

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MATHEUS HENRIQUE DE OLIVEIRA

**A BOLHA IMOBILIÁRIA E O CASO DO BRASIL:  
UMA BREVE DISCUSSÃO DE POSSIBILIDADES**

Porto Alegre

2013

MATHEUS HENRIQUE DE OLIVEIRA

**A BOLHA IMOBILIÁRIA E O CASO DO BRASIL:  
UMA BREVE DISCUSSÃO DE POSSIBILIDADES**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul  
como exigência parcial para obtenção do grau  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Stéfano Florisi

Porto Alegre

2013

MATHEUS HENRIQUE DE OLIVEIRA

**A BOLHA IMOBILIÁRIA E O CASO DO BRASIL:  
UMA BREVE DISCUSSÃO DE POSSIBILIDADES**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul  
como exigência parcial para obtenção do grau  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Conceito Final:

Aprovado em \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_

---

Prof. Stéfano Florisi (Orientador) - UFRGS

---

Prof. Eugênio Lagemann - UFRGS

---

Prof. Leandro Valiati - UFRGS

Porto Alegre

2013

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a meus pais, pelo incentivo ininterrupto e grande esforço para que eu obtivesse uma educação de qualidade. Pelas cobranças feitas para que eu fizesse jus a este esforço.

Agradeço a Universidade pela educação de qualidade e gratuita proporcionada a tão significativo número de estudantes, maturando uma nova geração de pensadores que representarão o futuro e o progresso do país.

Agradeço aos amigos que me proporcionaram descontração em momentos cruciais de muita tensão na produção textual.

Agradeço aos meus irmãos pela paciência com meus relapsos de mau humor.

Agradeço ao Prof Stéfano Florisi, dotado de paciência, serenidade e inteligência ímpar no auxílio à execução do trabalho.

Agradeço aos meus sócios pela compreensão quanto às necessidades na execução do trabalho.

Agradeço ao Dr. Guilherme Biesek, pelo excelente auxílio nas proposições.

E por fim, um agradecimento infinito a Juliana Greco e suas intermináveis horas de apoio, sugestões, explicações, auxílio e empenho no desenvolvimento deste trabalho.

Sendo assim, deixo aqui meu Muito Obrigado! Sem este time este trabalho não estaria completo!

## RESUMO

Um elevado crescimento econômico no Brasil ocasionou um aumento excessivo dos preços dos imóveis nos últimos cinco anos. Mão-de-obra e materiais de construção se tornaram escassos e novas empresas entraram no mercado de forma a aproveitar as oportunidades criadas. Somado a crises imobiliárias ao redor do mundo, surgiu no Brasil o temor da existência de uma Bolha Imobiliária no país. O objetivo deste trabalho é verificar a fundamentação dessa possível Bolha. Isso é feito a partir da análise da situação econômica atual do país, promovendo também uma revisita histórica ao surgimento das políticas públicas voltadas ao setor imobiliário para analisar a evolução do crédito habitacional. Em paralelo, verificamos a evolução da renda e dos arranjos familiares numa tentativa de concluir a respeito da oferta e demanda por imóveis. Retomamos a crise imobiliária dos Estados Unidos e da Espanha no intuito de verificar possíveis semelhanças com o setor brasileiro, analisando também correntes de pensamentos sobre a possível crise no Brasil, fazendo comparações entre autores. Utilizamos os informes econômicos para confrontar a evolução dos preços de custo da construção civil e os preços de venda dos imóveis de forma a verificar o lastro entre os fatores. Com a fundamentação realizada, fizemos um estudo de caso no mercado imobiliário de Porto Alegre a fim de verificar os argumentos discutidos. O trabalho realizado identificou que não há evidências científicas da formação de bolha no setor imobiliário brasileiro.

**Palavras-chave:** Oferta de Crédito, Demanda Habitacional, Déficit Habitacional, Bolha Imobiliária, Preços de Custo, Preços de Venda

## ABSTRACT

A high economic growth in Brazil has caused an excessive increase in property prices over the past five years. Labour and materials has become scarce and new companies have entered the market to take advantage of attractive opportunities available. Given the housing crises around the world, however, some people have feared the existence of a Real Estate Bubble in the country. The objective of this work is to verify the actual existence of this bubble. This is achieved through the analysis of the current economic situation of the country as well as the examination of the historical emergence of public policies to real estate in order to identify the evolution of housing credit. We also examine the evolution of income and living arrangements vis-à-vis the supply and demand for real estate. We analyse the housing crisis in the United States and Spain and try to identify possible similarities with the Brazilian economic situation, contrasting different point of views in the literature. We use economic reports to confront the economic development of prices of cost of construction and selling prices of properties. We verify our insights through a case study on the real estate market of Porto Alegre. Our work showed that there is no scientific evidence to support the existence of a real estate bubble in Brazil.

**Keywords:** Offer Credit, Housing Demand, Housing Deficit, Bubble Real Estate Cost Prices, Selling Prices

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Ilustração 1</b> – Gráfico da Evolução dos Financiamentos.....	26
<b>Ilustração 2</b> – Composição da Cadeia Produtiva da Construção Civil 2010.....	48
<b>Ilustração 3</b> – Variação do PIB pm e do PIB da Construção Civil.....	50
<b>Ilustração 4</b> – Taxa Real de Crescimento da Construção Civil.....	51
<b>Ilustração 5</b> – Evolução do Preço do Saco do Cimento de 50kg em Reais (R\$).....	52
<b>Ilustração 6</b> – Evolução do Consumo Anual de Cimento em Toneladas.....	53
<b>Ilustração 7</b> – Evolução do Custo Unitário Básico da Construção Civil (CUB).....	53
<b>Ilustração 8</b> – Composição dos custos na Construção Civil.....	54
<b>Ilustração 9</b> – Evolução dos Preços de Venda.....	55
<b>Ilustração 10</b> – Quadro da Estrutura do Mercado de Porto Alegre/RS.....	56
<b>Ilustração 11</b> – Relação Oferta X Demanda em Porto Alegre/RS.....	58
<b>Ilustração 12</b> – Velocidade das Vendas de Imóveis em Porto Alegre/RS.....	59

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>ANÁLISE ECONÔMICA E HISTÓRICA DO BRASIL .....</b>	<b>13</b>
2.1	CENÁRIO ECONÔMICO .....	13
2.2	HISTÓRICO DO MERCADO HABITACIONAL URBANO .....	15
<b>2.2.1</b>	<b>Banco Nacional de Habitação .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Governo Fernando Henrique Cardoso .....</b>	<b>20</b>
2.3	LEI DA OFERTA.....	23
2.4	LEI DA DEMANDA .....	28
<b>2.4.1</b>	<b>Formação de Demanda – O Rearranjo Familiar .....</b>	<b>28</b>
<b>2.4.2</b>	<b>Déficit e demanda habitacional .....</b>	<b>30</b>
<b>3</b>	<b>REVISÃO TEÓRICA E “BACKGROUND” HISTÓRICO.....</b>	<b>32</b>
3.1	CONCEITOS: BOLHAS E CRISES .....	32
3.2	EVENTOS DE BOLHA .....	33
<b>3.2.1</b>	<b>Bolha dos Estados Unidos (2007-2008) .....</b>	<b>33</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Bolha na Espanha.....</b>	<b>36</b>
3.3	BOLHA NO BRASIL.....	37
<b>3.3.1</b>	<b>A Ótica do Ipea .....</b>	<b>37</b>
<b>3.3.2</b>	<b>A Ótica do <i>Real Estate</i> .....</b>	<b>42</b>
<b>3.3.3</b>	<b>A Ótica da Fundação Getúlio Vargas (FGV) .....</b>	<b>45</b>
<b>4</b>	<b>ANÁLISE ESTRUTURAL .....</b>	<b>47</b>
4.1	MACROSSETOR.....	47
4.2	REPRESENTATIVIDADE.....	50
4.3	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS .....	51
<b>4.3.1</b>	<b>Preços de Custo .....</b>	<b>51</b>
<b>4.3.2</b>	<b>Preços de Venda .....</b>	<b>54</b>
4.4	ESTUDO DE CASO: O MERCADO DE PORTO ALEGRE .....	56
<b>4.4.1</b>	<b>Estrutura do mercado .....</b>	<b>56</b>
<b>4.4.2</b>	<b>A Questão do Déficit Habitacional.....</b>	<b>60</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>61</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>65</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As cestas de preferências da população apresentam variações ao longo do tempo. Se em tempos nem tão remotos a expectativa imediata era por emprego, controle da inflação e estabilidade política, atualmente é em torno de crescimento e desenvolvimento que se concentram as discussões econômicas brasileiras. Um bom instrumento para tais objetivos é a atividade da construção, assunto este que será desenvolvido ao longo do presente trabalho.

O ramo da construção possui algumas ramificações, sendo que de nosso interesse e nosso foco vem a ser o subsetor construção civil. Isto porque é neste setor que se concentram as maiores expectativas e temores do mercado financeiro, que recentemente viu desabrochar uma crise nos Estados Unidos com disseminação mundial exatamente pelo excesso de especulação no setor de seu país.

Nos últimos anos, ao alcançar a estabilidade econômica nos governos Fernando Henrique Cardoso (FHC), Lula, e atualmente o de Dilma, o setor da construção prosperou. Alavancado com farto crédito habitacional por parte do governo via Caixa Econômica Federal, houve uma espécie de *boom* imobiliário. A confiança dos mercados na economia brasileira pode ser considerada como uma condição importante para o crescimento assistido.

