), criada em 1938 e *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) concebida em 1970. Tiveram sua utilização intensificada nas décadas de 90 e após os atentados de 11 de setembro de 2001, quando houve uma recessão na economia americana.

De acordo com Roque (2013), basicamente, elas podem ser entendidas como sendo uma espécie de parceria público-privada, no qual são nominalmente privadas, mas que usufruem de diversos benefícios e concessões do governo. A finalidade de sua atuação é aumentar a liquidez do mercado, através da compra de ativos de crédito imobiliário dos bancos, ou seja, os empréstimos efetuados para os compradores de imóveis. Esse procedimento acontece em virtude da regulação bancária, (tanto do Banco Central americano quanto do Banco da Basileia) que estabelece um limite máximo para concessão desses ativos. Sinteticamente, *Fannie Mae e Freddie Mac* serviam como um aspirador dos registros contábeis, a fim de que esse teto não fosse atingido, possibilitando assim a liberação de novos empréstimos pelos Bancos.

Ocorre que, como novas responsáveis pelas carteiras de crédito, *Fannie Mae e Freddie Mac* decidiram fazer o processo de securitização - transformação de carteiras de crédito em títulos negociáveis - "títulos lastreados em hipotecas", ou mais conhecidamente as *mortgage-backed securities*.

Conforme Cagnin (2009), a partir de 2002, a articulação entre as mudanças financeiras nos processos de securitização de hipotecas residenciais e nos contratos hipotecários tornou possível a dilatação do sistema de financiamento residencial americano em direção a operações associadas a riscos mais elevados. Desta forma, os setores denominados *subprime* – que agrupa conjunto de tomadores com histórico de inadimplência ou sem histórico de crédito – e *Alt-A* (*Alternative A*) – que se baseia em empréstimos a tomadores sem comprovação de renda, porém com bom histórico de pagamento – aduziram grande crescimento. Segundo Zelman et al. (2007), a contratação de hipotecas *subprime* pulou de US\$ 213 bilhões em 2002 para US\$ 640 bilhões em 2006, causando um *boom* nos preços dos imóveis residenciais.

Tanto as instituições credoras como os tomadores esperavam, ao contratarem hipotecas com essas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinar as hipotecas em condições favoráveis. A disseminação dessas inovações nos segmentos *subprime* e *Alt-A* tornava a inadimplência ainda mais dependente dessas hipóteses. (CAGNIN, 2009, p. 15)

Todavia, os baixos níveis de juros findaram a partir de 2006, quando as taxas, que durante seus dois primeiros anos alternavam entre 2% e 3% a.a. subiram para o

intervalo de 10% a 15% a.a. Em consequência ao aumento da taxa básica de juros americana, o reflexo natural foi a expansão da inadimplência das operações, que por sua vez resultou em um maior número de execuções hipotecárias assim como o enrijecimento das condições para concessão de crédito. Isto acabou por ocasionar a reversão da tendência de alta dos preços dos imóveis, limitando a possibilidade de refinanciamento das hipotecas dos devedores que se encontravam em situação patrimonial mais delicada, os quais eram justamente a parte dos tomadores dos segmentos *subprime* e Alt-A (GUTTMANN, 2008)

Segundo Cagnin (2009) nessas transações, os empréstimos para compra de residências eram anexados e repassados para um conjunto de investidores (geralmente fundos de investimentos e fundos de pensão), que adquiriam títulos com uma rentabilidade estabelecida, cuja garantia colateral era o próprio imóvel (e o pagamento das prestações imobiliárias), e que podiam ser negociados no mercado secundário para esse tipo de título.

Destarte, o fato de essas políticas governamentais terem atuado de forma desenfreada, somado a grande especulação ocorrida no mercado imobiliário causou uma inversão entre oferta e demanda. Os imóveis que anteriormente passavam de mão em mão sustentados por uma expectativa vitalícia de alta começaram a não conseguir encontrar compradores, o que culminou no início da inadimplência das prestações do financiamento, fazendo com que os detentores dos *mortgage-backed securities* passassem a não mais receber a remuneração sob o capital que haviam investido. Esta transformação dos títulos de baixo risco - avaliação máxima – que, cabe ressaltar, eram avaliados pelas maiores agência de risco do mundo (Moody's, Fitch e Standard & Poor's) – em títulos “podres”, deu início a um efeito dominó, no qual teve início com a queda vertiginosa dos preços no mercado imobiliário e posteriormente em um colapso no mercado financeiro americano e mundial.

Tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, a alta de preços dos imóveis acompanhou a redução da taxa básica de juros, comprovado pela relação inversamente proporcional entre taxa de juros e preço, isto é, quanto mais baixa a taxa de juros fica, mais o consumo aumenta, gerando maior concessão de crédito, que gera expansão da demanda e conseqüentemente aumento dos preços. Mas isso é economia básica, acontecendo de forma igual em todos os lugares do mundo, toda vez que há variação na taxa básica de juros.

Em relação à concessão de financiamento, fator essencial no estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos, o Brasil adotou políticas mais conservadoras, que visam estimular o crescimento, entretanto sem o risco de provocar uma crise semelhante aos americanos. O governo brasileiro também tem um programa específico para fomento do déficit de demanda habitacional, conhecido como Minha Casa Minha Vida, que auxilia pessoas de baixa e média renda, subsidiando imóveis para famílias com renda de até R\$1.600,00 e facilitando as condições de acesso ao crédito para famílias com renda de até R\$5.000,00.

Essa política governamental é realizada utilizando uma instituição financeira pública, a Caixa Econômica Federal. A diferença, afora o fato da Caixa Econômica Federal ser legalmente um banco e sofrer as regulamentações como tal, está nas regras para concessão de crédito. Aqui, é muito improvável que uma pessoa consiga a liberação de dois financiamentos simultâneos, além de que, para tornar o empréstimo possível, o tomador além de ter necessidade de comprovação de renda compatível com

o valor do imóvel, tem que arcar com no mínimo 20% (na grande maioria dos casos) do preço total. Apesar da Caixa ser a maior financiadora de crédito imobiliário no país, não há centralização dos títulos hipotecários como ocorreu nos Estados Unidos, vez que os bancos privados também fazem esse tipo de operação, atuando como seus concorrentes nesse segmento, sendo os próprios responsáveis pelos créditos que concedem, enquanto lá, independente do banco que o tomador adquiria o financiamento, o crédito era direcionado para Fannie Mae e Freddie Mac.

Recentemente, o governo anunciou que em breve será lançada uma nova modalidade de títulos privados a fim de garantir mais recursos para os financiamentos imobiliários. Denominado como Letra Imobiliária Garantida, o novo papel será emitido pelos bancos e terá isenção de Imposto de Renda, bem como dupla garantia caso a instituição seja liquidada, com cobertura da instituição financeira emissora e carteira imobiliária separada dos demais ativos do banco, sendo que o papel também poderá ser adquirido por Investidores estrangeiros. (MÁXIMO e PEDUZZI, 2014)

O novo título complementar as letras de Crédito Imobiliário (LCI), que atualmente movimentam R\$ 100 bilhões. Segundo Mantega, “O novo papel tem vantagens em relação à LCI porque tem mais garantias e está dentro dos padrões internacionais, o que permite que a poupança estrangeira passe a financiar a aquisição de imóveis no Brasil”, disse o ministro.

1.3 DEFICIT HABITACIONAL

Conforme Neto, Furtado e Krause (2013) o déficit habitacional é o indicador que relaciona aos gestores públicos e à sociedade no que tange a necessidade de reposição do estoque de moradias existentes, (as que não têm capacidade de atender de forma digna os moradores, em decorrência de sua precariedade ou do desgaste trazido pelo uso ao longo do tempo), assim como sobre a necessidade de promover o estoque de moradias, sobretudo para atender famílias que estão em situação de coabitação forçada, isto é, compartilhando uma imóvel sem que isto seja sua vontade. São quatro os componentes para avaliação do déficit habitacional, conforme quadro abaixo:

Quadro 1 – Definição dos componentes do déficit habitacional (entre parênteses, as variáveis nas estimativas da PNAD)

