



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PEDRO DANIEL BRAZ SIDRIM

**O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO:
DISCUSSÃO SOBRE A EXISTÊNCIA DE UMA POSSÍVEL BOLHA
IMOBILIÁRIA.**

Fortaleza
2013

Pedro Daniel Braz Sidrim

O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO:
DISCUSSÃO SOBRE A EXISTÊNCIA DE UMA POSSÍVEL BOLHA IMOBILIÁRIA.

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Universidade Federal do Ceará, como exigência para a conclusão do curso de Ciências Econômicas em 2013. Orientado por prof. Paulo Neto.

Fortaleza

2013

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

S572m Sidrim, Pedro Daniel Braz.
Mercado imobiliário brasileiro: discussão sobre a existência de uma possível bolha imobiliária
/ Pedro Daniel Braz Sidrim - 2013.
70 f.: il.

Monografia (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia,
Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Econômicas, Fortaleza, 2013.
Orientação: Prof. Dr. Paulo Neto.

1.Mercado imobiliário 2.Construção civil 3.Economia I. Título

RESUMO

O mercado imobiliário brasileiro tem-se mostrado bastante aquecido tanto por parte da oferta que está lançando vários empreendimentos novos todos os anos, como por parte da demanda que muitas vezes esgotam em poucos dias um empreendimento recém lançado. Junto com o crescimento deste mercado veio também uma forte elevação dos preços, tendo o Brasil obtido a maior valorização global no ano de 2012. Este trabalho teve como objetivo principal, então, contribuir para a discussão sobre a possibilidade de haver uma bolha imobiliária no Brasil. Como objetivos específicos procurou fazer um apanhado geral para conhecer mais sobre o mercado imobiliário, as diferentes conceituações de bolha especulativa, os principais pontos de vista de especialistas acerca do tema, e observar e analisar a evolução dos principais fatores que influenciam o mercado imobiliário. Para tanto foi utilizado a pesquisa bibliográfica em que fizeram parte, revistas especializadas, órgãos de estatísticas, entrevistas com referências no assunto e dissertações acadêmicas. Os resultados obtidos foram de que não devemos ter uma bolha imobiliária no curto prazo, mas que devemos ficar atentos ao endividamento das famílias e as políticas fiscais e monetárias do governo, pois elas são inflacionárias e estão pressionando a taxa de juros para cima podendo, portanto, causar sérios danos ao mercado imobiliário brasileiro. Palavras-chave: Mercado imobiliário, Bolha imobiliária, Evolução dos fatores de influencia no mercado imobiliário.

ABSTRACT

The Brazilian real estate market has been quite heated, by the offer that is launching several new developments every year as per the demand side that often sell out in a few days a newly launched venture. Along with the growth of this market came a strong rise in prices, Brazil made the largest global price growth in 2012 .The main goal of this work was to contribute to the discussion about the possibility of a housing bubble in Brazil. The specific objectives sought to give an overview to learn more about the real estate market, the differents conceptualizations of a speculative bubble, the main views of experts on this subject, and observe and analyze the evolution of the main factors that has influence on the housing market. To achieve those goals this work used the bibliography research that took part in specialized magazines, statistical agencies, interviews with references of the theme and academic dissertations. The results were that we should not have a housing bubble in the short term, but we should be wary of household indebtedness and fiscal and monetary policies of the government , because they are inflationary and are pushing interest rates up and may therefore cause serious damage to the Brazilian real estate market .

Keywords : Housing Market , Housing Bubble , Evolution of influencing factors in the housing market .

SUMÁRIO

1 Introdução	3
2 Características da construção civil e do setor imobiliário	7
2.1 Construção civil	7
2.2 Mercado imobiliário	8
3 Conceituações dos fenômenos de bolha e argumentos prós e contras bolha	10
3.1 Conceituação dos fenômenos de bolha	10
3.1.1 Abordagem tradicional	10
3.1.2 Abordagem fundamentalista	10
3.2 Prós e contras bolha no mercado imobiliário brasileiro	12
3.2.1 Contras	12
3.2.1.1 Relatório de estabilidade financeira – Banco do Brasil	15
3.2.2 Prós	15
4 Evolução e análise dos fatores que exercem influência no mercado imobiliário	20
4.1 O Mercado imobiliário brasileiro após o plano Real	20
4.2 Análise do atual cenário e “saúde” do mercado imobiliário e considerações sobre seu futuro	26
5 Considerações finais	32
6 Referências bibliográficas	33
7 Anexos	35

1 INTRODUÇÃO

“O mercado imobiliário gera paixões. Para muitos, a compra de um imóvel é a decisão financeira mais importante da vida. Para investidores, é um potencial de lucros às vezes fantásticos. Para o País, um poderoso motor de crescimento e geração de empregos” (AMORIM, 1012, p.1).

O mercado imobiliário não está somente inserido como é o centro das atividades relacionadas ao setor da construção civil que é um importante gerador de emprego e renda para uma nação. Sua cadeia produtiva é muito ampla e engloba vários setores de atividades, exercendo influência de forma singular na economia. Devido à sua capilaridade possui um efeito multiplicador que surge na medida em que os investimentos realizados na construção civil mobilizam os demais setores da cadeia produtiva que além de vasto, abrange um grupo bem heterogêneo, começando desde a indústria de extração mineral, passando pela construção em si, até as empresas de serviços imobiliários. Esse efeito multiplicador funciona como mola propulsora para o crescimento e desenvolvimento do país.

Mesmo no Brasil que possui um mercado imobiliário ainda em fase de amadurecimento sua importância não é diferente, segundo Silva *et al.* (2012, p. 3)

o setor da construção civil, onde o mercado imobiliário está inserido, é um importante gerador de renda no Brasil, sendo responsável por 5,3% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2010 (IBGE, 2010). Este segmento da economia também possui grande importância na geração de empregos, tendo em vista que aproximadamente 7,4% das pessoas ocupadas no Brasil exerciam atividades no setor da construção civil em 2009 (IBGE, 2010). Além de gerador de emprego e renda, a indústria da construção desempenha um papel importante na distribuição de renda, pois o setor é grande empregador de pessoas com baixa escolaridade.

O mercado imobiliário também tem grande peso no mercado financeiro. Nos países desenvolvidos o crédito imobiliário tem um valor muito elevado mesmo em relação ao PIB. Conforme pode ser visto na figura 1.1 (nos anexos) o crédito imobiliário em relação ao PIB correspondia em 2009 a 73% nos Estados Unidos, 62% na Espanha e na Suíça a 102%. No Brasil o crédito imobiliário vem crescendo de forma consistente. Em 2001 o crédito imobiliário só correspondia a 1,83% do PIB, já em 2012 correspondia a 6,28% do PIB. Em valores brutos o aumento é ainda mais perceptível, conforme pode ser visto na figura 1.2 (nos anexos) considerando as contratações feitas somente com recursos feitos pelo SBPE e FGTS pode-se

observar um salto de 5 bilhões de recursos em 2000 para mais de 80 bilhões no ano de 2010, o que representa um aumento de 1600%.

E por fim, é importante destacar o papel do mercado imobiliário numa área mais subjetiva que é o bem estar da população, o sonho de muitos e provavelmente o maior investimento financeiro de uma família consiste na compra de seu imóvel.

Dado a importância do mercado imobiliário, este trabalho tem como objetivo discutir a possibilidade de haver uma bolha deste mercado no Brasil, pois caso haja tal bolha, seu “estouro” poderá trazer sérios danos à economia. Essa discussão torna-se extremamente pertinente devido ao nosso atual cenário de forte elevação dos preços que perdura há alguns anos.

Segundo Sobral (2012), em uma pesquisa da consultora imobiliária Knight Frank, O Global House Price Index, índice de preços imobiliários no mundo produzido por essa empresa, mostrou que os preços no Brasil apresentaram uma elevação média de 15,2% entre o terceiro trimestre de 2011 até o terceiro trimestre do ano de 2012, maior elevação global. Em segundo e terceiro respectivamente, ficaram os mercados de Hong Kong, com alta de 14,2%, e Turquia, com valorização de 11,5% nos preços dos imóveis.

É bem perceptível o ritmo aquecido do mercado imobiliário tanto por parte dos construtores, que lançam vários empreendimentos por ano, como por parte da demanda que esgotam, muitas vezes em poucos dias, as unidades de um empreendimento recém-lançado. É interessante destacar que parte desses compradores estão adquirindo uma ou mais unidades com o objetivo único de revender posteriormente por um preço superior sem observar os fundamentos desse investimento, como, por exemplo, a rentabilidade do aluguel. É importante notar que esse comportamento faz parte de um dos conceitos de bolha. De acordo com Kindleberger e Aliber (2009, p.14) “a bolha envolve a compra de um ativo, normalmente imóvel ou título, não por causa da taxa de retorno do investimento, mas pela antecipação de que aquele ativo ou título poderia ser vendido para outra pessoa por um preço mais alto”.

Portanto este trabalho visa contribuir para essa problemática, a sustentabilidade do mercado imobiliário que está extremamente aquecido e com forte elevação de preço. A metodologia utilizada para tanto consiste na pesquisa bibliográfica em que farão parte: revistas especializadas, órgãos de estatísticas, entrevistas com nomes de relevância para o mercado e dissertações acadêmicas.

Essa forte elevação dos preços nos últimos anos, atrelado ao forte aquecimento o qual passa o mercado imobiliário deveria gerar preocupações em todos, haja visto a recente crise mundial que teve início no mercado imobiliário dos Estados Unidos, e mesmo apesar do nosso mercado imobiliário não se comparar ao tamanho e a regulamentação americana, vimos que o estouro de uma bolha imobiliária pode trazer sérios prejuízos à economia.

Segundo um relatório do Banco Central do Brasil (2013, p. 35),

A alta dos preços de imóveis no Brasil verificada nos últimos anos tem gerado debates sobre a origem e os limites desse movimento. Considerando o papel do setor imobiliário para o desencadeamento da crise financeira de 2007-2008, bem como sua relevância na composição da riqueza das famílias, monitorar adequadamente a evolução de longo prazo dos preços de imóveis contribui para assegurar a existência de um sistema financeiro sólido e eficiente.

Muitos motivos podem ser atribuídos para o forte aquecimento do mercado imobiliário brasileiro, como, por exemplo, a estabilidade de preços, a redução nas taxas de juros, o aumento da renda, do nível de emprego, do crédito, além dos programas governamentais que estimulam sobremaneira o setor.

Com o maior controle da inflação, a economia como um todo pode sentir os benefícios da estabilização econômica, que permite olhar o futuro com certa previsibilidade e assim sentir-se mais confortável com financiamentos de longo prazo, sem o medo de não saber quanto o produto custará no amanhã.

A redução na taxa de juros desestimula o investimento em produtos financeiros e estimula a produção tendo como base os retornos que tais investimentos estão dando, além do que a taxa de juros é um dos principais agentes que influenciam a compra de produtos que necessitam de um financiamento de longo prazo como é o caso dos imóveis, com a redução dos juros diminuem também o custo do financiamento tanto da produção como do consumo.

Vale salientar o crescimento da economia brasileira que aumentou a renda da nação e que trouxe também maior aquecimento do mercado de trabalho, diminuindo a taxa de desemprego e permitindo assim que muitos pudessem ter acesso ao mercado imobiliário.

As linhas de crédito direcionadas para o mercado imobiliário é outro fator fundamental para esse setor, haja visto que exigem um volume elevado de recursos e que devido ao alto valor das transações nesse mercado as operações são feitas em médio e longo prazo. Parte

significativa desses recursos são obtidos através de lei que obriga as entidades bancárias a destinar parte dos recursos para o financiamento imobiliário.