Existe um problema não resolvido no Brasil, uma demanda reprimida das classes sociais mais baixas. Tentando sanar este problema econômico e social o governo brasileiro lançou o Programa Minha Casa Minha Vida (programa de crédito com juros baixos e subsídio para pessoas com baixa renda) de forma a permitir que pessoas de baixa renda pudessem adquirir sua casa própria. Considerando a ineficiência da gestão no Brasil e a carência de recursos financeiros, este déficit habitacional não apresenta perspectivas de ser sanado no curto prazo. Uma vez que o governo não tem como executar estas construções designou a tarefa à iniciativa privada. Como os valores são muito baixos o lucro é reduzido, e sendo o mercado da construção com custos muito variáveis o risco da redução da rentabilidade é muito grande.

O governo aumentou a quantidade de crédito para as demais faixas de renda. Aliada à estabilidade econômica e ao amadurecimento das leis de garantias sobre as propriedades, assiste-se a uma concorrência entre os bancos para a captação de clientes.

Com a redução das taxas de juros e a estabilidade econômica, aliadas às condições vantajosas propiciadas pelas construtoras, o investimento em imóveis se tornou extremamente atrativo, e um dos principais instrumentos para os investidores. A especulação ajudou a inflacionar um mercado imobiliário já aquecido. Grandes empresas do ramo abriram capital

na bolsa de valores e catapultaram seus investimentos e empreendimentos. Nem mesmo a bolha que destruiu o mercado imobiliário norte-americano em 2008 foi capaz de frear o mercado brasileiro.

Com a forte valorização dos imóveis, a Construção Civil se tornou um setor com grande rentabilidade tanto para os investidores quanto para os empresários. Uma forma de medir isso pode ser pela análise da quantidade de empresas do ramo na cidade de Porto Alegre. O mercado está inundado de pequenos e médios construtores. Estes construtores, em sua maioria, se concentram nas regiões periféricas e metropolitanas dos grandes centros e capitais. Nas regiões mais valorizadas das cidades são as grandes e médias que têm porte para realizar empreendimentos.

O Brasil apresenta uma economia de industrialização tardia, com pouca especialização no mercado financeiro, econômico e político. Devido à inexperiência com a vivência em mercados mais desenvolvidos e complexos, fatores como a supervalorização dos imóveis que vem ocorrendo recentemente geram relativa instabilidade e desconfiança da população, principalmente num país onde a hiperinflação se tornou rotina em determinados períodos da história.

É compreensível que o povo brasileiro que ao longo de sua história assistiu aos reveses estrangeiros refletirem em seu país, tema pela repetição da Bolha Imobiliária dos Estados Unidos no Brasil. O Brasil que vinha tendo crescimento do PIB numa média entre 3 a 6% ao ano nos últimos 10 anos cresceu apenas 0,9% em 2012, segundo o Banco Central. Ou seja, toda a economia sofre uma redução na velocidade do crescimento e isto também atinge a construção civil. Mas se a economia se recuperar em 2013, a construção civil e o valor dos imóveis vão acompanhar o crescimento e a valorização?

A construção civil já alcançou um nível elevado de rentabilidade e crescimento. No entanto níveis altos de rentabilidade são naturais em países em desenvolvimento, pelas oportunidades e nichos desocupados, pela ineficiência dos mercados e pelos recursos financeiros escassos.

No longo prazo, as empresas vão crescer e os preços vão subir. No curto e médio prazo esta valorização dos imóveis no Brasil é exagerada? Mas se for, é sustentável ou é especulativa? Será que o mercado está aquecido no presente ou ele está corrigindo uma distorção do passado?

A Bolha Imobiliária nos Estados Unidos ocorreu devido a um excesso de especulação. Poderia haver excesso de especulação no Brasil, um país em desenvolvimento e teoricamente com escassez de capital? Poderia gerar títulos podres o crédito habitacional

brasileiro levando em conta que os direitos de garantia no país têm maior segurança considerando que o imóvel só pode ser alienado por um banco enquanto nos Estados Unidos haviam várias hipotecas em um mesmo imóvel?

No capítulo 2 serão apresentados indicadores econômicos e sociais, para que seja possível um entendimento do ambiente em que se discute o risco de excesso de preços imobiliários. Faremos também uma análise histórica para verificar as políticas públicas utilizadas no mercado habitacional. Esta parte é muito importante porque nos permite verificar o bom funcionamento do setor. Partiremos então para a análise da oferta através da disponibilidade de crédito. Faremos esta análise pelo crédito e não pela oferta de imóveis, pois são dados mais confiáveis e de mensuração mais precisa. Além disso, pelo fato dos imóveis serem um bem de valor alto, quase a totalidade dos adquirentes fazem uso de financiamento de longo prazo. No estudo da demanda faremos análise da população. Um consumidor brasileiro não apresenta a mesma cesta de preferência de um consumidor espanhol, por exemplo, logo, convém verificar a estrutura da população. No que tange ao déficit e à demanda habitacional há algumas divergências, entretanto optamos por empregá-los em conformidade com a Caixa Econômica Federal e discorrer sobre ela no fechamento do capítulo.

Tendo contextualizado a economia brasileira e o mercado imobiliário, podemos discorrer sobre a perspectiva de valorização excessiva neste mercado. O capítulo 3 explica o que é a Bolha Imobiliária e como ela ocorreu nos Estados Unidos e na Espanha. Conceituando a crise, faremos análise de instituições reconhecidas no mercado para contrapor argumentos que sugerem a existência da Bolha no Brasil, e os contrários que sugerem uma valorização de preços de imóveis sustentável.

Com a pesquisa realizada o foco está especificamente no mercado da construção civil para uma análise setorial. Para isso, utilizaremos o capítulo 4, onde faremos uma descrição do setor. Vamos discorrer sobre o efeito multiplicador de renda e gerador de emprego. Faremos uma análise de sua representatividade no cenário macroeconômico nacional. De fundamental importância será a análise da evolução dos preços de custo e dos preços de venda, baseada em algumas das principais capitais brasileiras. Daremos importância regional ao setor com um estudo de caso do mercado de Porto Alegre.

Com esta formatação, será possível fazermos observações que nos permitam chegar às considerações finais. No capítulo 5, faremos uma análise de cada capítulo desenvolvido. Neste sentido, observaremos o conjunto de todos os demais capítulos analisados de forma que nos seja permitido analisar, concordar ou contrapor as argumentações expostas. Buscaremos

enfim responder sobre a real existência de Bolha ou Crise no setor imobiliário brasileiro, se este se assemelha ao caso americano, ou se a subida galopante de preços de imóveis assistida é apenas uma correção de um setor atrasada e uma resposta do próprio mercado às generosas quantias de capitais investidos no setor.

Este trabalho tem por objetivo discutir as possibilidades de ocorrência de uma Bolha Imobiliária no Brasil, através da análise de indicadores econômicos e históricos. Além disso, a realização de um estudo sobre os registros de bolha em países como os Estados Unidos e a Espanha serve para fins comparativos. A verificação desta suspeita de crise no setor imobiliário brasileiro tem o intuito de somar informações às discussões sobre um mercado fundamental na promoção do desenvolvimento da economia nacional.

## 2 ANÁLISE ECONÔMICA E HISTÓRICA DO BRASIL

Neste trabalho nos propomos a verificar a possibilidade de crise no setor imobiliário brasileiro. Mas para analisar a existência de crise num país, precisamos antes analisar a economia deste país. Isto nos dá autonomia para ingressar no contexto histórico do mercado imobiliário e sua evolução, para que tenhamos noção da dimensão do terreno que estamos analisando. Fazemos a partir de então uma análise econômica sobre a oferta e a demanda do mercado para fundamentar nossas posteriores proposições.

### 2.1 CENÁRIO ECONÔMICO

Durante o século XX o Brasil travou uma batalha ferrenha contra a inflação. Muitos governos tentaram diversas manobras de forma a frear a subida galopante e constante dos preços. Mas somente na década de 90 foi possível consertar os desarranjos econômicos com a implantação do Plano Real que trouxe estabilidade econômica ao país aliada ao controle inflacionário.

Com a economia reorganizada foi possível prover um forte crescimento ao país nos anos 2000. Através de uma política expansionista de gastos públicos, o país vivenciou uma fase de muitos investimentos. Programas como o Minha Casa Minha Vida (habitação popular), Programa de Aceleração de Crescimento (infraestrutura) e estruturas para megaeventos como a Copa do Mundo 2014 e as Olimpíadas 2016, entre tantos outros, fazem o país chegar ao menor nível de desemprego de sua história com taxa média anual de 6,0% segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE que abrange as seis principais regiões metropolitanas do país e em março de 2013 atingiu o patamar de 5,7%. Na construção civil, em março de 2013 a taxa de desocupação ficou em 2,6%. Entre 2009 e 2011 o setor de serviços gerou 2.150,8 mil emprego formais, o setor de comércio 1.185 mil, a indústria da transformação 670,6 mil e a construção civil 580,4 mil. Dentre todos os setores os que obtiveram maior aumento real de rendimentos em 2011 foram a indústria da transformação com 5,1% e a construção civil com 5% (BRASIL, 2011).