Componente 1 – Habitações precárias	
As habitações precárias compreendem dois subcomponentes, quais sejam:	
(i)	domicílios improvisados: são todos os domicílios classificados como Particular Improvisado (V0201).
(ii)	domicílios rústicos: caracterizados quando há Domicílios Particulares Permanentes (DPP) (V0202), do tipo casa e apartamentos que não sejam de alvenaria ou madeira emparelhada (V0203), cujo material predominante seja de taipa não revestida, madeira aproveitada, palha ou outro material (categorias 3 a 6).
Componente 2 - Coabitação familiar	
A coabitação familiar é definida por dois subcomponentes:	
(i)	todos os DPP (V0202) do tipo cômodo , independente da condição de sua ocupação, sejam eles cedidos, próprios ou alugados.
(ii)	famílias conviventes (aquelas que residem no mesmo domicílio com pelo menos outra família) com intenção declarada de se mudar. Assim, todo domicílio que apresente mais de uma família (V0403 – categoria 2 a 9) e que tenha intenção de constituir um novo domicílio (V0410 – categoria 2) é caracterizado como convivente .
Componente 3 - Ônus excessivo com aluguel	
Caracteriza-se o ônus excessivo com aluguel , se o peso do valor pago como prestação da locação (V0208) no orçamento domiciliar for superior ou igual a 30% da renda domiciliar. Este indicador é calculado exclusivamente para os DPPs urbanos. Além disso, só estão incluídos neste indicador domicílios com renda total de até três salários mínimos.	
Componente 4 – Adensamento excessivo em domicílios locados	
A qualificação do adensamento excessivo ocorre nos DPPs alugados (V0207 – categoria 3) com mais de 3 habitantes (V0105) por cômodo, que sirva, permanentemente, como dormitório (V0206).	

Fonte: Neto, Furtado e Krause (2013)

A principal questão que envolve o déficit habitacional com a possibilidade de existência ou não de uma bolha imobiliária no Brasil é que tem ser feito o balizamento para reconhecer que existem dois tipos de demandantes: os clientes sociais e os clientes de mercado. Os clientes sociais, tomando como tais aqueles que necessitam de mecanismos de subsídios diretos, sendo os setores da população que não têm possibilidade de acesso ao sistema financeiro e que compõem a maior parte do quadro acima, e os clientes de mercado, aqueles potenciais demandantes de moradia e que possuem capacidade de pagamento dos créditos. Para os primeiros, é necessário o desenvolvimento de programas visando a concessão de subsídios claramente declarados em orçamento. O segundo segmento deve ser atendido por meio da solução de mercado. (CÂNDIDO JUNIOR E VASCONCELOS, 2006)

No que se refere à segmentação do déficit habitacional, esta permanece concentrada na parte mais pobre da população, vez que segundo Neto, Furtado E Krause (2013) não houve subtração no estrato de renda mais baixo (até três salários mínimos), prioritário para fins de atendimento da política pública: em 2007 representava 70% do déficit total, enquanto em 2012 passou para cerca de 73%, enquanto no mesmo período se observou um grande aumento de lançamentos no setor de construção civil e na concessão de crédito.

De acordo com levantamento feito pela Associação Brasileira dos Mutuários da Habitação (ABMH) no primeiro semestre de 2014, os imóveis não vendidos pelas quatro das maiores construtoras brasileiras - MRV Engenharia, Cyrela, Direcional e Gafisa - contabilizam R\$ 14,6 bilhões, o que representa um estoque de 25 mil unidades em todo o país.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Conforme Malhotra (2001, p. 155), “a pesquisa qualitativa proporciona melhor visão e compreensão do contexto do problema, enquanto a pesquisa quantitativa procura quantificar os dados e aplica alguma forma de análise estatística”.

Com base em Moresi (2003) a pesquisa qualitativa não necessita da utilização de métodos e técnicas estatísticas, sendo que sua fonte essencial para coleta de dados é o ambiente natural e a atuação do pesquisador como peça-chave. Os dados obtidos são analisados de forma indutiva, sendo que o centro essencial de abordagem é o processo e sua definição. Consequentemente, quanto à abordagem do problema, o tipo de pesquisa que será empregada para o desenvolvimento do artigo será a qualitativa.

Com referência aos procedimentos técnicos para a consecução dos objetivos deste artigo, a modalidade escolhida é a pesquisa exploratória, a qual é definida por Gil (2007) como sendo o tipo de pesquisa que tem como propósito propiciar maior familiaridade com o problema, com intuito de torná-lo mais claro ou de construir hipóteses. Ainda, segundo Severino (2007, p. 123) “a pesquisa exploratória busca apenas levantar informações sobre um determinado objeto, delimitando assim um campo de trabalho, mapeando as condições de manifestação desse objeto”.