As políticas governamentais de fomento ao setor são de extrema relevância, programas como o MCMV (Minha Casa Minha Vida) mostraram ser bem eficientes para que as famílias, principalmente as de classes mais baixas, pudessem ter condições de adquirir seu primeiro imóvel contribuindo assim bastante para o aquecimento do mercado. Além disso, os grandes eventos que devem ocorrer nesse e nos próximos anos como a copa das confederações, copa do mundo e as olimpíadas fazem com que as cidades sedes recebam muitos equipamentos que visam modernizar e dinamizar essas cidades fazendo com que o mercado se aqueça ainda mais. É de suma importância falar também nas instituições criadas que hoje dão maior segurança jurídica e econômica aos credores e tomadores de crédito, tornando o investimento no mercado imobiliário muito mais atraente para os agentes participantes desse mercado.

Mas apesar de todos esses fatores, para alguns especialistas tal conjuntura que favoreceu ao aquecimento do mercado imobiliário brasileiro justificam apenas parte do aumento de preço dos imóveis, eles acreditam na existência de uma bolha devido a forte especulação que gera um desligamento dos preços dos ativos aos seus fundamentos.

Este trabalho, portanto, tem como objetivo principal discutir as diferentes teses vigentes sobre a possibilidade de bolha no mercado imobiliário brasileiro e contribuir para a atual discussão, reunindo e analisando os principais argumentos, e trazendo sua tese(impressões), inclusive, com novos *insights* ao tema. E ao final do trabalho emitir qual a sua conclusão.

Dessa forma, este trabalho será organizado da seguinte forma: no segundo capítulo irá observar as características do mercado imobiliário; no terceiro verá dois distintos conceitos de bolha especulativa e mostrará as duas correntes chamadas nesse trabalho de “Prós bolha” e “Contras bolha” que se referem aos que acreditam na existência da bolha e dos que não acreditam, respectivamente, onde os argumentos das duas correntes serão expostos e analisados; no quarto fará uma análise da evolução das principais variáveis que possuem influência significativa no mercado imobiliário e em seguida irá expor sua tese(impressões). E por fim, no quinto e último capítulo haverá as considerações finais.

2 CARACTERÍSTICAS DA CONSTRUÇÃO CIVIL E DO SETOR IMOBILIÁRIO

2.1 Construção Civil

A indústria da construção civil é fundamental para o desenvolvimento de um país. A construção de estradas, barragens, obras de irrigação, escolas, casas, hospitais, fábricas, e outras obras de infraestrutura são imprescindíveis para querer um desenvolvimento sustentável com a melhoria das condições de vida da população (WORLD BANK, 1984, *apud* SILVA *et al.* 2012).

O setor da construção civil possui um conjunto de atividades complexas, sendo grande consumidora de produtos das outras indústrias tendo, portanto, um papel significativo de dinamizador da economia. A abrangência das atividades econômicas que o setor da construção civil influencia o torna um importante instrumento motriz para a economia. O setor também é um importante gerador de empregos, pois possui uma enorme capacidade de absorção de mão de obra, especialmente de profissionais menos qualificados, assumindo assim um importante componente para mitigar a desigualdade social.

Segundo o Sebrae-MG (2005, *apud* SILVA *et al.* 2012) o setor da construção civil brasileiro tem como principais características:

- a) A utilização intensiva de mão de obra, sendo intensiva na geração de emprego, utilizando trabalhadores com baixa qualificação, cabendo ao emprego formal pequena participação no total de trabalhadores ocupados pelo setor (essa situação de informalidade vem diminuindo consideravelmente);
- b) A demanda do setor é bastante dependente da evolução da renda interna e das condições de crédito;
- c) Possui um coeficiente de importação reduzido, com elevada utilização de matérias primas nacionais;
- d) Tem níveis de produtividade e competitividade inferiores aos padrões existentes nos países desenvolvidos, especialmente nos aspectos tecnológicos e de gestão, refletindo a existência de inúmeras ineficiências produtivas no setor;
- e) Carrega consigo dificuldades em relação à padronização e ao cumprimento de normas técnicas, observando-se elevados percentuais de não conformidade técnica dos materiais e componentes da construção civil habitacional.

2.2 Mercado imobiliário

Segundo Silva *et al.* (2012, p.6),

O mercado imobiliário é o centro das atividades relacionadas à construção civil, pois ele é responsável pelas atividades de loteamento, compra, venda, locação, entre outras atividades que norteiam o processo da construção. A combinação destas atividades tem como objetivo comum a construção de um bem imóvel, que é o produto comercializado no mercado imobiliário.

Sua oferta é bem diversa, pois existem vários tipos de produtos que podem ser oferecidos e a diferenciação entre os pares podem ser muitas, como a localização, o projeto e até mesmo o acabamento. Tais diferenças exercem influência direta nos seus respectivos preços.

Silva *et al.* (2012, p.7) afirmam que “a determinação dos preços no mercado imobiliário está sujeito à interferência de fatores específicos, e dependendo da combinação destes fatores, ocasionará em preços distintos para imóveis com características semelhantes.”

A oferta de um produto imobiliário pode ser considerada constante no curto prazo, pois o tempo de conclusão de um produto leva um tempo razoável e também pelo fato de possuir uma longa vida útil. É importante destacar que oferta de imóveis não se dá apenas por novas construções, mas também pelos imóveis usados que caracterizam a existência de estoque.

A demanda de produtos imobiliários é formada pelos mesmos agentes, as famílias, empresas e o governo. O bem imóvel geralmente possui um valor elevado e por isso sua demanda não é atendida por uma parte significativa da população que não têm o mínimo necessário de capital para efetuar a compra. Essa demanda não atendida pode ser facilmente observada, basta olhar a criação das favelas, o processo de autoconstrução, e os programas de moradia popular promovidos pelo governo.

A demanda está relacionada à aspectos de preferência do consumidor, nível de renda, e serviços disponíveis na região do imóvel. Essa demanda leva em consideração não só o produto em si, mas principalmente a localização, pois tendo em vista que trata-se de um bem imóvel, ele não poderá ser realocado em outros lugares.

Vários fatores podem influenciar na demanda, entre os principais estão: o aumento da renda, do emprego, do crédito, redução das taxas de juros e os incentivos dados pelo governo seja por meio da redução de impostos ou por programas de fomento para aquisição da “casa” própria.

Segundo Lucena (1985, *apud* SILVA *et al.* 2012) estudos apontam as variáveis seguintes como importantes na determinação da demanda por imóveis.

- 1) Variações demográficas, tais como:
 - a) aumento de população;
 - b) variações na composição etária;
 - c) variações no número, tipo e tamanho das famílias;
- 2) Variações na renda e no nível de emprego:
 - a) renda disponível – passada, presente e esperada;
 - b) distribuição da renda;
 - c) hiato de produto, ou desemprego;
- 3) Variações nos preços da habitação;
- 4) Condições de financiamento à compra;
- 5) Relação entre os custos de aquisição e os preços de aluguel.

Observados esses aspectos, eles deverão, portanto, estar incluídos em nossa análise futura.

3. CONCEITUAÇÕES DOS FENÔMENOS DE BOLHA E ARGUMENTOS PRÓS E CONTRAS BOLHA.

3.1 CONCEITUAÇÕES DOS FENÔMENOS DE BOLHA

Nesta seção apresentaremos dois diferentes conceitos de bolha especulativa, uma pela abordagem chamada de fundamentalista e outra pela abordagem tradicional que é a mais aceita e utilizada na literatura.

É importante que estejamos cientes das duas abordagens para que o presente trabalho abranja e esteja atento a um conjunto maior de variáveis que possam vir a ser relevantes para a discussão da possibilidade de estarmos vivendo ou não uma bolha imobiliária.

3.1.1 Abordagem tradicional

A conceituação de bolha nos moldes da abordagem tradicional aparece bem descrita em Stiglitz (1990 *apud* MENDONÇA; SACHSIDA, 2012, p.13)

Se o aumento do preço de um ativo decorre apenas da crença de que seu preço de venda será maior no futuro, quando os fundamentos não parecem justificar isso, então existe bolha. Neste caso, a causa básica de movimentos de preços é determinada apenas pela expectativa autorrealizável da própria variação de preços, levando a uma espiral de elevação contínua até que em decorrência de algum fator a bolha estoure.

3.1.2 Abordagem “fundamentalista”

Para Mendonça e Sachside (2012) existem vários problemas que surgem ao utilizar a abordagem tradicional descrita anteriormente para a questão da bolha especulativa. Entre eles estão, primeiro, à dificuldade da utilização das técnicas econométricas para detectar bolhas em relação à abordagem empírica. Segundo, neste trabalho especificamente, a insuficiência de informações sobre os preços de imóveis no Brasil. Em terceiro, no fato das bolhas estarem mais propensas a ocorrerem em mercados com problemas de informação, o que não é o caso do mercado imobiliário brasileiro.

É importante destacar que aceitar o conceito de bolha dentro da abordagem tradicional é admitir que em situações diferentes das já previstas pela teoria econômica o mecanismo de preço falha na correta sinalização para a escolha da alocação eficiente dos recursos.

Segundo Mendonça e Sachsida (2012, p.17),

Gaber (1980) analisou três casos famosos usados como exemplos de bolha na literatura, e encontrou fortes indícios de que tal apelo para a existência de bolhas está longe de ser uma resposta convincente a estes três eventos. Em todos estes casos foi possível encontrar alterações nos fundamentos de mercado que justificaram as mudanças observadas no preço dos ativos, ou no estado da economia.

A abordagem fundamentalista parte-se do seguinte pressuposto: no caso de alteração de preço em determinado mercado, isto se deve basicamente por dois motivos. Primeiro, por alguma mudança nos fundamentos deste mercado ou em mercados que existam uma relação significativa e que estaria influenciando e levando a uma alteração daquele mercado. Nessa situação as próprias forças de mercado se encarregariam de equilibrar o mercado a essa nova conjuntura. Segundo, uma alteração nos preços pode se dar devido a uma interferência do governo, pois nas situações em que o preço parece se elevar de forma injustificada por seus fundamentos, como nos casos de bolhas especulativas, é provável que algum sinal ou incentivo estaria levando os agentes à entrar nesse ciclo de bolha. Assim a ruptura da bolha expõe os erros que foram cometidos sistematicamente pelos agentes desse mercado, e traz consigo uma questão: como tais erros ocorrem até mesmo em mercados em que não há problemas significativos de informação? A Escola Austríaca de economia, base teórica da abordagem fundamentalista, defende a tese que o principal responsável por tais erros é o governo que através de suas políticas econômicas como, por exemplo, a manipulação das taxas de juros e o direcionamento do crédito, dão os sinais que provocam tais erros sistemáticos de avaliação.

Mendonça e Sachsida (2012, p.9) afirmam que

de acordo com a perspectiva da Escola Austríaca, uma bolha de mercado não surge por força de um comportamento irracional, mas por consequência de um sinal exogenamente criado que faz com que os agentes direcionem erroneamente os investimentos em um determinado segmento da economia, fazendo com que os preços deste mercado sigam uma trajetória fortemente ascendente. Tal elevação não poderá se estender indefinidamente, fazendo com que os agentes em algum instante – o ponto de ruptura – percebam que o retorno sobre o investimento se situa aquém do esperado. Neste momento, haverá uma revisão dos projetos, com uma perda acentuada de capital inerente ao processo.

O estudo sobre bolhas especulativas não é uma tarefa trivial, pois existem várias dificuldades técnicas, ainda mais no mercado imobiliário brasileiro em que ainda não há uma base de dados suficiente para uma melhor análise econométrica.