No que tange à variação de preços no país, de 2008 a 2012 o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) variou respectivamente 5,90%, 4,31%, 5,91%, 6,50% e 5,84% ao ano (BRASILb, 2013). Segundo o Sinduscon/RS (2012) o Índice Nacional da Construção Civil (INCC - DI) variou 11,87%, 3,25%, 7,77%, 7,49% e 7,12% ao ano de 2008 a 2012.

Enquanto o INCC representa a variação nos custos da construção civil, o índice Fipe Zap de Imóveis representa a variação dos valores de venda dos imóveis residenciais anunciados. Este índice é muito recente, o que não nos permite uma análise mais consistente dos dados. Entretanto vamos utilizar os dados referentes à cidade de São Paulo, uma vez que os preços médios de venda nas capitais do país se comportam de forma análoga.

De janeiro de 2008 a janeiro de 2009 os preços de imóveis anunciados na cidade de São Paulo variaram 18,68% e nos demais períodos subsequentes variaram respectivamente 21,81%, 23,97%, 26,40% e 15,41%. A evolução real do salário mínimo foi bastante significativa saltando de R\$ 279,40 em 1995 para R\$ 597,00 em 2012, um salto de 113,7% em 17 anos. A Renda Real Média cresceu 7% de 2000 a 2010, passando de R\$ 1.254,00 para R\$ 1.340,00 (BRASILc, 2012).

Segundo o Ministério da Fazenda (2012) a taxa de juro real de curto prazo no Brasil apresenta queda acentuada, passando de 14% a.a. em dezembro de 2002 para atingir impensáveis 1,7% a.a. em agosto de 2012. Resultado da redução constante da taxa SELIC que passou de 26,5% a.a. em 2003 para atingir níveis internacionais também impensáveis num país calejado pela hiperinflação e chegar a 7,25% a.a. em outubro de 2012. Embora tenha sofrido leve alta de 0,25% em abril de 2013, atingindo 7,5% a.a., a baixa taxa de juros de curto prazo é importante agente de fomento do desenvolvimento do país.

O crédito no Brasil apresenta forte expansão na última década, alcançando no total R\$ 2,2 trilhões em Junho de 2012, o que representa 50,6% do PIB e representa praticamente o dobro do volume de crédito em percentual do PIB quando se compara a Junho de 2003, quando o volume total de crédito representou 24,6% do PIB. O crédito imobiliário nos últimos anos apresentou expansão aproximada de 40% ao ano e atingiu 5,5% do PIB em Junho de 2012 (BRASILc, 2012).

O Índice de Basileia que representa a porcentagem de ativos ajustados pelo risco do Brasil é um dos maiores do mundo e é de 16,3%. Para efeitos comparativos, a Alemanha tem índice de 16,4%, Estados Unidos 14,7%, Espanha 12,4%, Grécia 10,3% e Portugal 9,8%. O Índice de Gini que mede de 0 (mínima desigualdade) a 1 (máxima desigualdade) a desigualdade de concentração de renda é o menor desde a década de 1960. Em 2000 era igual 0,597 e em 2010 alcançou 0,536. Na região Sul do país que apresenta a menor desigualdade o Índice chegou a 0,480 em 2010 (BRASILc, 2012).

Segundo o Banco Central do Brasil (2013) a previsão neste ano é de crescimento do PIB de 3,1% no Brasil, amenizando o fraco desempenho de 2012 quando cresceu apenas 0,9% a taxas anualizadas. Esta reversão será capitaneada pela agropecuária com expansão prevista

de 6% devido ao aumento da safra previsto, pela indústria da transformação que obteve retração de -2,5% em 2012 e deve expandir 2% em 2013 e pelo extrativismo mineral que deve crescer 3% ante retração de -1,1% no ano anterior.

Segundo o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil de março de 2013 a economia mundial cresceu de forma moderada e heterogênea no segundo semestre de 2012 em meio a ajustes fiscais e taxas de desemprego elevadas em regiões globais estratégicas que atingiu 7,8% nos Estados Unidos em dezembro e que na Zona do Euro registrou a maior taxa histórica com 11,8%. O Banco Central resume seu parecer sobre a economia global afirmando:

o cenário econômico mundial permanece enfrentando incertezas acima do usual, com o foco recente dos riscos tendo se deslocado para as perspectivas de baixo crescimento econômico mundial por período prolongado, em especial na Europa, e seus potenciais impactos nos resultados do sistema financeiro. Corroboram essas perspectivas as elevadas taxas de desemprego, sobretudo nos EUA e na Área do Euro, aliadas aos ajustes fiscais em curso e ao limitado espaço para ações anticíclicas de cunho monetário e fiscal nas principais economias desenvolvidas. Especificamente em relação à Europa, a estabilidade macrofinanceira da Área do Euro mantém-se como o principal fator de condicionamento das expectativas em relação à estabilidade financeira global (BRASILa, 2013, p.10-11).

A economia norte americana tem apresentado dificuldades para recuperação do nível de emprego no período pré-crise. Numa comparação com as demais crises pelas quais o país passou, esta tem sido a recuperação mais lenta. Após 52 meses (de dezembro de 2007) o nível de emprego alcança apenas 96,4% do período pré-crise. Em igual período de recuperação da crise da Bolha da Internet (março de 2001) a atividade chegou a 101,1%, da Crise da Política Monetária Desinflacionária (janeiro 1980) alcançou 103,6%, do Segundo Choque Desinflacionário (julho de 1990) 105,5% e na Crise do Petróleo (setembro de 1973) alcançou 109,5% (BRASILc, 2012).

## 2.2 HISTÓRICO DO MERCADO HABITACIONAL URBANO

A chegada da família Real ao Brasil em 1808 pode ser citada como o motivo de uma das primeiras crises habitacionais no país. Junto com a Corte Real, 15 mil pessoas chegaram ao país, gerando uma necessidade urgente por habitação. A solução encontrada foi a expulsão de algumas famílias de suas casas na então Colônia e realocação destas residências à nova população oriunda de Portugal. As casas requisitadas eram gravadas com a sigla “P.R.” que

significavam “Príncipe Regente”, mas que popularmente se tornaram conhecidas como “Ponha-se na rua” (SANTOS E DUARTE, 2010).

A partir da chegada da Corte Portuguesa ao Brasil, o país passou a ter afrouxamentos das restrições impostas pelo país luso e enfim passou a ter um crescimento menos pífio. Com o amadurecimento do país como nação, acentuou-se o desenvolvimento das cidades em detrimento à área rural, o que gerou um excedente de população nos centros que não foi acompanhado pelo mercado habitacional. As maiores cidades desenvolveram necessidades habitacionais mais rapidamente uma vez que eram o destino preferencial da população oriunda do campo. Com o êxodo rural, surgiram as habitações desordenadas, sem planejamento urbano, fomentadas por cortiços, habitações coletivas, invasões de áreas desocupadas, construções irregulares, e que posteriormente dariam origem às favelas. O processo intensificou-se após a Revolução de 1930 com a queda da República Velha, e em 50 anos o Brasil deixou de ser um país agroexportador para se tornar uma vigorosa e importante economia industrial no planeta, adentrando o ranking das 6 maiores economias produtoras do mundo no século XXI (SANTOS E DUARTE, 2010).

O rápido crescimento industrial brasileiro impossibilitou um crescimento estruturado das cidades, formando conglomerados populacionais. Este comportamento gerou ocupação de áreas irregulares ou sem posse legal da terra por pessoas com pouca ou nenhuma renda. Sendo assim, a população rural acabou por ocupar as áreas possíveis nas cidades, quais sejam, morros, periferias, palafitas ou mangues, etc., em áreas com atendimentos precários de infraestrutura. As edificações também eram precárias, com restos de madeira, tijolos à vista, sem condição de habitabilidade, catapultando o problema de déficit habitacional no país (SANTOS E DUARTE, 2010).

O empreendimento imobiliário urbano nas grandes cidades tornou-se uma rentável fronteira econômica para o capital, competindo até com a inversão nas atividades industriais, conforme verificado pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (1948) ao identificar os principais pontos de estrangulamento da economia brasileira (SANTOS E DUARTE, 2010, p4).

O Governo Vargas (1930-1945) emitiu Decretos-Lei que permitiram a regulação das propriedades de terrenos, e incentivos ao mercado de locação de imóveis, dentre outros. De Vargas até a instituição do Regime Militar em 1964, algumas outras leis habitacionais foram criadas, entretanto não surgiu uma política efetiva que fosse capaz de prover solução ao problema crescente de habitação. Aparentemente, o Decreto-Lei 9.218 de 1º de maio de 1946 foi a primeira intervenção direta do Estado na área habitacional, instituindo a Fundação da

Casa Popular (FCP) voltada especificamente no desenvolvimento de habitações para a população de baixa renda (DO CARMO, 2006).

O autor refere que o programa consistia na cobrança de 1% das transações imobiliárias pelos Estados que repassariam os recursos à União para a produção de moradias. Entretanto, ou os recursos não foram cobrados, ou não foram repassados, obrigando assim a União a fazer uso de recursos orçamentários na produção de habitações para a camada mais pobre da população. Estima-se que o programa tenha construído em torno de 17 mil unidades habitacionais, o que seria um número diminuto frente às necessidades habitacionais da época, mas que, entretanto revelam um princípio de preocupação dos setores públicos quanto ao problema.