Sendo assim, este estudo buscará coletar informações que possam embasar a análise dos fatores que direcionam a formação de uma bolha imobiliária. Tais informações serão levantadas através do estudo de caso, que conforme definição de Gil (2007) é definido pelo profundo e vasto estudo de um ou de poucos objetos, de maneira que permita o seu amplo e detalhado conhecimento. Young (1960, p. 269) define o estudo de caso como sendo:

Um conjunto de dados que descrevem uma fase ou a totalidade do processo social de uma unidade, em suas várias relações internas e nas suas fixações culturais, quer seja essa unidade uma pessoa, uma família, um profissional, uma instituição social, uma comunidade ou uma nação.

3 ANÁLISE DE INDICADORES E CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA

Determinados pesquisadores alegam que a bolha imobiliária brasileira se justificaria porque o preço dos imóveis estaria acima daquilo que se pressupõe como o preço justo. De acordo com este raciocínio, tal preço deve abranger os custos de produção, assim como conter uma margem para cobertura das incertezas. Conforme os fundamentos da Escola Austríaca, o erro desta arguição está em que o valor de um bem decorre da utilidade que os indivíduos dão a ele.

O preço de mercado é determinado pela importância que as pessoas atribuem a ele. Decorre deste raciocínio que a estrutura de custo de um produto está

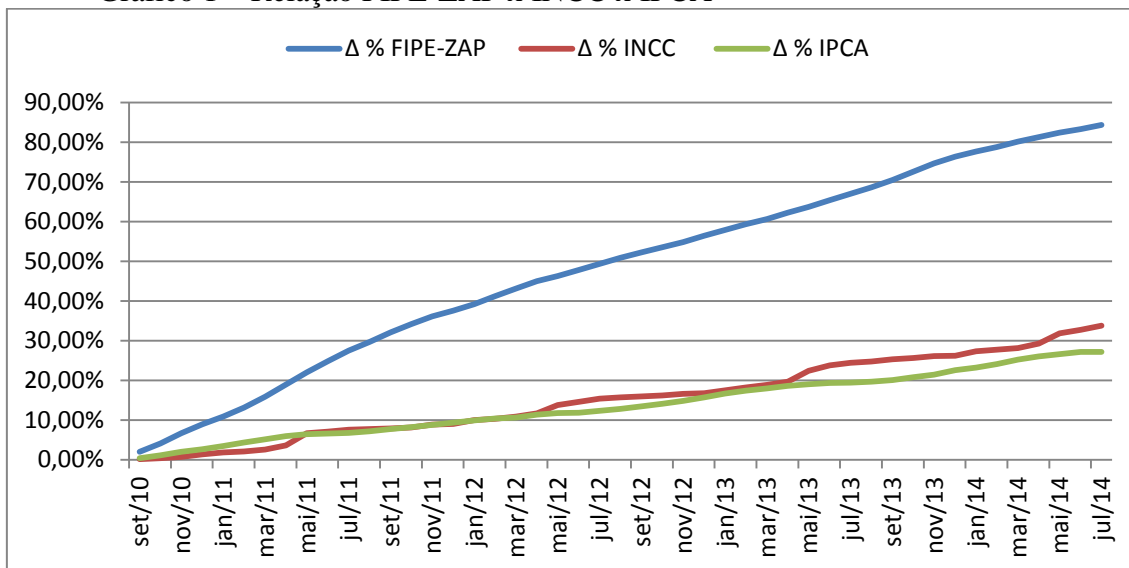
indiretamente relacionada a quanto os indivíduos aceitam pagar por ele. Fatores de produção usados na confecção de um bem altamente valorado tendem a se tornar mais caros, e vice-versa. Assim, segundo a Escola Austríaca, a causalidade é mais em direção do preço para o custo que o contrário, isto é, a valoração de um bem é o que determina seu custo, e não o contrário. (MENDONÇA e SACHSIDA, 2012, p. 10)

Dentre as mais diversas pesquisas e opiniões que são publicadas de forma contrária em relação à existência da bolha imobiliária no Brasil, existe um equívoco de análise naquelas que se reportam ao INCC como justificativa para alegar que não há uma alta com intuito especulativo em pleno vigor no país.