3.2 PRÓS E CONTRAS BOLHA NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Agora, serão observados diferentes pontos de vista sobre o tema da bolha imobiliária no Brasil. Tais pontos foram divididos em dois grupos, os que não acreditam que o Brasil esteja vivendo uma bolha imobiliária e os que acreditam. Estes chamados de Prós Bolha e aqueles chamados de Contras Bolha.

3.2.1 Contras

Segundo Napolitano (2013) em um estudo da consultoria Bain&Company que comparou os principais indicadores do mercado imobiliário brasileiro com os de países que já sofreram com bolhas imobiliárias, a situação ainda é confortável mas é preciso ficar em alerta pois os preços continuam subindo.

O objetivo deste estudo foi identificar um padrão nas características que deram errado nos Estados Unidos, Canadá e em mais cinco países europeus que sofreram com bolhas imobiliárias, identificar também um padrão nos países onde a expansão do mercado foi saudável e ver com quais mercados o Brasil está se assemelhando mais.

Observaram-se seis indicadores, entre eles, endividamento médio da população, acesso a financiamento e evolução dos preços. O resultado da pesquisa aponta para a não existência de bolha, mas há números que preocupam segundo os analistas.

Entre os aspectos que refutam a hipótese de bolha estão as condições do crédito imobiliário brasileiro que apesar de ter seu volume crescido vertiginosamente passando de 3 bilhões em 2004 para 83 bilhões em 2012 ainda representa 6% do produto interno bruto. Já nos países que passaram por bolhas imobiliárias e fazem parte deste estudo, Espanha, Estados Unidos, Irlanda, Portugal e Reino Unido a média do crédito imobiliário pelo PIB é de 76%. Ainda é importante ressaltar que os bancos brasileiros são bem criteriosos ao conceder empréstimo. Enquanto no Brasil exige-se uma entrada considerável dependendo das condições de cada solicitante, nesses países se concediam 100% e mais um valor para reforma, além do que no Brasil o prazo máximo de pagamento é em torno de 30 anos, já na Espanha, por exemplo, chegou a ser 50 anos.

Do outro lado, o aspecto mais preocupante foi a valorização dos imóveis. Segundo a pesquisa, dados do Banco Central mostraram uma alta média de 108% superior ao aumento da

renda se considerarmos o período de 2003 aos dias de hoje. Comparando com os países que sofreram com a bolha, esse número se torna ainda mais alarmante, pois os maiores percentuais que foram da Espanha e Portugal não passaram de 80%.

Para a Bain&Company é preciso cuidado ao analisar este dado, pois é importante contextualizá-lo à história brasileira. O mercado imobiliário brasileiro passou por vários anos de estagnação, período esse que compreende o fim dos anos 80 e o começo dos anos 2000, portanto, a alta de preços após este período foi apenas uma correção. No Brasil o valor médio de um imóvel gira em torno de 5,1 vezes a renda anual média da população, o que corresponde a metade nos países analisados no estudo da Bain&Company.

O estudo diz que se, no Brasil, os preços continuarem a subir num ritmo acelerado poderemos ter problemas, mas segundo uma pesquisa feita pela Revista Exame os preços, entre 2008 e 2011, subiram anualmente em média de 20% a 30%, já em 2012 o aumento ficou em torno de 15% e em alguns lugares houve queda no preço, o que mostra uma desaceleração, afastando assim o risco de bolha.

Em um outro estudo realizado pelo economista Ricardo Amorim (2012), foram analisadas as bolhas imobiliárias de vários países desde 1900 dos quais ele conseguiu os dados necessários para a realização de sua pesquisa. É importante destacar que não entraram neste estudo as bolhas regionais geralmente ocasionadas por situações pontuais, como a busca por ouro no oeste americano.

Primeiramente foi feita uma análise do consumo per capita de cimento, pois segundo Amorim para haver bolhas imobiliárias costuma haver também forte atividade de construção. Então foi observado o consumo anual per capita de cimento no período em que as bolhas estouraram e comparadas com o consumo brasileiro atual. Segue-se que não houve nenhuma bolha imobiliária com consumo anual per capita inferior à 400 quilos, na Espanha o consumo passou de 1,2 mil quilos, na China 1,6 mil quilos e ainda houve bolha. No Brasil a estimativa de consumo anual per capita atual é 349 quilos.

Segundo, analisou-se os preços dos imóveis em relação a capacidade de pagamento das pessoas, ou seja, quantos anos de salários são necessários para comprar um imóvel de preço médio. Constatou-se que nenhuma cidade brasileira está hoje entre as 20 mais caras do mundo. Brasília que é a cidade com o maior preço médio dos imóveis do país ainda é duas vezes e meia mais barata que a cidade mais cara do mundo, Rabat no Marrocos.

Também levou-se em consideração neste estudo o crédito. Ele também afirma que o crédito imobiliário ainda é muito baixo em relação ao PIB e que o estouro de uma bolha está geralmente associada a uma ruptura na oferta de crédito, a uma elevação do custo deste crédito, o que não é o caso do Brasil, segundo Amorim o crédito ainda está em expansão e seu custo em queda.

Amorim acredita, portanto, que não estamos vivendo uma bolha imobiliária, mas acredita que os preços deverão subir num ritmo mais lento, pois já estão bem elevados e que poderão ocorrer pequenos reajustes para baixo nos preços o que para ele é algo saudável, pois é isso que evita a formação de bolhas.

Segundo o mesmo raciocínio, de acordo com Borges (2011), o diretor-presidente da Vitacom Incorporadora, Alexandre Lafer Frankel, afirma que um dos principais ingredientes para a ocorrência de bolha, a especulação, tem um volume insignificante perante o montante total das transações. Segundo ele a maioria das vendas são consistentes, ou seja, para um público que realmente deseja ficar com o imóvel.

Frankel (*apud* BORGES, 2011) destaca ainda que o sistema de crédito imobiliário é bastante rigoroso. Ele diz que nosso país tem regras fortes para o financiamento de imóveis. Segundo Borges (2011, p.2), Frankel afirma que “o comprometimento de renda do brasileiro com este tipo de crédito é bastante limitado e não existe alavancagem”, diminuindo assim o risco de bolha. Para ele o que está ocorrendo com os preços dos imóveis é uma recuperação de um mercado que esteve parado por duas décadas.

Para o vice-presidente do Ibec (Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças) Luiz Calado (*apud* BORGES, 2011) também não há bolha no mercado imobiliário brasileiro, mas acredita que os preços devem estagnar e em alguns locais cair em até 20% ao longo de tempo. Já Frankel acredita que apesar dos preços poderem estagnar e terem altas próximas à inflação, eles ainda devem subir ainda mais em algumas regiões que apresentem escassez de novos empreendimentos. E ainda acrescenta, “se compararmos o custo de vida de outras cidades do mundo com o preço dos imóveis, verificamos que o Brasil ainda tem um dos menores preços” (FRANKEL, *apud* BORGES, 2011, p.2).

3.2.1.1 Relatório de Estabilidade Financeira – Banco Central do Brasil

Com o intuito de acompanhar o mercado imobiliário mais de perto e investigar os rumores de que haveria uma bolha prestes a estourar o BCB (2013) criou um novo índice o IVG-R (Índice de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados) que será divulgado regularmente constituindo-se assim uma importante ferramenta de análise da evolução dos preços dos imóveis no Brasil.

De acordo com o BCB (2013, p.35),

Esse índice é calculado com dado de operações de financiamento imobiliário para pessoas físicas, em que a garantia é composta de alienação fiduciária de imóveis residenciais ou hipoteca imobiliária. O valor de avaliação de cada imóvel pelo banco no momento da concessão do crédito é a fonte primária de informação para construção do indicador.

O índice mostrou que o ritmo de valorização dos imóveis brasileiro vem diminuindo e se tornando mais estável, reforçando a tese de que não há bolha. “Quando é bolha, [o preço] sobe e estoura, ou seja, aquilo que vinha crescendo de forma muito radical, de repente, perde valor. Isso não aconteceu. Não houve bolha. Houve reequilíbrio no padrão de oferta e demanda” diz Anthero Meirelles, diretor do BCB. O novo indicador apontou que a alta de preços desacelerou de 20% em 2010 para uma taxa anual de 3% em 2013.

3.2.2 Prós

Será visto agora alguns argumentos de especialistas que acreditam na existência de bolha no mercado imobiliário brasileiro.

De acordo com Lima Júnior (2011), coordenador do Núcleo de Real Estate da Escola Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, os preços dos imóveis estão acima do seu preço justo, pois o preço deve cobrir os custos de produção, margem para cobrir as incertezas e uma taxa de retorno adequada. Porém, segundo ele os preços vigentes mesmo levando em consideração os custos, margens, a estrutura de *funding* tradicional, com financiamento à produção no SFH (Sistema Financeiro da Habitação), estão produzindo taxas de retorno desequilibradas, superiores as margens tidas como normais no mercado imobiliário brasileiro que inclusive já possui margens maiores que as dos mercados internacionais. Segundo diz Lima

Junior (2011, p.4), “se os preços estão acima do preço justo, há um valor sem lastro que está sendo comprado pelo mercado nesta conjuntura.”.

Para Lima Junior (2011), os empreendimentos entre o período de 2008 até o final de 2010 apresentavam componentes de custos e margens de incertezas que justificavam os preços vigentes,

os preços decolavam do crescimento do INCC-fgv, porque alguns fatores não estão cobertos pelo índice de inflação mais respeitado no mercado, desde terrenos, passando pelos custos da outorga onerosa cada vez mais presentes, até os custos diretos mascarados em subempreitadas com margens especulativas, pela pressão da demanda. (LIMA JUNIOR, 2011, p.1)

Porém para ele, as construtoras nesse período, puderam aprender e antever melhor seus custos e incertezas e então, o ritmo de valorização deveria acompanhar os custos, e não estar num ritmo mais acelerado que é o que se verifica, por exemplo, em São Paulo.

Lima Junior (2011) comenta que os fatores que geram bolhas no mercado são: crédito irresponsável, investidor desinformado e forte presença de capital especulativo. Nesse contexto ele acredita que apesar de não existir a ocorrência de crédito irresponsável no Brasil, há uma quantidade significativa de investidores desinformados e de um capital especulativo. Outro fator que ele chama atenção é o fato de já haver vários leigos se aventurando e especulando neste mercado, e este seria um indicativo de bolha.

Segundo Mendonça e Sachsida (2012), Samy Dana aponta outra razão pela qual acredita na existência de uma bolha imobiliária. Segundo ele, há um descompasso entre o preço de venda dos imóveis e os preços de alugueis. Uma taxa de retorno mínima de um aluguel deveria se situar entre 0,5% e 0,6% do valor do imóvel que é a remuneração da poupança, então tomando como exemplo um imóvel de 100m² no centro paulistano que possui preço de R\$ 10mil/m², seu valor de aluguel deveria custar em torno de R\$ 6 mil reais, algo no qual ele duvida que seja pago, afirma Samy.

Outra argumentação foi proposta por Mendonça e Sachsida (2012) que desenvolveram um estudo tanto em nível macroeconômico como microeconômico para verificar a possibilidade de haver uma bolha imobiliária no Brasil.

O estudo que teve como base teórica a Tace (Teoria Austríaca do Ciclo Econômico) sugere que existe uma bolha imobiliária, e a causa principal seria o governo brasileiro. Os autores afirmam que

De maneira objetiva, a Tace fornece uma base teórica sólida para se apontar o Governo Federal, por meio de suas políticas fiscais e de estímulo ao crédito, como o principal responsável pelo surgimento desta bolha. A insistência do governo em aquecer ainda mais um mercado imobiliário já aquecido só tende a piorar o resultado final (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012 p.52).