Um porém à Fundação Casa Popular foi que ela funcionou como os demais programas públicos da época, sob a égide do clientelismo e interesses políticos. Sendo assim, mais de 70% das habitações produzidas se concentraram na região Sudeste, 14% na região Centro-Oeste em virtude da demanda expansiva devido a fundação de Brasília, e as demais divididas entre Sul e Nordeste, sendo que a região Norte não foi contemplada com nenhuma unidade habitacional. Diversas cidades de pequeno e médio porte receberam as unidades produzidas pelo programa, um indício dos interesses políticos no programa ao contemplar o maior número possível de aliados, e de se fazer visto aos olhos da população (DO CARMO, 2006).

O período pré Regime Militar foi marcado por intenso processo de urbanização que gerava um crescente aumento do déficit de moradias. Para piorar a situação habitacional, o país atravessava um panorama econômico adverso com inúmeras restrições a investimentos, quais sejam, forte aceleração inflacionária, taxas de juros nominais fixas e leis populistas do mercado de aluguéis. Naquela época, o déficit habitacional estimado era de oito milhões de unidades (SANTOS, 1999).

### **2.2.1 Banco Nacional de Habitação**

Em 1964 enfim foi criado o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) existente até os dias atuais e o controverso Banco Nacional de Habitação (BNH) extinto em 1986 com o Plano Cruzado II. O SFH consistia na obtenção de recursos de longo prazo através do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que era o conjunto da captação das letras imobiliárias e das cadernetas de poupança, e a partir de 1967 do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que era o conjunto de poupança compulsória dos trabalhadores

empregados no setor formal da economia. A finalidade do SFH era a obtenção de investimentos habitacionais cuja atualização se dava através de correção monetária sobre os saldos devedores e sobre as prestações dos financiamentos. Essas correções viabilizariam o sistema, mesmo sob situações cronicamente inflacionárias (comum em se tratando de longo prazo) (SANTOS, 1999).

Os recursos captados via SBPE eram destinados a financiar a produção imobiliária pelas construtoras e empreendedores que eram os responsáveis pela realização dos empreendimentos. Após a finalização da obra, estas empresas eram responsáveis pela comercialização das unidades. Feita a venda, a dívida da construtora era repassada ao consumidor final e passava a pagar as prestações referentes ao financiamento (BOTEGA, 2008).

Os recursos do FGTS eram geridos pelo BNH e se destinavam às construções de interesse social. As Companhias de Habitação (COHAB) eram as instituições responsáveis pela realização destes empreendimentos. Resumidamente: “As COHAB obtinham financiamentos junto ao BNH, contratavam construtoras e repassavam, a preço de custo, as unidades habitacionais aos consumidores finais que se incumbiam de pagar o financiamento para as COHAB.” (SANTOS, 1999, p.14).

“Quanto ao aspecto de instabilidade congênita do SFH, apenas um cenário favorável de crescimento econômico possibilitaria o funcionamento pleno de um sistema que capta recursos no curto e médio prazos e empresta-os no longo prazo” (FGV PROETOS, 2007, p.7).

Por se tratar de financiamento de longo prazo, se torna uma política vulnerável macroeconomicamente. Isso porque os recursos do FGTS eram diretamente dependentes do nível de emprego e do salário médio da mão-de-obra, e os recursos do SBPE da renda real da população e da taxa de juro real paga aos aplicadores. Além disso, a adimplência dos mutuários era dependente de sua renda real porque a diminuição da renda da população tomadora de empréstimo compromete sua capacidade de pagamento. Sendo assim, a redução da renda real da população seria extremamente prejudicial ao sistema, afetando tanto a captação de recursos quanto os pagamentos dos financiamentos (SANTOS, 1999).

Para tentar corrigir as fragilidades do sistema, o governo ainda implantou o Plano de Equivalência Salarial (PES) e o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) de forma a atrelar as correções das dívidas aos vencimentos do trabalhador. Apesar disso, as correções dos financiamentos ainda afetavam de forma diferenciada as diferentes faixas de renda da população. Este sistema funcionou muito bem no que tange ao financiamento habitacional, chegando a financiar 562,4 mil unidades com taxa de inadimplência de 26,1%

em 1980, mas se tornou insustentável quando o país perdeu o controle da inflação que chegou ao patamar de 200% em 1983, ano em que o número de financiamento se reduziu para 181,8 mil unidades e a taxa de inadimplência disparou para 46,4% e no ano seguinte alcançou impensáveis 54,6%. De 1979 a 1982 financiou-se em média 500 mil moradias por ano. Representava 5,4% do PIB (FGV PROETOS, 2007).

Entretanto, os resultados obtidos na redução do déficit habitacional foram irrisórios. Estima-se que apenas 33,5% do total de 4,5 milhões de unidades financiadas foram destinadas à população de baixa renda, o que nos leva a aproximadamente 1,5 milhão de unidades habitacionais de interesse social. Através de manobras de tentativas de resgate do sistema vigente, o Governo Sarney (1985-1989) acabou criando um rombo no fundo mantenedor devido à concessão de subsídios e alteração nas correções das prestações sem a devida contrapartida na remuneração dos recursos captados. Além disso, em 1986 foi extinto o BNH e sua estrutura passou a ser gerenciada pela Caixa Econômica Federal (CEF), um banco que até então não tinha histórico em transações habitacionais. Além disso, o setor habitacional sofreu de uma “confusão institucional” haja visto que durante poucos anos foi transferida continuamente de órgãos competentes o que inibiu a criação de políticas de largo espectro. Em contrapartida, o mesmo governo realizou programas que se propunham a financiar 550 mil unidades habitacionais a fundo perdido. Estima-se que pelo menos dois terços do proposto tenha sido realizado (FGV PROETOS, 2007).

O IPEA (1989 *apud* SANTOS, 1999, p.20) classificou a atuação do governo à época como “um conjunto de ações segmentadas, sem articulação adequada a uma política consistente e coerente com os objetivos expressos nos planos de governo, que determinam tratamento prioritário à população de baixa renda”. Ou seja, a falta de uma unidade em torno de um projeto específico e de grande vulto impediu maiores avanços do setor habitacional.

O governo Collor (1990 a 1992) agravou as já capengas políticas habitacionais e promoveu mudanças sutis no SFH. O principal programa desenvolvido foi Plano de Ação Imediata que construiu aproximadamente 210 mil unidades habitacionais em aproximadamente 18 meses. Houve uma retomada dos financiamentos com recursos de FGTS sendo que foram realizadas aproximadamente 166 mil operações em 1990 e 360 mil em 1991. Entretanto estas operações comprometeram o sistema nos anos seguintes e devido à má gestão dos recursos em 1996 mais de 50 mil unidades ainda não haviam sido comercializadas, parte das unidades contratadas ainda não estavam prontas e outra parcela foi vendida abaixo do preço de custo. O governo de Itamar que se seguiu realizou apenas rearranjos estruturais, finalizou algumas obras da gestão anterior, extinguiu o PES criando novo plano de

amortização e realizou alterações no controle social e transparência da gestão, que viriam a ser mantidos ou servidos de base para novos programas nos governos posteriores (SANTOS, 1999).

### **2.2.2 Governo Fernando Henrique Cardoso**

“A dificuldade de recuperação do SFH está em grande parte relacionada a características intrínsecas ao próprio sistema, que vão além das políticas inconsistentes do final dos anos 80, da instabilidade macroeconômica ou do patamar da taxa de juros.” (FGV PROJETOS, 2007, p.11).

O governo que sucedeu Itamar Franco foi Fernando Henrique Cardoso (FHC) a partir de 1995. FHC herdou um país com graves problemas econômicos e estruturais. Dada a situação, o governo optou por dar prioridade ao controle do câmbio via paridade real/dólar a fim de completar a implementação do Plano Real, ao controle inflacionário por meio de política de juros altos e obtenção de superávits primários, de forma a buscar a estabilização econômica.

As políticas voltadas ao controle, estabilização da economia e recuperação de prestígio no mercado internacional inibiram políticas de crescimento econômico sustentável além de limitar os gastos públicos inclusive no desenvolvimento de políticas habitacionais. A análise do governo FHC era de que o modelo anterior estava esgotado, regressivo, insuficiente e marcado por má gestão de recursos e uma reestruturação se fazia necessária. Para tanto foi criada a Secretaria de Política Urbana vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento. Neste período a Caixa Econômica Federal que herdou as funções do extinto BNH respondia por mais de 80% dos processos de financiamento (FGV PROJETOS, 2007).

Foi lançada uma nova Política Nacional de Habitação (PNH-1996) cujo foco era a universalização da moradia com condições de habitabilidade com especial atenção à população de baixa renda, além de prover maior controle e participação social, reconhecimento da função social da terra evitando a especulação imobiliária, buscando acima de tudo a continuidade das políticas habitacionais que seriam responsáveis pelo seu sucesso (DO CARMO, 2006).

A nova política estava balizada pelos seguintes princípios:

- i) formação de parcerias da sociedade civil, os próprios beneficiários e a iniciativa privada em reconhecimento da incapacidade de o governo resolver sozinho o problema habitacional; ii) maior flexibilidade, com opções de acesso à moradia através da aquisição, reforma e construção (ao contrário da

“fase BNH” e seus conjuntos habitacionais); iii) maior descentralização com vistas a democratizar as decisões e ampliar o controle social sobre a gestão dos programas; iv) criação de novas fontes de financiamento, captando, com o sistema de securitização de recebíveis, recursos originários dos fundos de pensão ou do mercado financeiro; v) manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do sistema (DO CARMO, 2006 *apud* ALMEIDA, 2011, p.81).