O INCC - Índice Nacional de Custo da Construção, cálculo pela FGV – Fundação Getúlio Vargas, reflete a variação de custos no setor de construção civil, isto é, o quanto efetivamente variou os custos com materiais e mão de obra. Ocorre que empregar o INCC como indicador para amparar a alta dos preços dos imóveis acaba não fornecendo uma perspectiva aproximada da real variação nos preços dos imóveis, uma vez que conforme gráficos abaixo apresentados, não existe relação de proporcionalidade entre os custos inerentes às construtoras e os preços de venda praticados no mercado.

Cabe ressaltar que, atualmente, no Brasil, existem dois indicadores disponíveis que podem ser considerados os melhores representantes da variação dos valores de venda dos imóveis: O índice FIPE ZAP – Ampliado (primeiro indicador com abrangência nacional que acompanha os preços de oferta de venda e locação de imóveis no Brasil – no presente artigo será considerado a variação dos preços de venda – baseado em imóveis disponíveis nas cidades de Belo Horizonte, Brasília, Curitiba, Florianópolis, Fortaleza, Niterói, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, São Paulo, Vila Velha e Vitória) e o Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R)".

Gráfico 1 – Relação FIPE-ZAP x INCC x IPCA



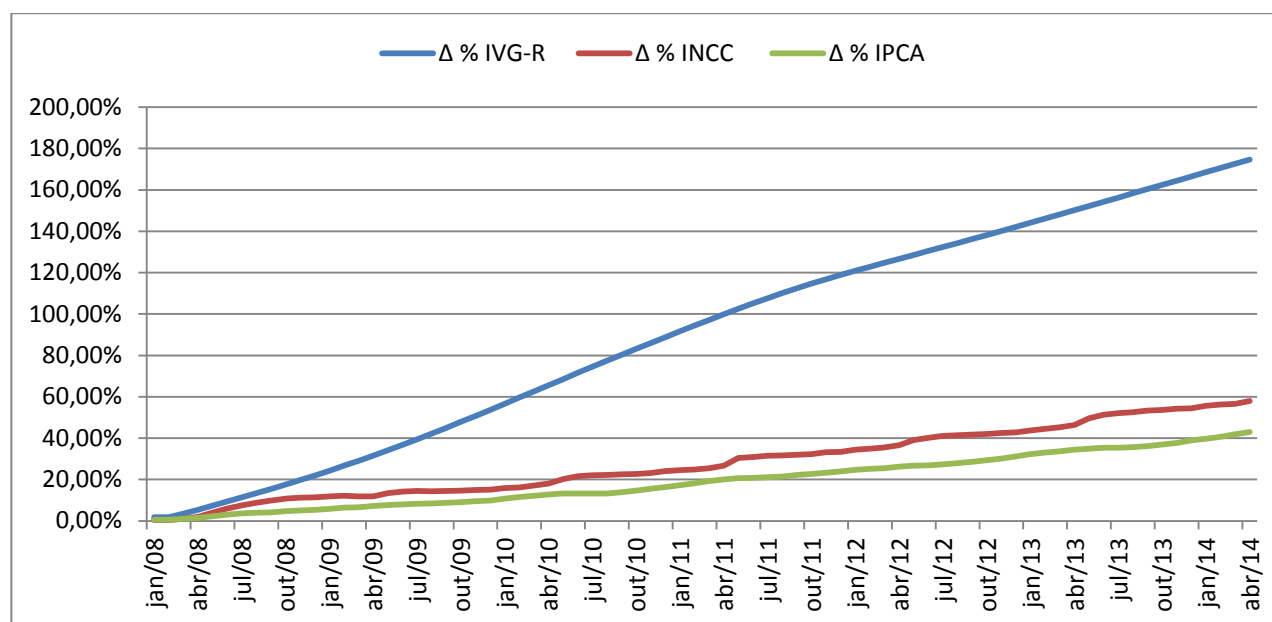
Fonte: Dados FIPE-ZAP – INCC - FGV – IPCA – BCB

Importa observar que conforme exaustivamente veiculado na mídia, o início do aumento dos preços começou em meados de 2007, sendo que o indicador FIPE ZAP só informa as variações ocorridas a partir do mês de agosto de 2010. Neste período (agosto

de 2010 a julho de 2014) o FIPE-ZAP registrou uma variação de 149,68%, ao passo que o INCC e o IPCA apontaram um aumento de 33,79% e 27,20%, respectivamente, representando uma defasagem 149,68% e 210,22%.