Ressalta-se também o papel das taxas de juros para o mercado imobiliário, que conforme verificado nos testes econométricos deste estudo, a relação entre este mercado e os juros é negativa e sensível, ou seja, aumentos nas taxas de juros podem ocasionar sérios problemas ao mercado imobiliário. É importante lembrar que foi justamente o aumento na taxa de juros dos Estados Unidos que desencadeou o “estouro” da bolha imobiliária americana.

Dito isso, o estudo acredita que as taxas de juros deverão aumentar no Brasil porque as políticas fiscais e monetárias do governo brasileiro são inflacionárias e a taxa de juros vem sendo utilizada pelo Brasil como importante instrumento de controle à inflação. Além disso, as taxas de juros internacionais estão em um patamar mínimo histórico e cedo ou tarde deverão subir forçando então o Brasil a aumentar também suas taxas de juros.

Porém apesar de acreditar numa bolha imobiliária o estudo não acredita em efeitos catastróficos mesmo porque a oferta de crédito imobiliário no Brasil ainda é muito restrita, contudo não deverá ser desprezível.

Mendonça e Sachsida (2012, p.52) concluem dizendo:

Quando o governo brasileiro for obrigado a aumentar a taxa de juros doméstica, haverá um impacto direto desta medida no setor imobiliário. Então, será a vez do Brasil lidar com uma crise criada exclusivamente pelo mau gerenciamento das políticas fiscais e monetárias do governo brasileiro (...) O Brasil deveria aproveitar o atual bom momento da economia internacional para fazer os necessários ajustes de que o país precisa. Contudo, este momento está passando e a oportunidade está sendo desperdiçada.

3.3 Análise dos principais argumentos

Foi visto anteriormente um resumo dos principais argumentos utilizados tanto por quem acredita como por quem não acredita na existência de bolha imobiliária no Brasil. Será feito então, uma breve análise a respeito dos argumentos apresentados e que serão agregadores para o estudo que será exposto no próximo capítulo.

Começaremos com a análise dos argumentos “Prós” bolha e em seguida dos “Contras” bolha.

3.3.1. Análise dos argumentos “Prós” bolha

Lima Júnior (2011, p.4) diz que “se os preços estão acima do preço justo, há um valor sem lastro que está sendo comprado pelo mercado nesta conjuntura”. Esse argumento pode ser muito bem refutado pelo simples fato de que os mercados não possuem livre mobilidade de capitais e que existem barreiras de entrada para empreender no setor da construção civil. Portanto se os empreendedores estão tendo retornos acima do normal, muito em breve estes retornos exorbitantes deverão deixar de existir, pois irão atrair outros ofertantes e essa taxa deverá diminuir, além do que é normal uma defasagem de tempo para que a estrutura de custo acompanhe essa valorização. Não há dúvida que várias construtoras surgiram nos últimos anos, todas buscando exatamente tais retornos aumentando assim a oferta, e também não há dúvida que o valor dos terrenos, por exemplo, um item relevante da estrutura de custo, aumentou significativamente.

Samy Dana (*apud* RIZZI, 2012) afirma que há um descompasso entre o valor de venda e os alugueis pagos, pois os valores pagos pelos alugueis não estão acompanhando o crescimento dos preços dos imóveis, diminuindo assim, sua rentabilidade. Com relação a este fato podemos contra argumentar que além das taxas de juros terem reduzido, diminuindo assim o retorno médio de diversas aplicações, podemos dizer também que ele não considerou que o investimento em imóveis tem ganhos tanto na locação como na valorização do próprio imóvel.

Já Mendonça e Sachida (2012) afirmam que o governo brasileiro ao aquecer um mercado imobiliário já aquecido através das suas políticas fiscais e de crédito, está sendo o principal agente causador de uma bolha que existiria em nosso mercado, pois ele estaria sinalizando ou incentivando os agentes a continuarem nessa empreitada num mercado onde os preços estariam subindo de forma indefinida. Eles ainda chamam a atenção para as políticas fiscais e monetárias adotadas pelo governo que segundo eles são claramente inflacionárias e a consequência disso será um aumento das taxas de juros. E como a maioria dos contratos de financiamentos habitacionais são feitos com juros pós-fixados um possível aumento dessas taxas poderão trazer sérias consequências para o mercado imobiliário.

Estes argumentos apresentados por Mendonça e Sachida (2012) não são triviais e, portanto serão observados no estudo feito no próximo capítulo.

3.3.2 Análise dos argumentos “Contra” bolha

Como boa parte deste grupo possui argumentos em comum analisaremos de forma agregada e não por autor.

Os principais argumentos em comum são: a relação entre crédito imobiliário e PIB quando comparado internacionalmente é muito baixo; os bancos são muito criteriosos na concessão de financiamentos; o mercado imobiliário está se recuperando de um longo período de estagnação do setor; e que os preços estão baixos quando comparado com o mercado internacional. Por outro lado a argumentação utilizada pelo BCB (2013) merece destaque, pois além de criar um índice de preços com um banco de dados amplo e confiável, ele refuta a hipótese de bolha ao constatar que o ritmo de valorização está reduzindo de forma suave e ao atribuir a evolução do mercado, aos avanços institucionais, estabilização econômica e aprofundamento do mercado de crédito, um conjunto de fatores que para essa instituição justificam a evolução dos preços e refutam a hipótese de bolha.

Tais argumentos também serão devidamente observados no estudo do próximo capítulo.

4. EVOLUÇÃO E ANÁLISE DOS FATORES QUE EXERCEM INFLUÊNCIA NO MERCADO IMOBILIÁRIO.

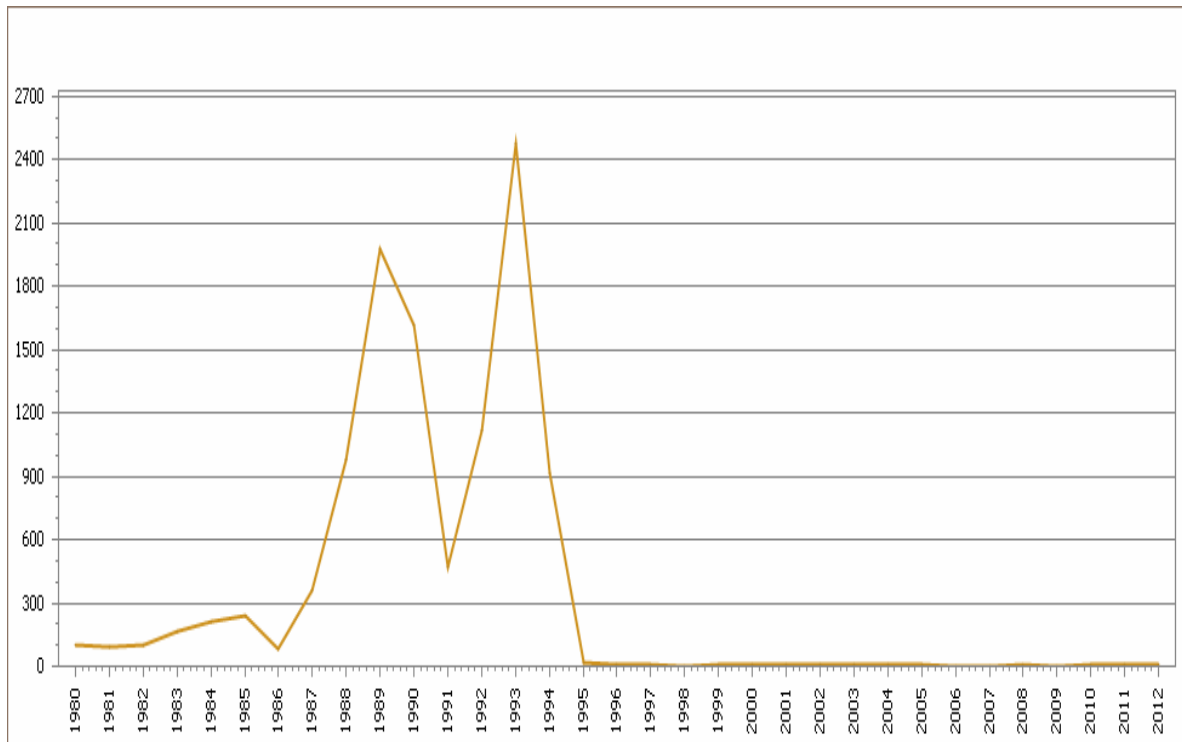
Neste capítulo será feito um breve histórico do mercado imobiliário brasileiro, após o plano real, e das principais variáveis macroeconômicas que exercem influência neste mercado. Em seguida, faz-se uma análise de variáveis mais específicas ao tema, inclusive das variáveis mencionadas nas opiniões dos especialistas no capítulo anterior. Essas variáveis podem dizer muito sobre: a saúde, o atual momento e o futuro próximo do mercado imobiliário brasileiro.

4.1. O Mercado Imobiliário Brasileiro Após o Plano Real

No período que compreende o início dos anos 80 até o início dos anos 2000 o mercado imobiliário sofreu muito com a instabilidade econômica, crises internacionais e políticas ineficientes destinadas ao mercado da habitação. Esse período foi marcado pela estagnação desse setor que devido não só aos fatores econômicos, mas também aos fatores legais e sociais, a expansão desse mercado ficou prejudicada, fazendo com que a demanda existente não fosse atendida.

O processo de transformação teve início com o Plano Real em 1994 que trouxe uma maior estabilidade financeira tão necessária para o desenvolvimento de qualquer nação. Para o mercado imobiliário o controle da inflação é em especial importante, pois a maioria das transações neste mercado são de médio e longo prazo e por isso a necessidade de olhar para o futuro com certa previsibilidade. A inflação alta é um problema sério para qualquer economia, ela pode trazer sérios danos, como, por exemplo, a redução do poder de compra, desvalorização cambial, tendo como consequência o encarecimento dos produtos importados, diminuição dos investimentos no setor produtivo, aumento da especulação financeira, elevação da taxa de juros, aumento do desemprego, entre outros. No período anterior ao plano real a inflação chegou a 2477,15% ao ano. Com o plano real em vigor essa inflação diminuiu drasticamente e desde 2003 a nossa inflação não chega a dois dígitos. Mesmo que alguns ainda a considerem alta, ela está de certa forma sob controle e muito inferior ao período anterior ao plano.

Gráfico 3
Evolução da Inflação



Fonte: IPEA

Segundo CBIC (2004, *apud* SILVA *et al.* 2012, p.3)

com a implantação do Plano Real, em 1994, o otimismo dos agentes retornou ao mercado imobiliário, elevando o número de unidades construídas de aproximadamente 61 mil em 1994, para mais de 206 mil em 1997, evidenciando sinais de recuperação do setor nos primeiros anos do novo plano, de acordo com dados divulgados pela Câmara Brasileira da Indústria da Construção.

O gráfico 3 mostra a evolução da inflação entre os anos de 1980 e 2012. Conforme pode ser visto a inflação girava em torno de 100% ao ano em meados dos anos 80 e chegou a atingir 2477% em 1993, após a implantação do plano real, no ano seguinte, em 1995 a inflação ficou em 22,41% e foi a maior desde então. Em 2012 a inflação foi de 5,84%.

No entanto o mercado imobiliário ainda necessitava de outras variáveis para crescer de forma consistente e atender a demanda latente, causada, em boa parte, por esse longo período de estagnação.