Santos (1999, p.22-23) classifica os programas da PNH em três grandes grupos:

(i) atuação no financiamento (a fundo perdido ou subsidiado) a estados e municípios para a reurbanização de áreas habitacionais muito degradadas com melhoria das habitações existentes/construção de novas habitações e instalação/ampliação da infraestrutura dessas áreas, ocupadas principalmente pelas camadas populacionais de renda inferior a três salários-mínimos mensais; (ii) atuação na provisão de financiamentos de longo prazo para a construção/melhoria de habitações destinadas principalmente à população de renda mensal até doze salários-mínimos mensais; e (iii) políticas voltadas para a melhoria da performance do mercado habitacional (ou *enabling market policies*), tanto na reformulação da legislação quanto no desenvolvimento institucional e tecnológico do setor.

De fato, foram criados o Sistema Nacional de Certificação e o Programa Brasileiro de Qualidade e Produtividade Habitacional (PBQP-H) visando solucionar adversidades no que tange ao alto custo médio e à falta de padronização dos materiais de construção. O aprimoramento das políticas de financiamento habitacional carecia também de mais recursos financeiros. Para tanto foi flexibilizado o SFH, cujas fontes de recursos são o FGTS e o SBPE. Além disso, foi criado o Sistema Financeiro Imobiliário que tem como fonte de recursos a poupança privada, donde podem ser aplicadores, pessoas físicas, jurídicas e até mesmo recursos internacionais. Os recursos são alocados a taxas de mercado e contemplam a população de renda média e alta, com a possibilidade de utilização para fins residenciais, comerciais, industriais e para locação (ALMEIDA, 2011).

Uma importante mudança a partir deste governo foi a alteração da estratégia de concessão de financiamento, antes direcionados às pessoas jurídicas, no caso as construtoras, e neste novo momento direcionados também às pessoas físicas, aumentando o leque de opções quanto ao destino do recurso, qual seja, aquisição de imóvel novo, imóvel usado, compra de materiais para construção ou reforma, aquisição de terreno e aquisição de imóvel na planta (ALMEIDA, 2011).

A flexibilização do destino dos recursos foi importante como forma de incentivo, inclusive no fomento ao mercado de imóveis usados, entretanto não tinha destaque na solução do problema de déficit habitacional que calejava os sucedidos governos. Outro aprimoramento de grande destaque foi a percepção da grande parcela de trabalhadores

informais na economia brasileira. Para tanto, flexibilizou-se a análise de crédito, passando-se a levar em consideração para a concessão de financiamento também a renda informal do mutuário. A descentralização, relegando a função de desenvolver o sistema habitacional brasileiro de forma compartilhada entre as esferas federal, estadual e municipal com a integração do setor privado foi outra contribuição de grande valia deste período (ALMEIDA, 2011).

Diversos programas foram utilizados pelo governo, como: Programa Carta de Crédito Individual, Carta de Crédito Associativa, Programa Pró-Moradia, Programa FCP/SAN, Programa Pró-Comunidade, Programa Pró-Saneamento, Programa Pró-Transporte, Incra-FGTS, Programa de Subsídio à Habitação, Programa Habitar-Brasil, Programa Morar Melhor, Programa de Arrendamento Residencial (DO CARMO, 2006).

A Lei 10.931 de 02 de agosto de 2004 sobre Patrimônio de Afetação e Alienação Fiduciária e a Lei 11.196 de 21 de novembro de 2005 que dispõe sobre desoneração tributária, entre as quais isenção de tributação dos investimentos de pessoa física em Letras Hipotecárias, Letras de Crédito Imobiliário e Certificado de Recebíveis Imobiliários foram importantes instrumentos no período, haja visto que a primeira representa um significativo aumento nas garantias e redução de risco dos investidores, e a segunda aumenta os rendimentos destes aplicadores, incentivando a formação de recursos e poupança essencial ao desenvolvimento do setor habitacional brasileiro.

No que tange aos financiamentos a partir do Governo Lula, cabe uma sessão específica de análise de oferta de crédito, haja vista a continuidade e aprofundamento dos programas realizados pela presidente atual Dilma Rousseff, colega de partido e que liderou a criação dos principais programas de investimento do seu antecessor.

Diversos autores da literatura convergem no tocante aos variados programas implantados ou alterados nos governos pós democracia, afirmando que muitos destes são aperfeiçoamentos e rearranjos de programas já utilizados no país. Não há métodos revolucionários ou brilhantes de financiamento imobiliário, mas sim um desenvolvimento dum sistema sustentável beneficiado pela continuidade e aprimoramento das políticas implementadas aliadas a um ambiente macroeconômico favorável. Outro consenso é que não há como prover políticas habitacionais inclusivas sem a prática extensiva de subsídios das mais diversas formas, pois a dificuldade ao acesso do financiamento para a população de baixa renda é exatamente pelo fator de ter renda muito baixa (FGV PROJETOS, 2007).

## 2.3 LEI DA OFERTA

“A estabilidade (financeira) cria as condições para a ampliação da demanda por financiamento habitacional.” (FGV PROJETOS, 2007, p.14).

A estabilização macroeconômica e a menor vulnerabilidade financeira fomentou um crescimento importante da modalidade de financiamento habitacional nos países emergentes. Uma soma de fatores como maior liberalização e menor restrição ao crédito, aliado a uma reestruturação e desenvolvimento do mercado financeiro e de garantias hipotecárias foi fundamental no crescimento desta modalidade de crédito. O aprimoramento na avaliação de riscos aos financiamentos reduz as incertezas e aprimora o sistema de operações de crédito. Este aprimoramento traz incentivos aos investidores na diversificação de suas aplicações aumentando o capital disponível para financiamento. Com facilidades e melhorias no sistema de crédito habitacional, há aumento da demanda por esta modalidade, o que por sua vez repercute na valorização dos imóveis (FGV PROJETOS, 2007).

Aliado à estabilização e posterior crescimento econômico, aumento da renda, diminuição do desemprego, dentre outros fatores, a oferta de crédito é um dos principais responsáveis pelo aumento das aquisições de imóvel no Brasil. O crédito imobiliário representa hoje no país 6,3% do PIB. Uma Resolução do Banco Central em 2004 resultou em 2005 em financiamentos oriundos da poupança na soma de R\$ 4,8 bilhões referentes a mais de 60 mil unidades financiadas, o que representa 67% a mais do que em 2003. Com recursos de FGTS foram financiadas 332,6 mil unidades, que representa 16% a mais que no ano 2000 e quase o dobro das unidades financiadas em 1997 (FGV PROJETOS, 2007).

Entre 2008 e 2012, houve um aumento de 339,5% no número de operações de financiamento imobiliário, fazendo com que esta modalidade de crédito se tornasse a segunda maior modalidade de crédito para pessoa física representando 25% do total, atrás do crédito pessoal e à frente do financiamento de veículos. Segundo Passarelli (2013, p.1) o Serasa Experian considera que

vários fatores contribuíram para o crescimento do crédito imobiliário: a estabilidade econômica, combinada com a manutenção do emprego e da renda, a alienação fiduciária, que trouxe maior celeridade na execução da garantia, reduzindo significativamente a inadimplência, estimulando os bancos a aumentarem a oferta, os prazos e a reduzirem a taxa de juros.

No que tange aos recursos de poupança, fonte principal de recursos de financiamento habitacional, em março de 2013 a captação líquida (depósitos – saques) foi de R\$5,96 bilhões. No período de outubro de 1994 a março de 2013 a captação líquida foi de R\$ 139,94 bilhões

valor aquém dos R\$ 341,50 bilhões referente aos financiamentos concedidos. Esta discrepância pode escassear os recursos para crédito habitacional e já preocupa as instituições. Estes valores financiaram 1.436.296 imóveis prontos e 1.254.108 construções (BRASILa, 2013).

Entre abril de 2012 e março de 2013 foram concedidos R\$ 80,27 bilhões em financiamentos habitacionais, superando em 5,27% igual período de 12 meses anteriores que fechou em R\$ 76,24 bilhões. Embora o aumento em valor nominal concedido, foram financiadas 425.381 unidades, valor 8,71% inferior ao período entre abril de 2011 e março de 2012 onde foram realizadas 465.943 operações de financiamento habitacional. Segmentando os modelos de financiamento, as operações do SFH (Sistema Financeiro de Habitação) tiveram aumento de 3,56% no volume de recursos totalizando R\$ 65,31 bilhões para 387.584 unidades, uma redução de 8,14% em relação ao período anterior. Para os financiamentos habitacionais às taxas de mercado, foram direcionados R\$ 14,96 bilhões, uma acréscimo de 13,45% em relação ao período anterior para financiar 37.797 unidades, redução da ordem de 14,15% (BRASILa, 2013).

Os dados supracitados podem nos dar alguma informação, porém não conclusivas. O aumento dos valores financiados podem sugerir ou uma apreciação dos valores dos imóveis, ou um aumento da renda da população ou até uma combinação de ambos. Da mesma forma, a redução das unidades financiadas pode sugerir um arrefecimento do mercado imobiliário, ou uma preocupação das instituições com a captação de recursos ser moderada frente ao volume de recursos demandados para financiamentos, ou até uma combinação de ambas situações.