Em 2013 foi criado pelo Banco Central do Brasil (BCB) o "Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R)" - indicador que registra o valor das garantias dos empréstimos nas concessões de imóveis, apontando a evolução do preço de tais colaterais. A base do índice é o preço de avaliação de cada imóvel calculado pelo banco no momento de conceder o crédito.

Gráfico 2 – Relação IVG-R x INCC x IPCA



Fonte: Dados INCC - FGV – IVG-R - BCB

O gráfico acima apresenta as variações percentuais do IVG-R em relação ao INCC e ao IPCA no período de janeiro de 2008 a abril de 2014. Enquanto que no intervalo avaliado, o IVG-R mostrou uma variação de 174,60%, o INCC e o IPCA exibiram um aumento de 58,03% e 42,90%, respectivamente. Isso representa uma discrepância de 200,90% do INCC, bem como 307,01% do IPCA em relação ao IVG-R, ou seja, um imóvel que valia R\$100.00,00 em janeiro de 2008 atualmente seria negociado por R\$274.600,00 na correção pelo IVG-R, enquanto que o este mesmo imóvel valeria R\$158.025,00 através do INCC e R\$142.900,00 caso fosse atualizado pelo IPCA.

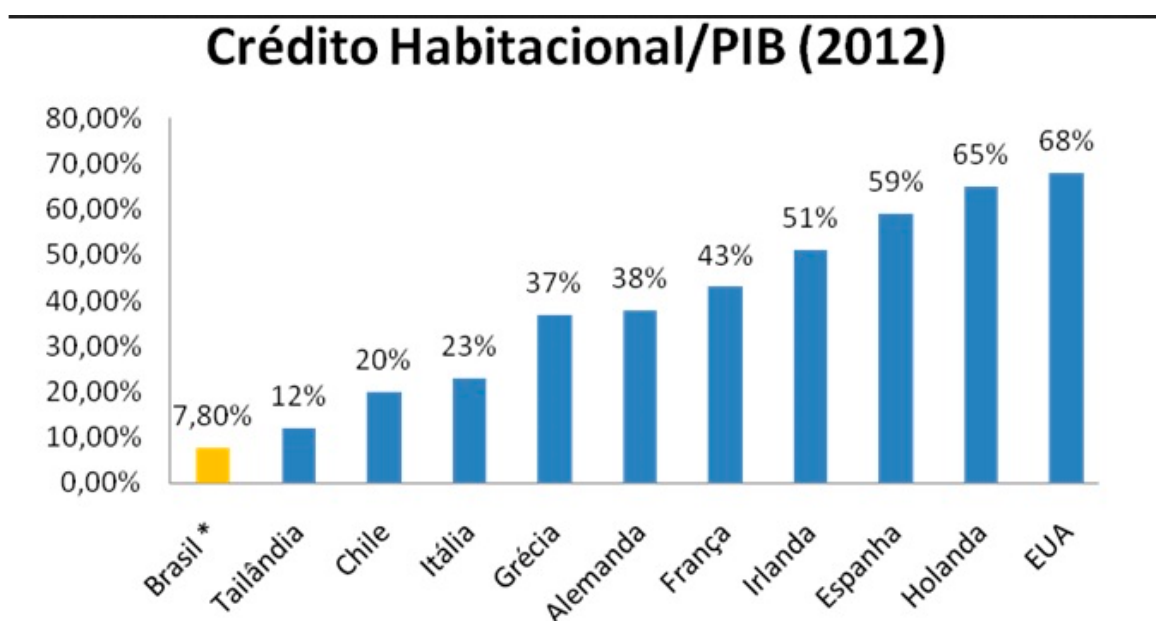
3.1 PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO PIB

É possível observar, quando se analisa o estoque de crédito, por setor de atividade e por propriedade de capital, que os bancos privados, com exceção do crédito habitacional, estiveram à frente durante os anos iniciais do ciclo nos setores industrial, rural, comercial e de pessoas físicas. Porém, desde 2008, a situação se inverteu. Com referência ao crédito para habitação, sua taxa de crescimento tem se mantido em geral bem superior daquelas alcançadas por outros setores. Durante o período mencionado, a taxa de crescimento do estoque de crédito para habitação se situou em 17% a.a. Contra a

média geral, que inclui outras atividades a taxa foi de 12% a.a. No caso dos bancos públicos, a taxa média de expansão do crédito para habitação ficou em 19% a.a.