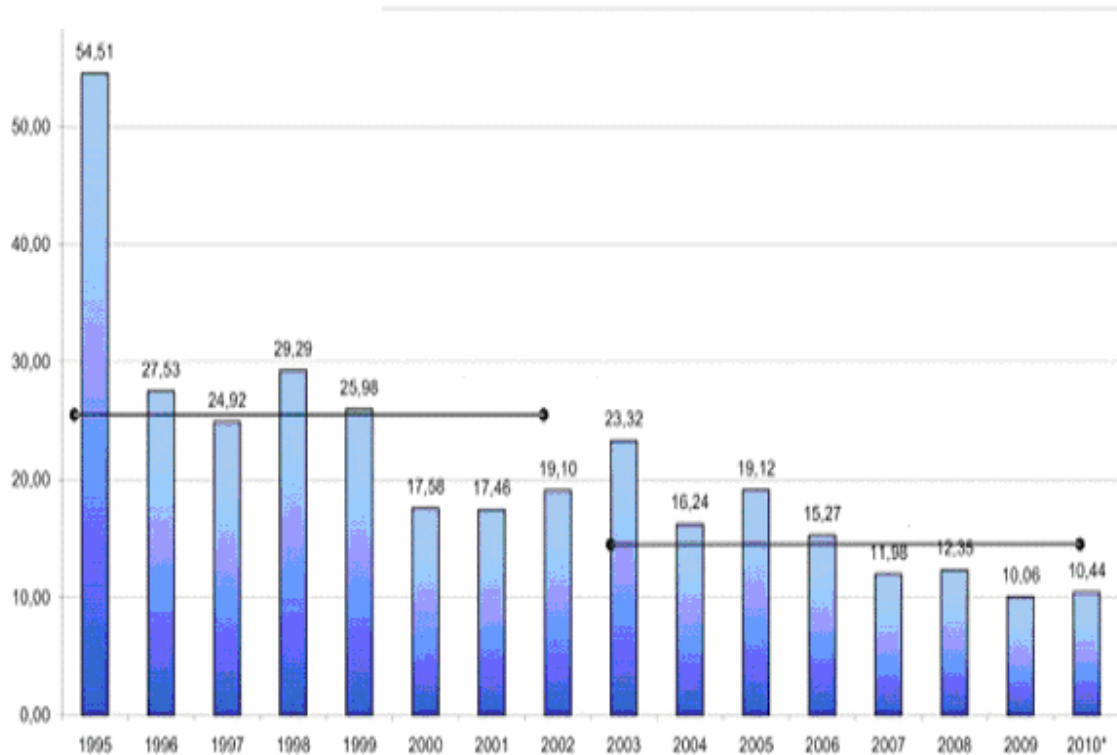
Uma dessas variáveis era a taxa de juros que quando muito elevada é extremamente maléfica para uma economia. Várias podem ser as consequências de uma taxa de juros elevada, entre elas estão: o aumento do desemprego, da inadimplência, a redução do investimento, do crédito e do consumo.

O mercado imobiliário também é fortemente influenciado pela taxa de juros, pois devido ao alto valor das transações os agentes desse mercado precisam em sua grande maioria ser financiados. Uma taxa de juros elevada implica em grandes custos de oportunidade. Como os prazos das operações nesse mercado são de médio e longo prazo, o parâmetro de rentabilidade mínima utilizado pelos agentes financiadores são as taxas que remuneram os títulos públicos. Até 2003 a taxa básica de juros SELIC (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) estava em torno de 23% ao ano, inviabilizando assim muitos projetos que pagariam menos ou muito próximo a essa taxa. Mas já no final de 2003 a taxa básica de juros SELIC começou a diminuir de forma significativa, chegando à 7,25% nos dias atuais. Pelo lado da demanda uma taxa de juros elevada inviabiliza a compra, pois os valores pagos em juros aos agentes financiadores podem ser exorbitantes tornando o investimento inviável ou desinteressante. No gráfico 4 podemos observar a queda das taxa de juros que em 1995 estava em 54,51% ao ano e já em 2010 ficou em 10,44%.

A redução dessa taxa de juros também teve um papel fundamental para a expansão do crédito e consequentemente do mercado imobiliário. O crédito imobiliário apresentou um aumento extremamente significativo. Considerando somente os recursos do FGTS (fundo de garantia por tempo de serviço) e do SBPE (sistema brasileiro de poupança e empréstimo), no ano de 2000 esse valor correspondia a um montante em torno de 5 bilhões já em 2010 estava em torno de 80 bilhões. Em 2004 o crédito imobiliário era de apenas 1,32% em relação ao PIB, em 2012 já correspondia a 6,28%, ou seja, quase cinco vezes maior em apenas oito anos.

Nos últimos anos o mercado imobiliário vem apresentando enormes transformações e crescendo de forma expressiva. De acordo com dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BACEN), e Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), no ano 2000, a soma das unidades construídas e adquiridas com recursos disponibilizados pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) totalizou 352.731 unidades, enquanto que no ano de 2009, este número foi quase duas vezes maior, registrando 693.132 unidades.

Gráfico 4
Taxa de Juros – Selic 1995 a 2010. (média anual)

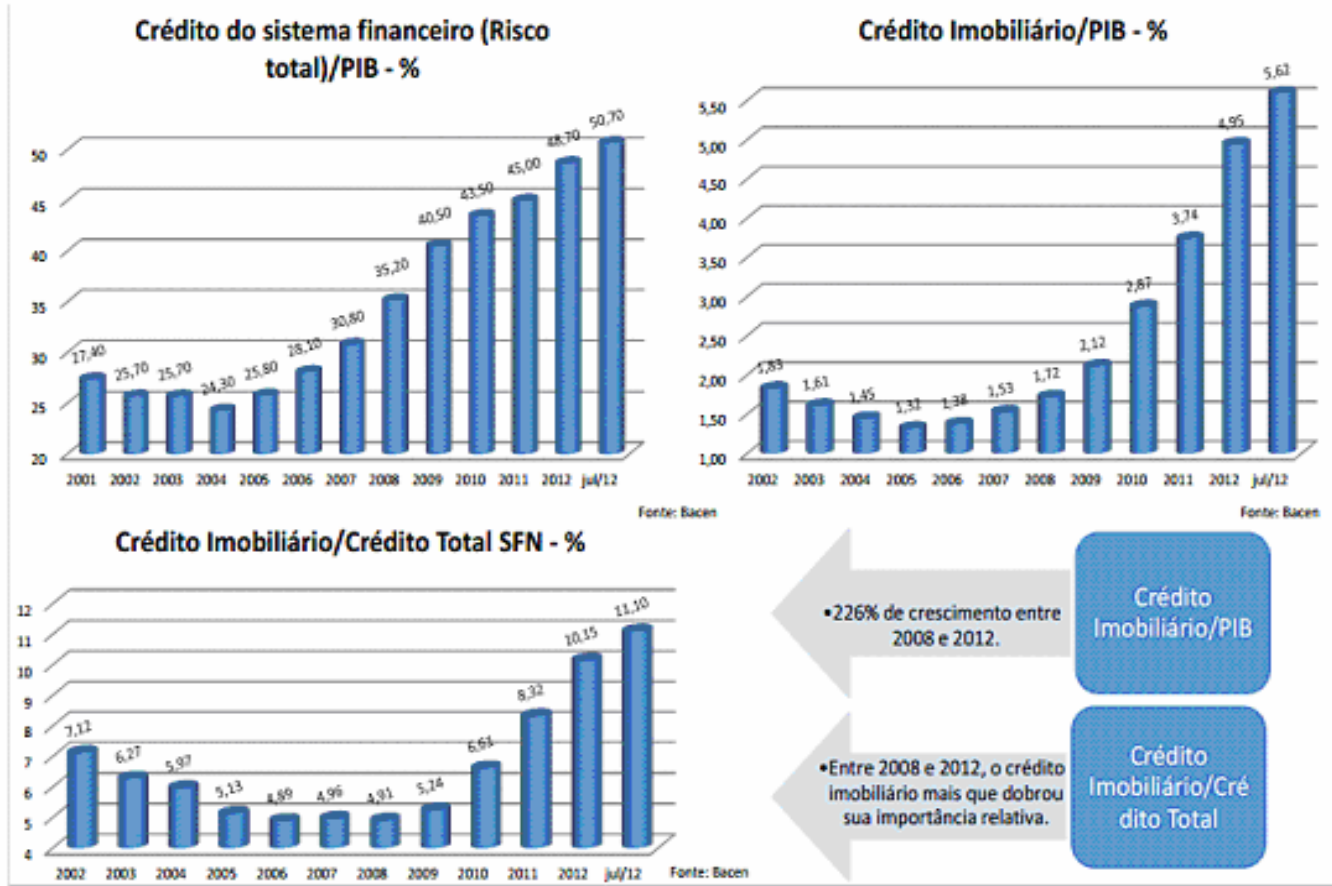


Fonte: BACEN

Esse crescimento deve-se a essa nova conjuntura encontrada pelo mercado imobiliário a partir do início da década anterior. Além da estabilidade econômica, da redução das taxas de juros e da expansão do crédito imobiliário, alguns outros elementos dessa atual conjuntura devem ser ressaltados, tais elementos são: o aumento da renda, do nível de emprego, a criação de leis que deram maior segurança jurídica e financeira aos agentes desse mercado, além dos programas governamentais que estimulam sobremaneira o setor.

A economia brasileira cresceu bastante na última década. Se somarmos a variação do PIB brasileiro durante esse período a soma daria por volta de 33,90% enquanto que entre os anos de 1990 e 1999 o somatório foi por volta de 16,45%, ou seja, menos da metade do somatório do período entre os anos 2000 e 2009. Se pegarmos o PIB per capita também veremos uma evolução significativa, a preços de 2011 ele representava em 1983 R\$13.938,00 já em 2011 correspondia a R\$21.252,00, ou seja, um aumento de 52,48% da renda per capita no país. Conforme pode ser visto na Tabela 1(nos anexos)

Gráfico 5
Crédito Imobiliário em Números



Fonte: BACEN

O nível de desemprego também colaborou para essa conjuntura favorável. Em 2002 esse nível estava em torno de 13% e veio diminuindo, terminando o ano de 2012 em torno de 5%, atingindo nesse período o menor nível histórico, conforme pode ser observado no gráfico 6.

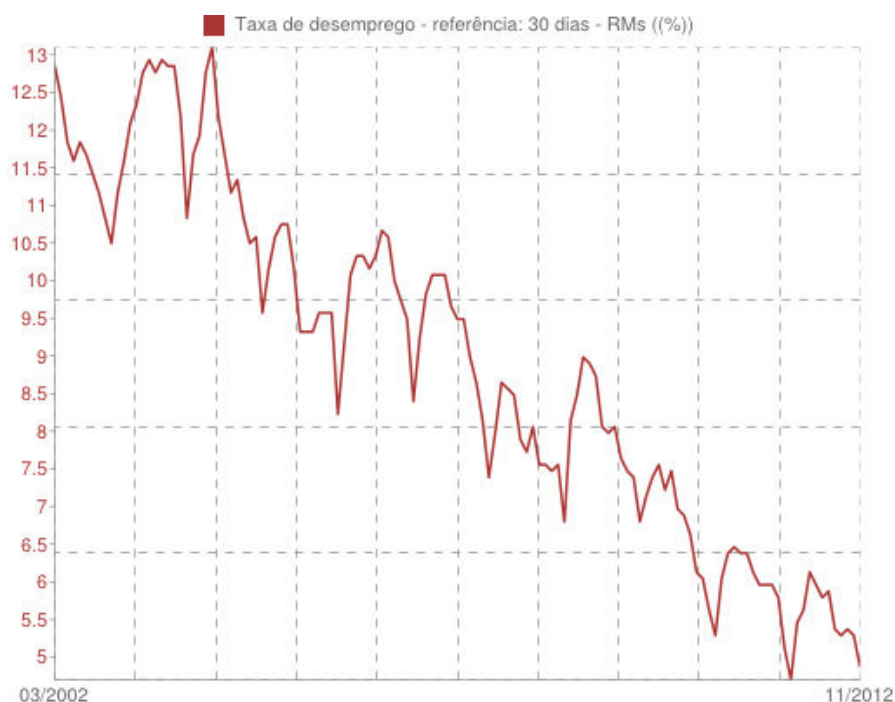
Outro fator muito importante para a expansão do mercado imobiliário foi a criação de mecanismos legais e regulatórios que pudessem garantir aos investidores a segurança jurídica com relação aos contratos firmados.