A região Sudeste é a maior tomadora de empréstimos com 63,56% do total financiado, seguido pelo Sul com 15,09%, Nordeste com 10,52%, Centro-Oeste com 8,02% e Nordeste com 2,81%. Em março de 2013, 3,97% do total de mutuários foi considerado inadimplente, (considerando mais de 3 prestações em atraso). Em 1995 esse percentual era de 7,5%. A maior parcela dos contratos inadimplentes é de contratos firmados entre 1986 e 1998, onde o processo de financiamento não era tão bem estruturado quanto atualmente. A taxa de inadimplência destes contratos é alta, mas sua representatividade é menor. Dos contratos firmados a partir de 1998, a taxa de inadimplência é de 1,79%. Resultado das melhorias das taxas, indexação e garantias bancárias, além da estabilidade econômica. A região Nordeste é a mais inadimplente com 5,37% do total de contratos, seguida pela Centro-Oeste com 4,57%, Norte com 4,08%, Sul com 3,86% e Sudeste com 3,57% (BRASILa, 2013).

A contribuição do crédito e da ampliação do capital habitacional nos períodos de auge do SFH: entre 1965 e 1980, o expressivo crescimento do

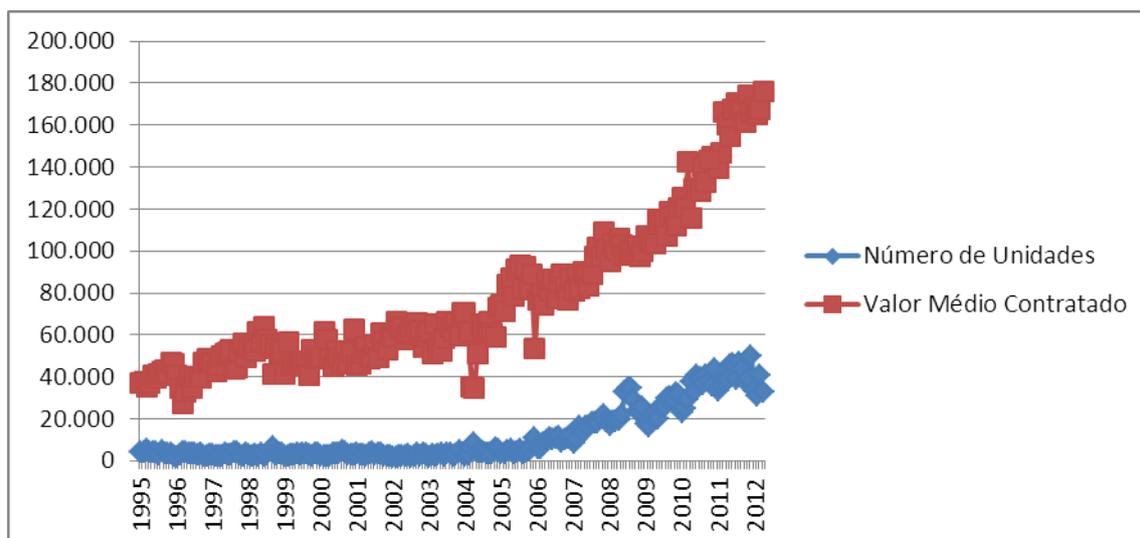
capital habitacional per capita coincidiu com elevada ampliação da renda per capita. Junto com a crise do sistema, iniciada na década de 1980, a economia brasileira perdeu dinamismo. Por isso, para voltar às taxas de investimento habitacional impulsionadas pela plena operação do SFH, será preciso voltar aos índices de financiamento realizados na fase áurea (FGV PROJETOS, 2007, p.40).

Por ser impulsionada por duas variáveis principais, quais sejam, juros e renda por ser uma atividade de longo prazo, o financiamento habitacional é extremamente dependente de uma situação econômica estável e favorável, que permita reduzir os riscos nas operações.

O processo de construção de uma estabilidade monetária e macroeconômica sustentável teve início há 12 anos e parece dar sinais de consolidação no momento atual. Isso abre espaço para uma queda mais acentuada e duradoura das taxas de juros. Toda e qualquer política fiscal ou monetária que venha a reduzir o endividamento do setor público e, portanto, a pressão sobre as taxas de juros, deverá ter efeitos positivos sobre o crédito imobiliário. Junto com isso, a redução mais acentuada do custo do investimento poderá estimular um ciclo virtuoso sobre o crescimento econômico e sobre a renda (...) Estabelecido um contexto macroeconômico saudável, é crucial a manutenção de um arcabouço jurídico institucional que garanta um ambiente seguro para a realização dos contratos. (...) Desde a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário, em 1997, até a instituição do Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social – SNHIS e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social – FNHIS, em 2005, um amplo leque de medidas foram adotadas no sentido de trazer maior especialização ao mercado de financiamento imobiliário e uma maior diversidade de instrumentos de crédito (FGV PROJETOS, 2007, p.41).

É imprescindível que o poder público não permita e nem promova rupturas nas regras dos contratos, uma vez que a continuidade das políticas e metodologias afinadas com a confiabilidade do mercado no sistema são fundamentais para um bom funcionamento do sistema de crédito habitacional. Esse estudo sugere que o governo deve intervir nas camadas inferiores de renda, onde se fazem necessárias políticas de subsídios, e deixar o mercado regular a captação de recursos para os financiamentos de maior vulto destinado às classes superiores de renda.

A seguir apresentamos um gráfico com a evolução dos financiamentos oriundos do SBPE desde 1995, numa comparação entre os números de financiamento e os valores médios, referentes apenas à aquisição ou a construção de imóveis, sem contabilizar financiamentos para compra de materiais de construção isolados ou reformas.

**Ilustração 1** – Gráfico da Evolução dos Financiamentos

FONTE: CBIC, 2012. Elaboração do autor.

A partir do gráfico, observa-se uma aceleração entre 2006 e 2007 tanto em número de financiamentos quanto em valores médios. O aumento coincide com o lançamento do programa governamental de habitação, Minha Casa Minha Vida. Vemos um princípio de estabilização a partir de 2012 tanto em número quanto em valores, que acompanha a redução de crescimento da economia mundial. O aumento dos valores médios provavelmente é uma consequência da valorização imobiliária ocorrida no Brasil nos anos 2000, principalmente a partir de 2006.

Não obstante, a correlação entre quantidades de financiamentos e seus valores médios, podem nos trazer uma dicotomia, numa analogia às discussões sobre as causas da hiperinflação brasileira na década de 80, donde monetaristas e estruturalistas divergiam sobre a emissão de moeda pelo governo ser causa ou consequência da inflação. O aumento da quantidade de crédito seria uma causa para o aumento dos valores dos imóveis, ou seriam uma consequência, no sentido de injetar moeda na economia pela necessidade de suprir a demanda de imóveis dos clientes compradores? Em um país em desenvolvimento como o Brasil, a quantidade de pessoas que compram imóveis à vista, ou seja, sem a utilização de financiamento, é quase irrisória. Logo, não parece plausível que houvesse um aumento significativo dos preços se não houvesse demanda para comprá-los. Neste sentido, a oferta de crédito pode até não ser uma causa para a elevação dos preços, mas sem dúvida não pode ser uma consequência. Entretanto, com os dados apresentados até aqui, devido à forte relação entre a oferta de crédito e à elevação dos preços, podemos afirmar que este é pelo menos um dos fatores da valorização dos imóveis.

Dos recursos oriundos do SBPE, aproximadamente 19% são para aquisição de imóvel novo, 36% para aquisição de imóvel usado, 42% para financiamentos de construção para empresas, e 3% para construção de pessoa física. No período entre 1970 e 2006, os recursos de FGTS e SBPE financiaram 8.777.125 unidades habitacionais. Os financiamentos de maior interesse do governo, por serem também de cunho social, são para as faixas mais baixas de renda. Para esta faixa de renda, os juros habitacionais estão em 4,5% a.a. e seus recursos são provenientes do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, onde são corrigidos a 3% a.a. A partir de 2006, há uma queda abrupta desta modalidade de crédito, quando cai de 407.901 unidades em 2006 para 285.446 unidades em 2008. No entanto o valor total em 2008 é de aproximadamente R\$ 10,6 bi contra aproximadamente R\$ 7 bi em 2006. Neste sentido, notamos um aumento nos valores médios dos financiamentos, que vão se comportar de forma constantemente acelerada para cima a partir de 2006 (CBIC, 2012).

Em 2008 vemos uma forte reversão na tendência de queda nos números de financiamentos contratados. Este fato é resultado da extrema expansão de crédito via FGTS a partir daquele ano, chegando a R\$ 37 bi em 2011, e perspectivas de saldo de R\$ 40,6 bi de 2012 a 2015 (Resolução nº 676 do CC-FGTS de 09 novembro de 2011 - Ministério do Trabalho e Emprego). Entretanto, os valores médios contratados via FGTS apresentam uma tendência de elevação. Este comportamento pode ser explicado pelas políticas governamentais de ampliação dos beneficiados pela modalidade, com ampliação das faixas salariais atendidas, bem como a redução dos juros para as faixas que ainda não eram compreendidas e da elevação do prazo de pagamento. É claro que não podemos pormenorizar a valorização dos imóveis, outra causa para o aumento do valor médio dos financiamentos.