Outro argumento utilizado por estudiosos contra a possibilidade de existência de bolha imobiliária é que a participação do crédito imobiliário em relação ao PIB é ínfima se comparada a países desenvolvidos. Mesmo o volume de crédito imobiliário, com maior crescimento no Brasil nos últimos anos, ainda está muito distante do montante praticado em outros países. O total do volume de crédito imobiliário concedido no Brasil, em agosto de 2013 correspondia à fatia de 7,8% do PIB do país. Os recursos emprestados para a área de habitação em outros países são bem maiores em relação ao PIB brasileiro. O gráfico abaixo demonstra essa disparidade, comprovando que há uma enorme lacuna creditícia a ser preenchida para equilibrar esta situação.

Figura 1 – Participação Crédito Habitacional/PIB

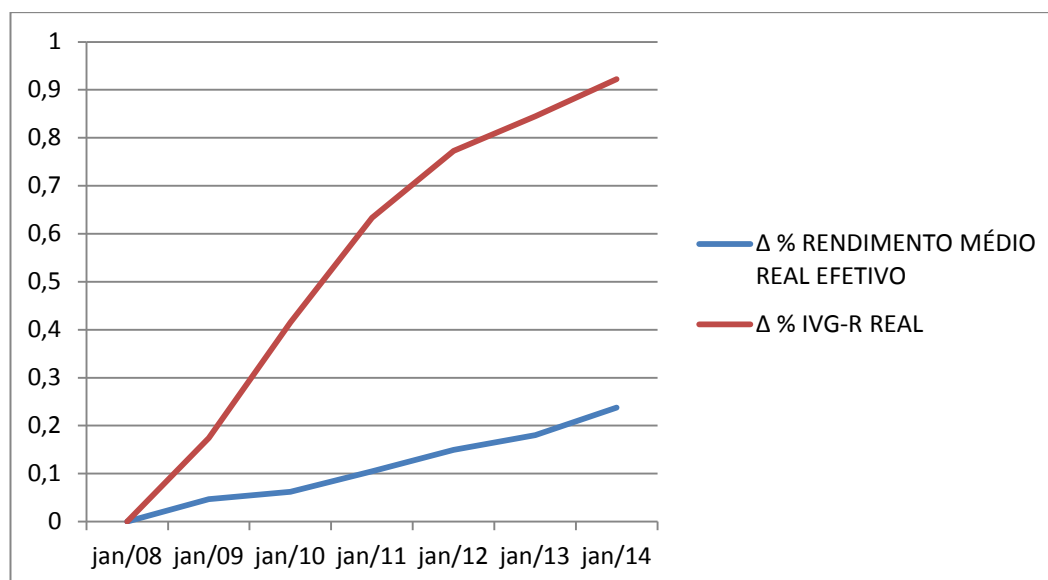


Fonte: BACEN e relatório do 2º trimestre de 2013 do Itaú Unibanco (26/09/2013). As informações do Brasil são de agosto de 2013. Os demais números foram divulgados pelos bancos centrais de cada um dos países em 2012.

3.2 EVOLUÇÃO DO RENDIMENTO MÉDIO X IVG-R

Finalmente, conforme gráfico abaixo, o último ponto a ser analisado dentro da conjuntura econômica brasileira é a relação entre a variação do rendimento médio real efetivo (média extraída das regiões metropolitanas) contra a variação do IVG-R. Ambos os indicadores foram deflacionados.

Gráfico 3 – Relação Variação Crescimento médio real efetivo x variação do IVG-R



Dados: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Pesquisa Mensal de Emprego (IBGE/PME) - PMEN12_RMR12

O gráfico acima referenda os indicadores anteriormente analisados. Mais uma vez, observa-se que existe uma grande disparidade entre os preços praticados no mercado imobiliário. No período observado – janeiro de 2008 a janeiro de 2014, houve um crescimento real de 23,76% no rendimento médio efetivo, enquanto o IVG-R apresentou um crescimento de 92,26%, o que representa uma diferença de 288,27%.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fica nítido que o aumento de preços dos imóveis ocorreu não por uma aceleração natural que acompanha a evolução dos indicadores inflacionários, porquanto não há nenhuma relação de crescimento entre os índices demonstrados neste trabalho, evidenciando que essa alta desenfreada pode ser explicada como sendo resultado de especulação e grande aumento de margem das construtoras, o que acabou por provocar um efeito cascata sobre todo o mercado imobiliário brasileiro.