Até 1964, o mercado imobiliário no Brasil era totalmente desregulamentado, as partes envolvidas não tinham nenhuma garantia na relação de compra e venda. Em dezembro de 1964 foi promulgada a Lei 4.591, que trouxe dispositivos de regulação sobre incorporação imobiliária

e condomínios. O principal instrumento de regulamentação para o mercado nessa lei foi a inclusão do “Memorial de Incorporação”, que trouxe a exigência de todas as informações relativas ao futuro empreendimento bem como informações jurídicas e contábeis da empresa e sócios. Já em agosto de 2004 com o advento do Novo Código Civil e a promulgação da Lei 10.931 que criaram regras de um novo Marco Regulatório, o ambiente jurídico foi reformulado trazendo maior segurança jurídica para os agentes desse mercado. Dentro dessa nova legislação devemos ressaltar os capítulos que falam da Alienação Fiduciária que é uma garantia a mais para os construtores e agentes financeiros, tornando o processo de execução da garantia muito mais célere, e nos capítulos que se referem ao Patrimônio de Afetação que é uma excelente garantia aos compradores, pois protege o investimento de forma que tudo o que é desembolsado pelos compradores de determinado empreendimento deve ser utilizado somente na obra, não permitindo então que o construtor utilize o dinheiro para outra finalidade, além do que mesmo que a construtora entre em processo de falência o que foi investido para este empreendimento que está em regime de Patrimônio de Afetação, estará protegido.

Gráfico 6

Taxa de Desemprego



Fonte: IPEA

As regras dos contratos de financiamentos também passaram a ser bem mais claras, entre elas, vale ressaltar que não existe mais os resíduos ao final do período de amortização.

Não pode-se deixar de destacar também as políticas governamentais de fomento ao setor imobiliário como o programa MCMV (Minha Casa Minha Vida) que já entregou mais de 1 milhão de casas e apartamentos e que junto com os demais fatores, propiciaram essa nova conjuntura extremamente favorável ao setor nos dias de hoje.

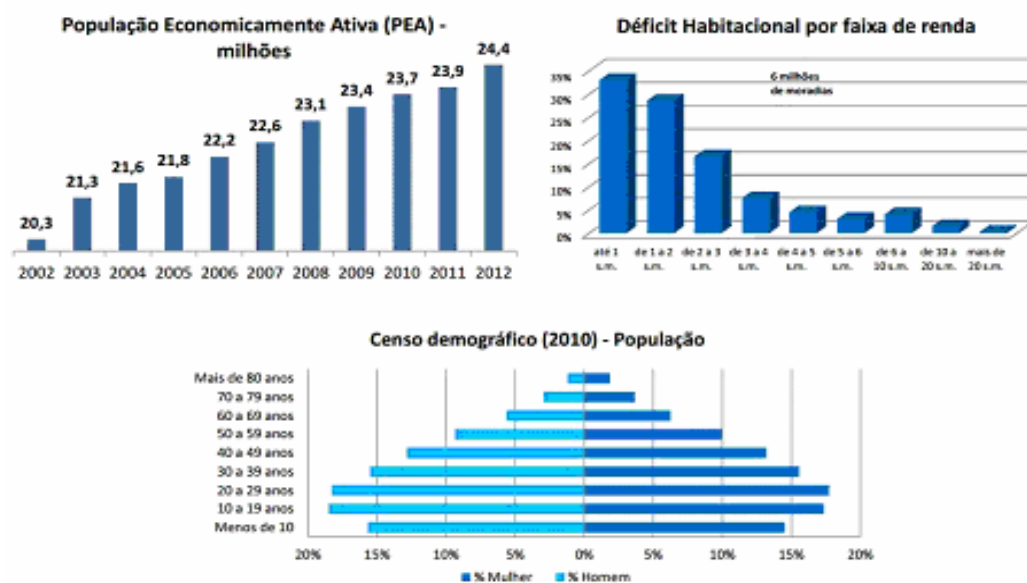
4.2. Análise do atual cenário e “saúde” do mercado imobiliário e considerações sobre seu futuro

Observando a atual conjuntura pode-se creditar o aumento de preço aos novos fundamentos da economia brasileira. Além das variáveis que acabaram de ser comentadas, a análise de indicadores como a inadimplência, população economicamente ativa e do *funding* para o crédito mercado imobiliário, torna a possibilidade de bolha ainda mais remota. Conforme pode-se ver no gráfico 7 a população economicamente ativa vem numa crescente, a pirâmide demográfica está diminuindo sua base e aumentando a parte central que corresponde a população economicamente ativa. A inadimplência dos financiamentos imobiliários também mostra um cenário favorável. Ela diminuiu bastante nos últimos anos e parece estar se estabilizando em um nível bem adequado. Por sua vez, o *funding* do crédito imobiliário também dá sinais de sustentabilidade, pois as fontes de recursos estão aumentando e se diversificando. Os gráficos 8 e 9 mostram, respectivamente, a redução da inadimplência e aumento do volume de recursos para o crédito imobiliário. É importante destacar o rigor no consentimento de crédito imobiliário por partes das instituições financeiras brasileiras, ao contrário do que ocorria, por exemplo, nos Estados Unidos.

É verdade, porém, que utilizando o *Global House Price Index* da consultoria Knight Frank podemos observar que o preço dos imóveis no Brasil tem crescido fortemente e por um longo período estando entre os países que tem tido as maiores altas de preços nos últimos anos, chegando a estar no topo da lista em 2012, levantando assim, a possibilidade de estarmos vivendo uma bolha. Contudo, também é verdade que a taxa de valorização tem se reduzindo gradualmente levando a crer que o ciclo de alta desvairada dos preços dos imóveis está chegando ao fim. Parece que estamos aterrissando de forma suave ao contrário de quando ocorre o estouro de uma bolha

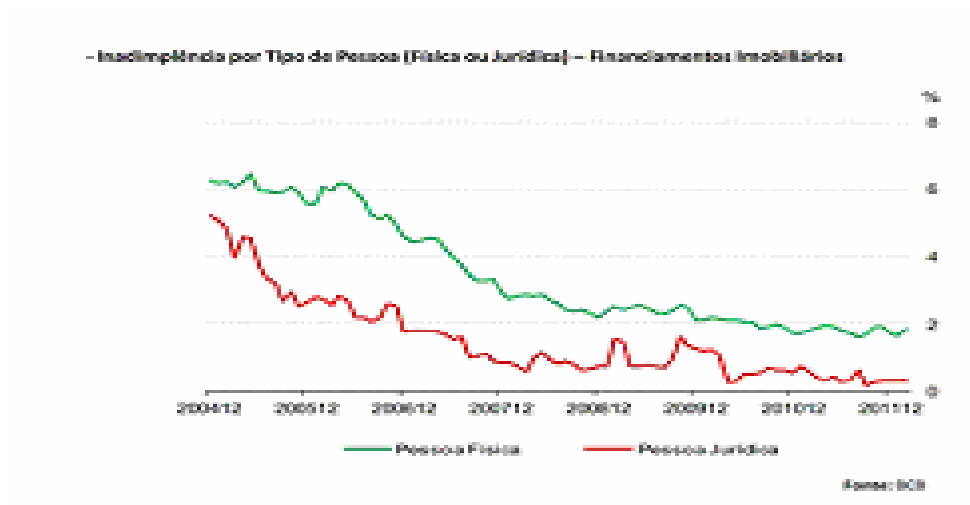
em que os preços despencam de forma abrupta. Se observarmos o gráfico 10 veremos com clareza a tendência de queda da taxa de valorização.

Gráfico 7
Análise Demográfica



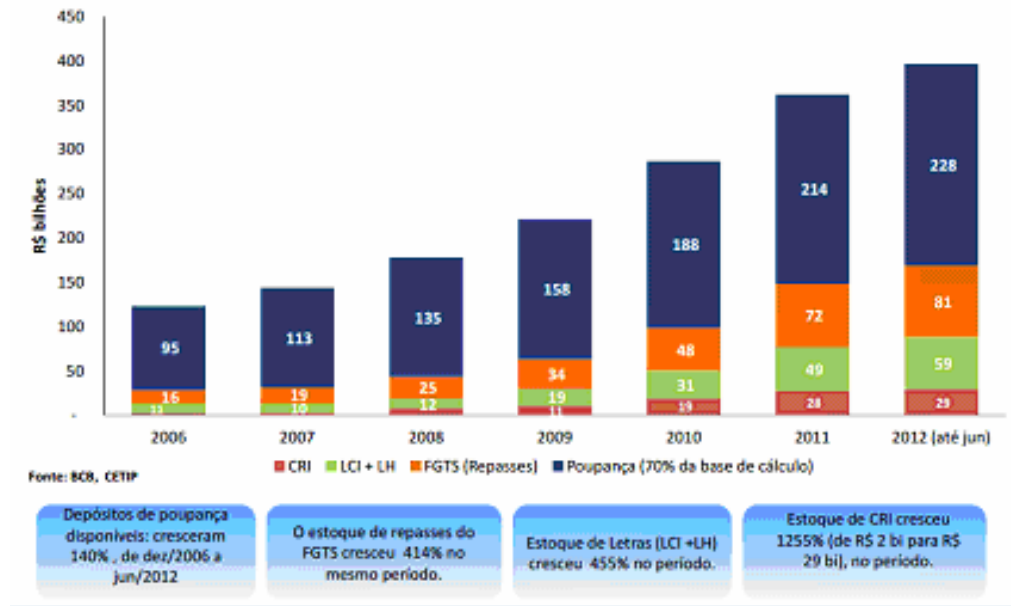
Fonte: BACEN

Gráfico 8
Financiamentos Imobiliários - Inadimplência



Fonte: BACEN

Gráfico 9
Sustentabilidade do Crescimento: *Funding*

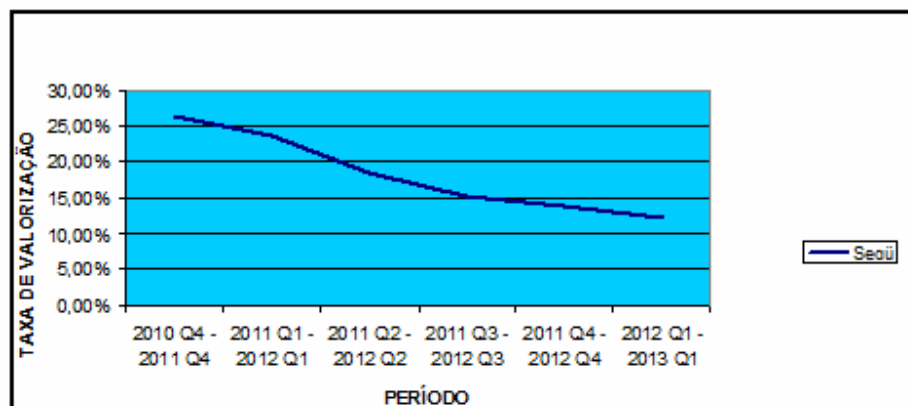


Fonte: Bacen

Vemos também que a taxa de variação dos preços está se aproximando da taxa de variação do CUB (Custo Unitário Básico), ou seja, a variação dos preços está cada vez mais coerente com os custos envolvidos, conforme vemos no gráfico 11.