É interessante salientar que a estabilização das quantidades contratadas e dos valores médios via SBPE e dos valores absolutos dos recursos de FGTS vão coincidir com a tendência à estabilização dos preços. Aqui cabe nova observação: porque aparece esta tendência à estabilização dos preços? Teria o mercado imobiliário brasileiro passado por um processo de correção das distorções de crises habitacionais passadas? Teria o mercado brasileiro passado por um processo especulativo, com possibilidade de correção no momento atual, com estabilização ou queda futura? Ou teria o mercado brasileiro passado por um processo natural de crescimento acompanhando o crescimento econômico nacional pós-estabilização, e estaria sofrendo uma desaceleração em virtude da crise internacional, com possibilidade de retomada juntamente com a retomada do crescimento econômico?

## 2.4 LEI DA DEMANDA

Há controvérsias nos conceitos de Déficit e Demanda Habitacional. Nesta seção vamos discorrer sobre ambos e analisar a formação deste público de extrema importância na análise de formação de preços.

### 2.4.1 Formação de Demanda – O Rearranjo Familiar

Segundo o Censo do IBGE (2009) a população brasileira atingiu em 2008 o número de 189,9 milhões de habitantes. Destes, 47,9% era dependente de alguém em 2008 sendo 36,6 de jovens e 11,3 de idosos. A taxa de fertilidade é de 1,89 filhos por mulher. A expectativa de vida 73 anos. A taxa de mortalidade infantil é de 23,59/1000. A taxa de urbanização é de 83,8% contra 79,6% em 1998. A média de anos de estudo que era de 5,9 em 1998 subiu para 7,4 em 2008. Estima-se que 25,4% da população vive em imóvel alugado ou cedido, e 71,8% dos proprietários de domicílios possuem renda mensal familiar per capita de até 2 salários mínimos.

De 1950 a 1960 o crescimento populacional médio foi de 2,99%. De 2000 a 2010 de 1,17%. A expectativa de Vida passou de 67,3 anos em 1992 para 73,4 anos em 2010. A população sem instrução ou Ensino Fundamental completo reduziu de 64,0% em 2000 para 49,3% em 2010. A taxa de analfabetismo que chegava a 56% em 1940 caiu para 20,1% em 1991, 13,6% em 2000 e para 9,6% em 2010. A taxa de evasão escolar para crianças de 7 a 14 anos caiu de 5,5% em 2000 para 3,1% em 2010. Para a população de 15 a 17 anos a evasão escolar que era de 22,6% em 2000 caiu para 16,7% em 2010 (BRASILc, 2012)

A análise também indica aumento da taxa de fertilidade para mulheres acima de 25 anos. Isso significa que a população tem buscado qualificações profissionais e maior qualidade de vida antes de prover filhos. Com essas transformações nos padrões de organização que a sociedade brasileira vem apresentando, observou-se que surgiram novas características:

como a fragmentação da família, em função do crescimento do número de divórcios e dos recasamentos, seus novos arranjos familiares (...) e, também, o aumento do número de pessoas que moram sozinhas (...) que constituem fatores que vem influenciando cada vez mais na demanda por unidades residenciais. De fato, o domicílio é uma das unidades de análise mais importantes quando se quer traçar um perfil das condições de vida da população. A queda intensa da fecundidade ocorrida no País ocasionou uma redução do número médio de pessoas por domicílio. A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios - PNAD, do IBGE, revela que, em 2008, este

número era 3,3, quando, em 1998, era de 3,8 moradores por domicílio (IBGE, 2009, p.74).

Ainda em relação a essas mudanças da constituição familiar, cabe ressaltar que

o Terceiro Milênio se inicia no Brasil com grandes mudanças na vida familiar ocasionadas pela queda da fecundidade que, nos últimos 40 anos, reduziu significativamente o tamanho das famílias, gerando famílias mais verticalizadas, com poucos parentes de primeiro e segundo grau. Aspectos como a postergação da nupcialidade, o aumento das famílias monoparentais, a diminuição da disponibilidade de tempo e o excesso de individualismo, geram mudanças nas relações no interior das famílias, resultando em laços cada vez mais frágeis e menos solidários. Nessa medida, as pesquisas domiciliares são importantes instrumentos para que se possa detectar e acompanhar o ritmo das mudanças alcançadas de modo a fornecer subsídios para as políticas públicas (IBGE, 2009, p91).

Em consequência da queda da taxa de natalidade a proporção de casais com filho vem reduzindo e aumentando a proporção de casais sem filho, que já representava 16,7% dos moradores dos domicílios em 2008. Devido ao aumento dos divórcios, também é crescente o número de mulheres sem cônjuge e com filho. Assim como na Europa e nos centros mais desenvolvidos, o Brasil vem passando por um processo de reestruturação familiar, e morar sozinho tem galgado espaço continuamente nas sociedades modernas. A tendência é que esse fenômeno se acentue, pois já representava 11,6% dos domicílios em 2008 ante 8,4% dos domicílios em 1998. Destacam-se neste cenário as regiões metropolitanas de Porto Alegre com 16% e Rio de Janeiro com 14,9% dos domicílios (IBGE, 2009).

Dentre as propriedades permanentes, em 5,1% há a existência de coabitação, ou seja, mais de uma família reside. A chance de encontrar esta modalidade de moradia é 60% maior na região Nordeste do que na região Sudeste. Isto prova que a coabitação é provocada pela baixa renda e não por vontade própria como afirmam 39% dos entrevistados. Houve uma redução percentual do número de domicílios onde convivem mais de uma família de 7% em 1998 para 5,1% em 2008, entretanto o número absoluto se manteve em 2,9 milhões de domicílios. No Brasil em 2008 haviam 39,6 milhões de casais, sendo que destes, 2,1 milhões eram casais com renda de ambos e sem filhos. São 60.934 mil arranjos familiares. É importante salientar que o número médio de pessoas por arranjo familiar hoje no país é de 3,1 pessoas. Entretanto, os arranjos familiares com renda per capita de até  $\frac{1}{4}$  de salário mínimo são formadas em média por 4,3 pessoas. Os arranjos familiares em que a renda per capita supera os 5 salários mínimos são formadas em média por 2,3 pessoas (IBGE, 2009).

Enquanto em 1998 89,9% dos casamentos eram entre solteiros e 10,1% eram recasamentos, em 2008 83,9% eram casamentos entre solteiros e 16,1% eram recasamentos.

Estes rearranjos familiares influenciam e movimentam dentre outros setores o mercado imobiliário, pressionando para cima a demanda habitacional (IBGE, 2009).

A população pobre que representava 35% em 1993 foi reduzida para 28,7% da população em 1995 e se manteve estável até 2003, quando programas mais específicos e abrangentes de transferência direta de renda promoveram uma redução mais substancial da pobreza, chegando ao nível de 12,9% de população pobre em 2011 e perspectiva de chegar a 8,6% em 2014. A proporção de pessoas com 10 anos ou mais de educação com algum tipo de qualificação profissional entre 2003 e 2012 saltou de menos de 15% da população para aproximadamente 25% (BRASILc, 2012).

#### **2.4.2 Déficit e demanda habitacional**

A demanda habitacional ainda é um tema a ser controverso, pois não existe uma metodologia específica nem para se definir o tema e nem para ser medido. O déficit habitacional segue o mesmo roteiro, entretanto por ser assunto de grande interesse do governo, algumas instituições buscaram estabelecer metodologias, conceitos e quantificação. Apesar dos esforços na busca por dados fidedignos, há muita disparidade nas especificações sobre o real tamanho das necessidades habitacionais brasileiras.

De forma sintética, vamos estabelecer que a Demanda Habitacional consiste em todo aquele indivíduo que busca uma nova moradia, seja ele por meio de novo arranjo familiar (casamento, consistir moradia individual, dentre outros) ou por inadequação da residência que habita. Não fica claro nas bibliografias consultadas, mas vamos tratar do Déficit Habitacional como um fator interno da demanda. Sendo assim o déficit habitacional acrescido da população que habita imóveis adequados mas que por alguma razão demandam outro imóvel, resultariam na demanda habitacional total.

A Caixa Econômica Federal em seu relatório sobre demanda habitacional faz essa distinção. Denomina Demanda Habitacional Demográfica a população que já habita algum imóvel adequado, e para calcular essa demanda, leva em consideração três pontos chaves: “o ciclo de vida e a transição da adolescência para a vida adulta; os padrões da conjugalidade e a idade média ao casar; e a formação de novos arranjos domiciliares e a distribuição das taxas de chefia.”; onde a taxa de chefia seria o equivalente ao membro da família responsável e com condições econômico-financeiras. E o déficit habitacional é chamado pela CEF de Demanda Habitacional Domiciliar e usa para efeitos de cálculo também três fatores principais: “domicílios improvisados; cômodos; e domicílios que não possuem banheiro ou vaso

sanitário.”. A soma da Demanda Habitacional Demográfica com a Demanda Habitacional Domiciliar resultam na Demanda Habitacional Total, estimada em 9.297.214 domicílios no Brasil em 2009, representando 15,85% dos 58.646.432 domicílios existentes.