Considerando a relação oferta x demanda presente atualmente no segmento imobiliário, fica claro que o déficit habitacional se dá na sua grande maioria nas classes sociais menos abastadas. Isso significa que o aumento de preços não tem poder de sustentação e continuidade com base nessa alegação, pois nas classes sociais mais pobres não há poder de compra suficiente para equilibrar esta relação. Nos centros urbanos os lançamentos de imóveis estão ficando encalhados, fator este corroborado pelo grande quantidade de imóveis que as maiores construtoras detêm em seus estoques.

Desta forma, após a realização deste artigo e, considerando o conjunto de fatores analisados, conclui-se que existem fortes evidências que apontam para a possibilidade de existência de bolha no mercado imobiliário brasileiro.

Evidentemente, caso venha a ocorrer, o estouro de uma bolha no mercado imobiliário brasileiro não apresentará um efeito desastroso, como aconteceu na crise do *subprime* em 2008 nos Estados Unidos e em alguns países da Europa, até porque, mesmo com a alta dos preços, a oferta de crédito no Brasil é ainda bastante reduzida. Somado a isso, deve-se levar em consideração que o sistema de financiamento habitacional brasileiro é mais seguro, com regras de concessão de crédito mais rígidas e protecionistas, o que torna improvável grande parte das atitudes que conduziram o mercado dos Estados Unidos ao colapso em 2008.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CAGNIN, R. F. O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008. *Estud. av.* [online]. 2009, vol.23, n.66, pp.

D'AGOSTINI, L. L. M. . A bolha imobiliária no Brasil está formada. *Economia & tecnologia (UFPR)*, v. 23, p. 41-52, 2010.

FONSECA, J. J. S. da., *Metodologia da pesquisa científica*. Ceará: Universidade Estadual do Ceará, 2002.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GONTIJO, J. Construtoras têm R\$ 14,6 bi em imóveis encalhados no país. <<http://www.otempo.com.br/capa/economia/construtoras-t%C3%AAm-r-14-6-bi-em-im%C3%B3veis-encalhados-no-pa%C3%ADs-1.824132>> Acesso em 14 de agosto de 2014.

GUTTMANN, R. *Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB*. Hofstra University, New York: CEPN; Paris XIII, 2008. Disponível em: <http://www.univ-paris13.fr/CEPN/texte_guttman_210308.pdf>.

MALHOTRA, N. K. *Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada*. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MÁXIMO, W; PEDUZZI, P. Mantega anuncia medidas para estimular crédito imobiliário <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2014-08/mantega-anuncia-medidas-para-estimular-credito-imobiliario>> Acesso em 29 de agosto de 2014.

MENDONÇA, M. J.; SACHSIDA, Afonse. Existe Bolha no Mercado Imobiliário Brasileiro 2012? (Texto para discussão IPEA 1762).

NETO, V. C. L.; FURTADO, B. A.; KRAUSE C. *Estimativas do Déficit Habitacional brasileiro (PNAD 2007-2012)*. Brasília; IPEA; nov. 2013. (Nota técnica, 05)

ROQUE, L. Como ocorreu a crise financeira americana. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>> Acesso em 13 de agosto de 2014.

SEVERINO, A. J. Metodologia do Trabalho Científico. 23ª ed. São Paulo: Cortez, 2007.

VASCONCELOS, J. R. de; CÂNDIDO JUNIOR, J. O. O problema habitacional no Brasil: déficit, financiamento e perspectivas. Brasília; IPEA; abr. 1996. (Texto para Discussão, 410).

VERSIGNASSI, A.. Crash: uma breve história da economia: da Grécia Antiga ao século XXI. São Paulo: Leya, 2011.

YIN, R. K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

YOUNG, P. Métodos científicos de investigación social. México, Instituto de Investigaciones Sociales de La Universidad de México, 1960.

ZELMAN, I. et al. Mortgage liquidity du jour: underestimated no more. Sector Review, Credit Suisse, 2007. Disponível em: <<http://billcara.com/CS%20Mar%2012%202007%20Mortgage%20and%20Housing.pdf>>.