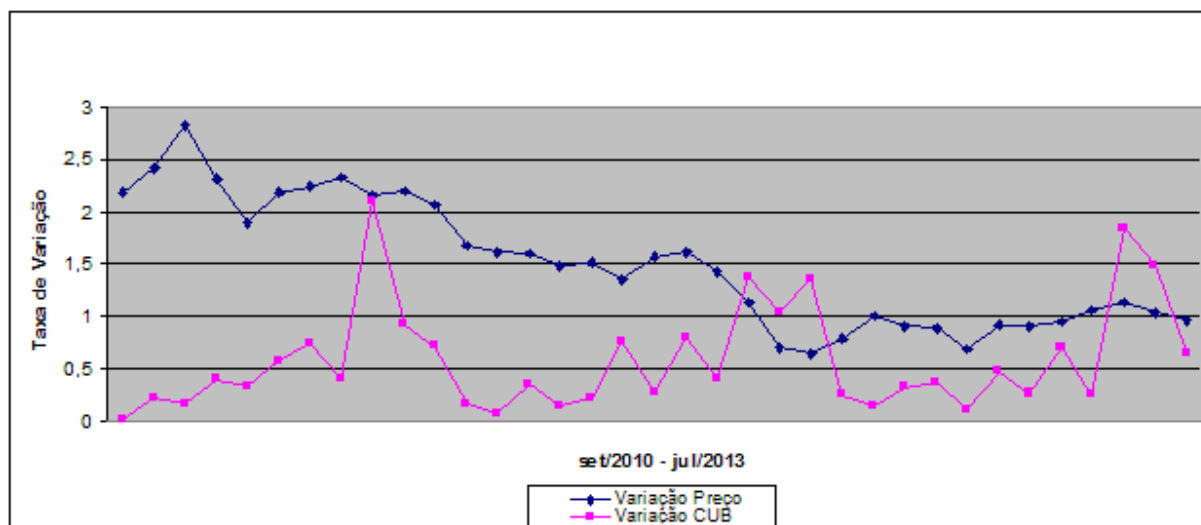
É importante destacar que os preços atuais dos imóveis brasileiros não estão tão caros quando comparado aos preços internacionais. Segundo Napolitano (2013), o Brasil está em 40º lugar no ranking global de preços atrás de países como: Turquia, África do Sul, Índia e Rússia. Mesmo em termos relativos os imóveis não estão tão caros como se imaginam. Segundo Soares (2012), se pegarmos o preço do metro quadrado e dividirmos pela renda per capita o Brasil tem o menor preço dentre os países do BRICS, por outro lado, segundo Global Property Research que é a mesma fonte do autor anterior, o Brasil tem o maior preço do metro quadrado quando comparado com a América Latina, indicando que o Brasil também não está tão barato quando comparado com preços internacionais.

Gráfico 10
Tendência de Valorização



Fonte: Elaboração própria

Gráfico 11
Preço X CUB



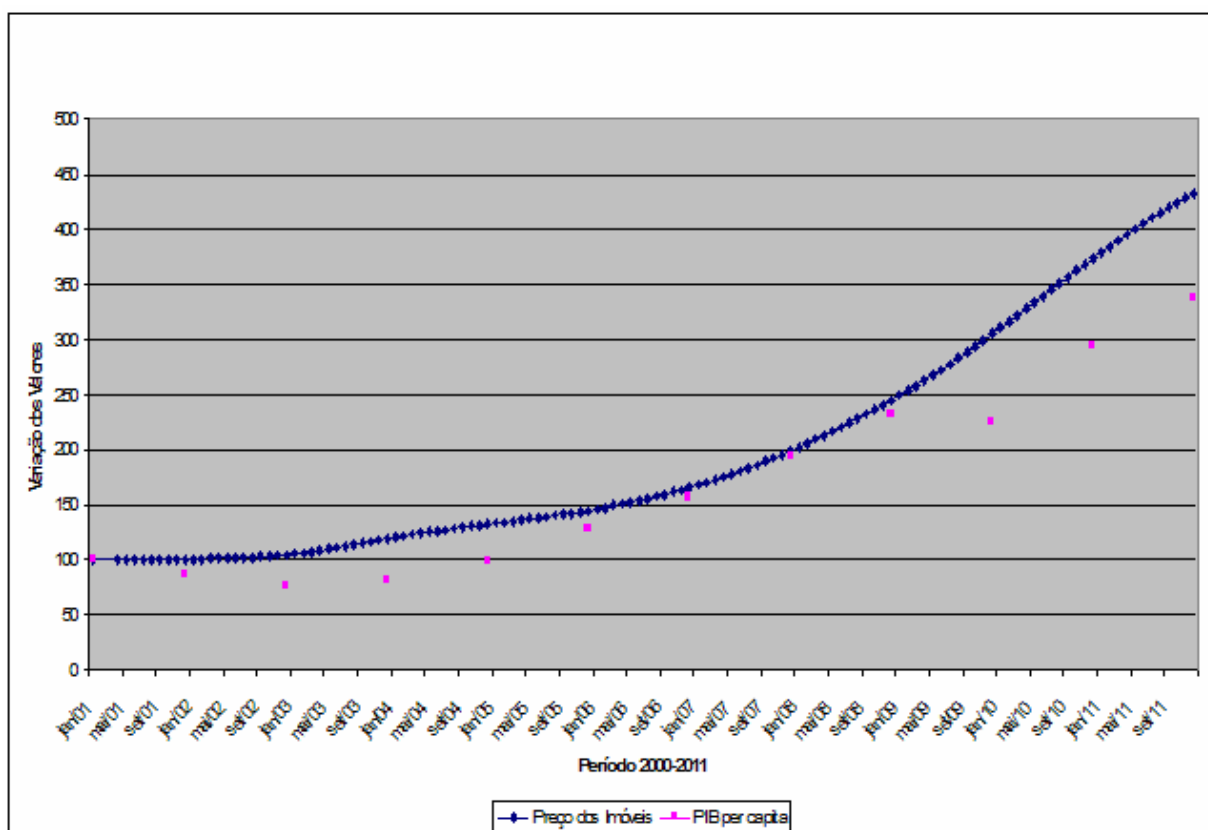
Fonte: Elaboração própria

Outro aspecto importante destacar é que a alta dos preços foi mitigada por três fatores relevantes. Primeiro, a redução das taxa de juros diminui o valor total desembolsado na compra de um imóvel financiado. O segundo fator é a redução do tamanho das unidades residenciais, ou seja, apesar do preço médio do metro quadrado ter aumentado nos últimos anos, houve uma redução média do tamanho dos apartamentos permitindo assim que os preços totais sejam mais

acessíveis. Por fim, o aumento dos prazos de pagamentos tornaram os imóveis mais acessíveis, pois ao reduzir o valor das parcelas, um número maior de pessoas puderam comportar esses valores em sua renda.

Por outro lado, analisando o comportamento da variação dos preços em relação ao PIB per capita vemos de acordo com o gráfico 12 que a partir de 2009 ocorre um desprendimento das curvas, o preço dos imóveis passa a aumentar mais que a renda. Tal desprendimento entre as curvas pode indicar falta de fundamentos suficientes para o aumento de preço dos últimos anos, levando a crer na possibilidade de um reajuste significativo dos preços.

Gráfico 12
Preço X PIB per capita



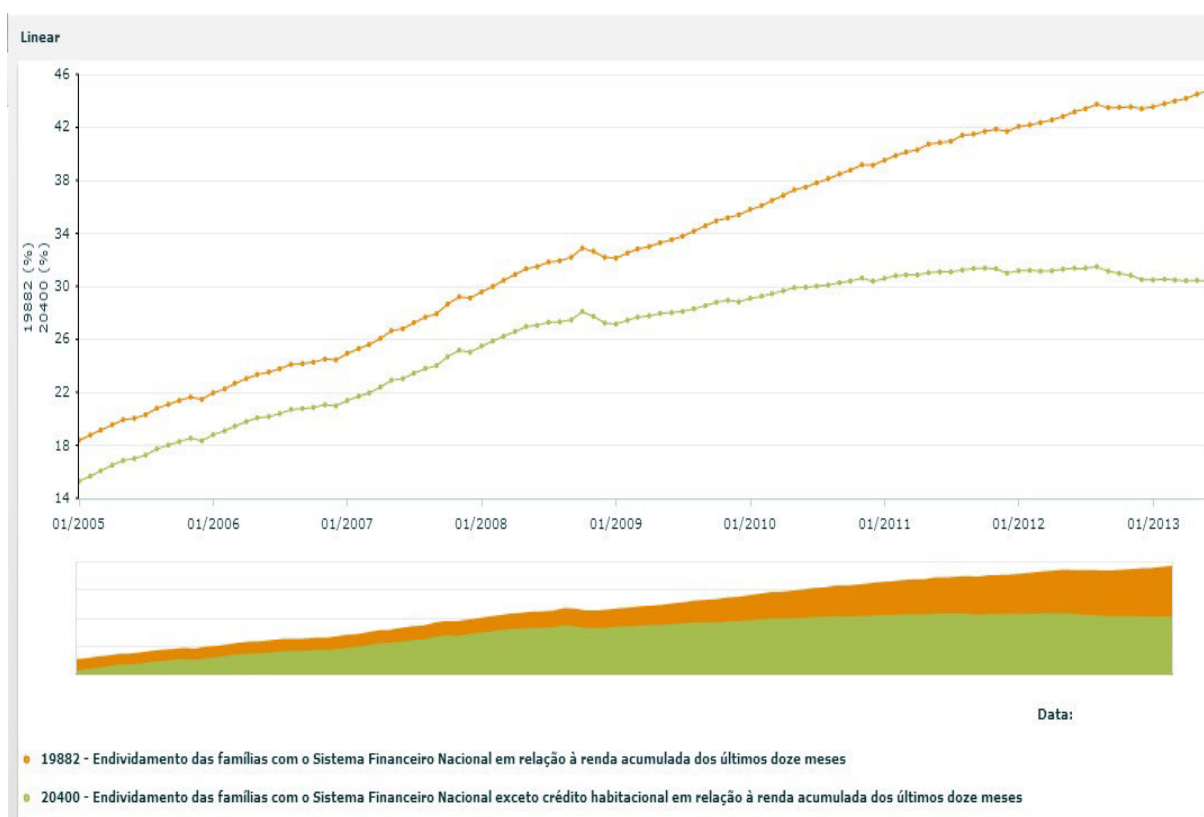
Fonte: Elaboração própria

Devemos levar em consideração também que o nível de endividamento das famílias nunca esteve tão alto. De janeiro de 2005 para junho de 2013 o índice passou de 18,39% para 44,82%, ver gráfico 13. Além disso, com a inflação pressionando, há uma expectativa de aumento nas taxas de juros que é um dos principais combustíveis para o mercado imobiliário e não custa

lembrar que o estopim da crise no mercado imobiliário norte americano foi o aumento das suas taxas de juros.

Então apesar de acreditar que não exista bolha no mercado imobiliário brasileiro, devemos ficar atentos aos próximos anos, pois se não houver uma redução realmente significativa das taxas de valorização poderemos, sim, vir a ter o estouro de uma bolha imobiliária.

Gráfico 13
Endividamento das Famílias



Fonte: Banco Central do Brasil

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar do crescimento significativo dos preços no mercado imobiliário brasileiro nos últimos anos, estando inclusive em primeiro lugar neste quesito no ano de 2012, não devemos ter o estouro de uma bolha imobiliária no curto e médio prazo.

Não só o mercado imobiliário, mas toda a economia brasileira vem sofrendo grandes transformações. O aumento de preço deve-se a esta nova conjuntura na qual o nosso país se encontra e ao longo período, mais precisamente no início dos anos oitenta ao início dos anos 2000, em que o mercado imobiliário ficou adormecido. Podemos destacar nesta nova conjuntura a estabilidade macroeconômica, aumento da renda, queda do desemprego e da taxa de juros, segurança jurídica que foi fundamental para estimular as concessões de crédito, os incentivos e programas governamentais. Além disso, o ritmo de valorização vem diminuindo, então o que devemos ver nos próximos anos é uma maior acomodação nos preços com possíveis reajustes para baixo que inclusive já estão ocorrendo em determinadas regiões ou em empreendimentos específicos, mas em geral deveremos ver uma maior redução do ritmo de valorização até chegar a uma situação de estabilidade com valorizações mais próximas ao índice de inflação. Porém é preciso ficar atento ao atual cenário macroeconômico, pois há uma tendência de aumento das taxas de juros muito devido à pressão inflacionária, ao fraco desempenho da economia, além do elevado nível de endividamento das famílias. A forma como o Brasil irá reagir a essas situações será de fundamental importância para o futuro do mercado imobiliário brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMORIM, R. O medo da bolha imobiliária. **Isto É**, jul. 2012.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA (ABECIP). Disponível em: <<http://www.abecip.org.br/>> Acesso em Setembro de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em Agosto de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira. Relatório, v. 12, n.1, mar. 2013.

BORGES, D. L. Imóveis: especialistas afastam risco de bolha, mas preços podem cair.

Infomoney, out. 2011. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/minhas-financas/imoveis/noticia/2240297/imoveis-especialistas-afastam-risco-bolha-mas-precos-podem-cair>> Acesso em: 18 de Julho de 2013.

PORTAL BRASIL. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/>> Acesso em Agosto de 2013.

CAMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO. Disponível em:

<<http://www.cbic.org.br/>> Acesso em Setembro de 2013.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. Disponível em:

<<http://www.fipe.org.br>> Acesso em Setembro de 2013.

GLOBAL PROPERTY GUIDE. Disponível em: <<http://www.globalpropertyguide.com/>> Acesso em: Agosto de 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em:

<<http://www.ibge.gov.br>> Acesso em Agosto de 2013.

KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. **Da euforia ao pânico**: uma história das crises financeiras. São Paulo: Gente, 2009.

KNIGHT FRANK. Disponível em: <<http://www.knightfrank.com/>> Acesso em: Agosto de 2013.

LIMA JR, J. da R. Alerta de bolha. **Carta do RNE-Poli**, n. 25-11, jul-set. 2011. Disponível em:

<<http://www.realestate.br/images/File/NewsLetter/CartaNRE25-3-11.pdf>> Acesso em: 22 de Julho de 2013.

MENDONÇA, M. J.; SACHSIDA, A. Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro? **IPEA**, Brasília, ago. 2012. Disponível em:

<http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1762.pdf> Acesso em: 10 de Agosto de 2013

NAPOLITANO, G. Ficou mais fácil comprar um imóvel. **Exame**, edição 1041, mai. 2013.

NAPOLITANO, G. Vivemos uma bolha imobiliária no Brasil?. **Exame**, edição 1045, jul. 2013.

RIZZI, L. Tem ou não tem? Construção&Negócios, n. 37, 10 jan. 2012. Disponível em:

<<http://www.revistaconstrucaoenegocios.com.br/materias.php?FhIdMateria=1961>>

SILVA, R. C. E. de O. *et al.* As transformações do mercado imobiliário brasileiro nos anos 2000 – uma análise do ponto de vista legal e econômico. **Revista da Ciência da Administração** – versão eletrônica – v. 6, Ago. - Dez. 2012.

SOARES, M. H. Brasil tem o metro quadrado mais barato entre os BRICS – **Infomoney**, out, 2012. Disponível em:

<<http://www.infomoney.com.br/minhasfinancas/imoveis/noticia/2593887/brasil-tem-metro-quadrado-mais-barato-entre-brics>> Acesso em 15 de Outubro de 2013.

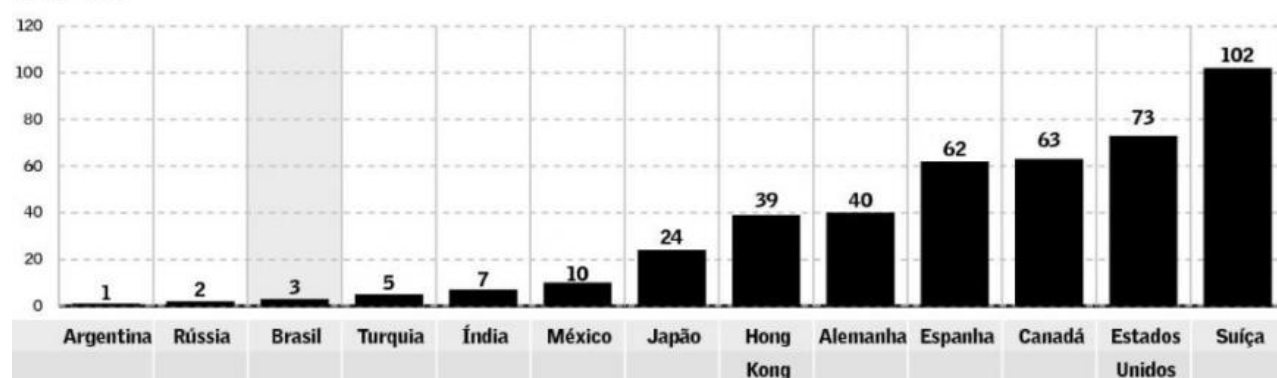
SOBRAL, L. Brasil é o mercado imobiliário mais “efervescente” do mundo. **Exame**, edição 1031, dez. 2012.

ANEXOS

Figura 1

Crédito imobiliário residencial

% do PIB



Fonte: Banco Mundial - 2009 (exceção da Arábia Saudita, com dados de 2007, e Rússia e Indonésia, com dados de 2008)

Figura 2

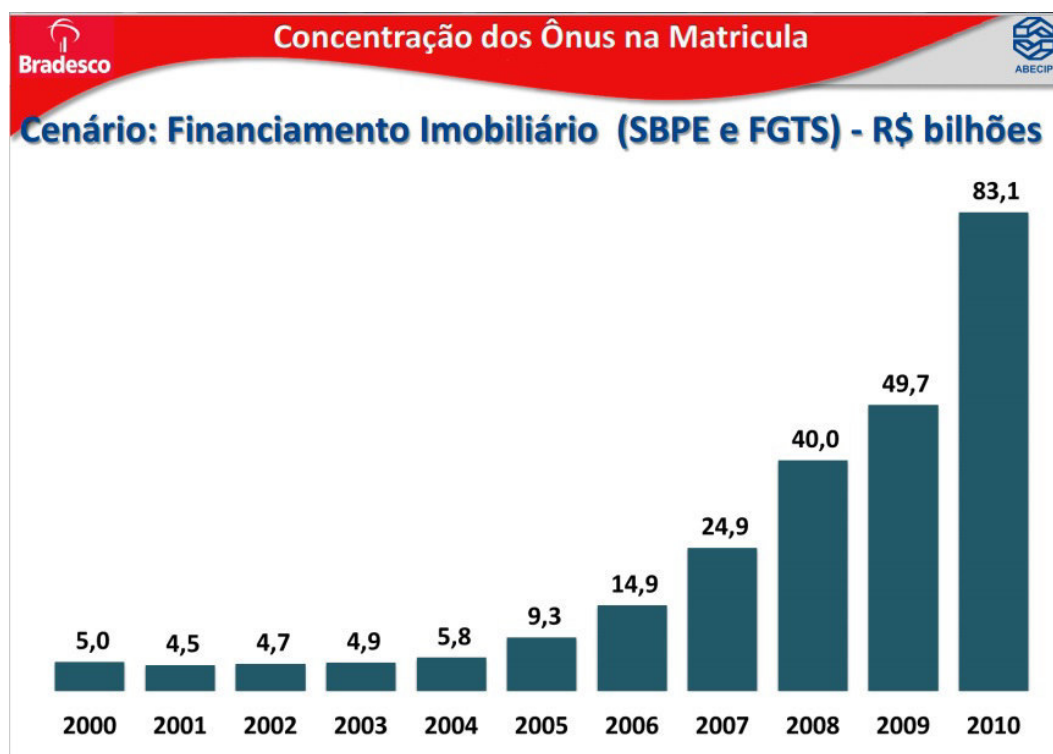


Tabela 1

Quadro 1.1 – PIB a preços de mercado

Ano	A preços de 2011 (R\$ milhões)	Variação real (%)	Deflator implícito (%)	A preços correntes ^{1/} (US\$ milhões)	População (milhões)	PIB per capita		
						A preços de 2011 (R\$)	Variação real (%)	A preços correntes ^{1/} (US\$)
1980	1 882 456	9,2	92,1	237 772	118 563	15 877	7,0	2 005
1981	1 802 452	-4,3	100,5	258 553	121 213	14 870	-6,3	2 133
1982	1 817 412	0,8	101,0	271 252	123 885	14 670	-1,3	2 190
1983	1 764 162	-2,9	131,5	189 459	126 573	13 938	-5,0	1 497
1984	1 859 427	5,4	201,7	189 744	129 273	14 384	3,2	1 468
1985	2 005 373	7,8	248,5	211 092	131 978	15 195	5,6	1 599
1986	2 155 576	7,5	149,2	257 812	134 653	16 008	5,4	1 915
1987	2 231 668	3,5	206,2	282 357	137 268	16 258	1,6	2 057
1988	2 230 329	-0,1	628,0	305 707	139 819	15 952	-1,9	2 186
1989	2 300 807	3,2	1 304,4	415 916	142 307	16 168	1,4	2 923
1990	2 200 722	-4,3	2 737,0	469 318	146 593	15 013	-7,1	3 202
1991	2 223 389	1,0	416,7	405 679	149 094	14 913	-0,7	2 721
1992	2 211 303	-0,5	969,0	387 295	151 547	14 592	-2,2	2 556
1993	2 320 205	4,9	1 996,1	429 685	153 986	15 068	3,3	2 790
1994	2 456 003	5,9	2 240,2	543 087	156 431	15 700	4,2	3 472
1995	2 559 740	4,2	93,9	770 350	158 875	16 112	2,6	4 849
1996	2 614 787	2,2	17,1	840 268	161 323	16 208	0,6	5 209
1997	2 703 044	3,4	7,6	871 274	163 780	16 504	1,8	5 320
1998	2 703 999	0,0	4,2	843 985	166 252	16 264	-1,5	5 077
1999	2 710 870	0,3	8,5	586 777	168 754	16 064	-1,2	3 477
2000	2 827 605	4,3	6,2	644 984	171 280	16 509	2,8	3 766
2001	2 864 735	1,3	9,0	553 771	173 808	16 482	-0,2	3 186
2002	2 940 882	2,7	10,6	504 359	176 304	16 681	1,2	2 861
2003	2 974 603	1,1	13,7	553 603	178 741	16 642	-0,2	3 097
2004	3 144 521	5,7	8,0	663 783	181 106	17 363	4,3	3 665
2005	3 243 877	3,2	7,2	882 439	183 383	17 689	1,9	4 812
2006	3 372 239	4,0	6,1	1 088 767	185 564	18 173	2,7	5 867
2007	3 577 656	6,1	5,9	1 366 544	187 642	19 066	4,9	7 283
2008	3 762 678	5,2	8,3	1 650 897	189 613	19 844	4,1	8 707
2009	3 750 271	-0,3	7,2	1 625 636	191 481	19 586	-1,3	8 490
2010	4 032 805	7,5	8,2	2 143 921	193 253	20 868	6,5	11 094
2011	4 143 013	2,7	7,0	2 475 066	194 947	21 252	1,8	12 696

Fonte: IBGE

^{1/} Estimativa do Banco Central do Brasil, obtida pela divisão do PIB a preços correntes pela taxa média anual