Segundo os dados da CEF (2012), houve uma redução percentual da Demanda Habitacional Total que variou de 19,76% em 2001 para 15,85% em 2009. Entretanto o número total variou de 9.287.321 para 9.297.214 unidades. Este fator se deu devido ao aumento de 25,79% no número total de domicílios. A Demanda Demográfica que está concentrada na população com renda entre 3 e 10 salários mínimos manteve-se estável percentualmente, enquanto passou de 5.441.662 para 6.978.415 unidades habitacionais. A Demanda Domiciliar concentrada na população de até 3 salários mínimos, variou de 8,18% para 3,95% e sofreu uma redução em número de habitações de 3.485.659 para 2.318.799.

Analisando os fatos podemos supor que o Programa Minha Casa Minha Vida (BRASILa, 2012) esteja cumprindo com seu papel de reduzir o déficit habitacional brasileiro. Ou que a renda da população esteja aumentando, uma vez que a faixa de renda salarial imediatamente superior sofreu aumento expressivo da demanda em números absolutos. Ou ainda uma soma dos dois fatores, haja visto o crescimento significativo do país na década analisada.

Entretanto, são dados controversos. Segundo o Plano Nacional de Habitação (2009) do Governo Federal, a estimativa é de que o Brasil possuía um déficit habitacional de 7,9 milhões de domicílios. Este número havia alcançado 5,8 milhões em 2008 segundo a Fundação João Pinheiro, e devido ao comportamento populacional e econômico, a demanda nacional alcançaria a quantia de 27 milhões de moradia até 2023. Isso demonstra que nem mesmo o Governo sabe ao certo qual a real dimensão do problema, uma vez que dois órgãos de sua responsabilidade usam terminologias e dados diferentes para dimensionar a questão (BRASIL, 2009).

### 3 REVISÃO TEÓRICA E “BACKGROUND” HISTÓRICO

Embora o Déficit Habitacional seja elevado, a escalada de preços dos imóveis no Brasil de forma generalizada, aliada à eclosão de bolhas imobiliárias ao redor do mundo, provocou temor na população. Desde o consumidor desinformado, até economistas e estudiosos, têm dúvidas quanto ao bom funcionamento do setor imobiliário brasileiro. Em vista deste medo, convém analisar o que realmente significaria uma crise. Aproveitamos o ensejo para analisar as crises imobiliárias ocorridas nos Estados Unidos e na Espanha. Ainda analisaremos as proposições acerca da possível Bolha Imobiliária no Brasil de forma a buscar a resposta esperada pelo trabalho desenvolvido.

#### 3.1 CONCEITOS: BOLHAS E CRISES

Quando um mercado em específico é atingido por crises reais que apresentam ramificação extensa pelos mercados mundiais, é natural que se instaure medo generalizado nos mercados semelhantes ao redor do mundo. Por isso, vamos tentar dirimir algumas dúvidas e especificar quais as reais razões e sinais de crises ou bolhas.

Para Malhtus, a crise ocorre devido ao desequilíbrio do sistema capitalista provocada pela superprodução relativa de mercadorias em virtude da demanda dos trabalhadores. Para Ricardo a crise ocorre devido à lei dos rendimentos decrescentes, ou seja, a redução permanente do lucro e o aumento constante dos salários reais comprimem o lucro até zerá-los, o que leva à crise. A Escola Neoclássica dá pouca importância às crises, uma vez que sua teoria é baseada na mão invisível do mercado de Adam Smith. As crises seriam flutuações em torno de um ótimo de equilíbrio ocasionadas por fatores externos ao sistema, ou pontos de inflexão dos ciclos econômicos. Para Keynes que usou a crise de 1929 como inspiração para sua obra Teoria Geral, a crise é uma possibilidade, mas sem uma fórmula ou especificidade, uma vez que ocorre sistematicamente devido a decisões tomadas em ambientes de incertezas (GABARDO, 2006).

Para Marx, o capitalista responde a incentivos e seu desejo é de acumulação de capital. Sempre há uma taxa usual de lucro que faz com que se perpetue o reinvestimento do capitalista, de modo a maximizar a acumulação de capital. Qualquer fator que faça irromper esta sequência de reinvestimentos do capital excedente é suficiente evidência da formação de uma crise. As crises ocorrem durante a evolução do sistema capitalista e se instauram com o propósito de reequilibrar as imperfeições impostas pelo sistema. A crise é um desequilíbrio

devido à ruptura entre o valor produzido, que depende do trabalho socialmente necessário para produzir a mercadoria e o preço que é regulado pela oferta e pela demanda. A crise pode ocorrer devido a uma desproporção entre a produção de determinadas mercadorias de grande importância econômica e a sua respectiva realização, desincentivando o investimento. Segundo Marx, o capitalismo levaria à superacumulação de capital monetário sem produtividade marginal que promoveria a destruição do valor e elevaria fatores econômicos prejudiciais como a inflação (GABARDO, 2006).

Gabardo separa sistematicamente em quatro as teorias Marxistas sobre as causas das crises, quais sejam, subconsumo, desproporção da oferta e demanda, queda da taxa de lucro pelo aumento da composição orgânica do capital e estrangulamento dos lucros pela elevação dos salários. É importante salientar que todas as crises ou modelos de crises discutidos por Marx destacam o crédito como fator espalhador da crise devido à insolvência dos créditos emprestados.

### 3.2 EVENTOS DE BOLHA

A bolha mais famosa e que representa o verdadeiro temor dos investidores e população em geral é a ocorrida nos Estados Unidos nos anos 2000, que se rompeu em 2007 e até 2013 ainda não conseguiu reestabelecer os padrões pré-crise. No rastro desta, surgiu a bolha espanhola que aprofundou a crise na Zona do Euro, levantando várias suspeitas quanto ao real funcionamento da moeda comum. Pelas suas importâncias e desmembramentos no mercado econômico mundial, daremos importância prioritária a estes dois eventos.

#### 3.2.1 Bolha dos Estados Unidos (2007-2008)

Lemos e Bittencourt (2007), pouco antes do “estouro” da bolha fazem algumas análises do mercado norte americano. Em 2005, 43% das aquisições de imóveis não tiveram nenhum valor de entrada e pelo menos 15,2% dos adquirentes neste ano deviam no mínimo 10% a mais que o valor real do imóvel. O ambiente econômico através da elevação da taxa de juros de 1% para 5,25% de 2004 a 2006 desfavoreceu os tomadores de empréstimo uma vez que pelo menos US\$ 2,7 trilhões foram reajustados a taxas de juros mais altas nos anos de 2006 e 2007.

Segundo Borça e Torres (2008), a valorização de imóveis iniciou em 1997 impulsionada pela ampliação da oferta de crédito e pela redução das taxas de juros,

particularmente a partir dos atentados terroristas de 2001. O mercado de hipotecas norte americano movimentou em média US\$ 3 trilhões ao ano, chegando a quase US\$ 4 trilhões em 2003. Esta quantia foi possível devido à inserção no mercado imobiliário de tomadores de empréstimos sem capacidade de pagamento, os chamados *subprimes* e do crescimento elevado da securitização destes títulos. “Alguns desses novos devedores eram denominados de ninja pelo fato de não terem renda, trabalho ou patrimônio compatível com suas hipotecas” (BORÇA E TORRES, 2008, p.135-136). Além disso, os bancos realizavam operações de securitização dos créditos de financiamento e distribuíam os riscos no mercado de capitais e a investidores institucionais, disseminando-o por diversos setores da economia.

Outro fator prejudicial ao sistema era que havia operações de longo prazo (30 anos) em que durante o período inicial de dois a três anos as taxas de juros e as prestações eram inferiores às praticadas no mercado e nos demais anos estes fatores se apresentavam mais elevados com reajustes periódicos à taxa de mercado. Eram os empréstimos intitulados 2/28 ou 3/27. Outra operação semelhante era a de que o mutuário realiza o pagamento apenas do juro por determinado período e posteriormente fazia amortizações periódicas.

Com a constante redução das taxas de juro nos EUA, os valores dos imóveis continuavam em ascensão e as dificuldades em pagar os financiamentos eram solucionadas pela obtenção de novas hipotecas normalmente em condições ainda mais favoráveis, fomentando assim a rolagem da dívida e a postergação do estouro da bolha cada vez mais polpuda. Os bancos criavam fundos de hipotecas que eram classificados de acordo com seu grau de risco e vendidos no mercado de capitais. Por meio de manobras, alguns fundos com crédito *subprime* eram diluídos com outros tipos de crédito mais seguros e vendidos com níveis de baixo risco, aumentando a alavancagem e transferindo os riscos para o mercado de capitais e para o patrimônio dos investidores.

De fevereiro de 2006 a agosto de 2008 houve uma queda nos gastos em construção residencial de US\$ 683 bilhões para US\$ 351 bilhões. Uma queda de US\$ 330 bilhões era um indicativo da crise que se avizinhava (BORÇA E TORRES, 2008).

Em janeiro de 2007 o valor médio dos imóveis caiu 3%. O início do ciclo de queda dos preços inviabilizou o processo de retroalimentação das novas hipotecas, que provocaria aumento nos inadimplementos e execuções. O estoque de novas residências bateu recorde em abril e o estoque total aumentou 39% em relação ao ano anterior, representando um decréscimo de 10% nas vendas (LE MOS E BITTENCOURT, 2007). O preço dos imóveis apresenta assim uma relação diretamente inversa à execução de hipotecas, ou seja, com a

diminuição dos preços, ocorre o aumento da inadimplência. Além disso, a desvalorização dos ativos se estendeu ao mercado de capitais e à bolsa de valores (BORÇA E TORRES, 2008).

As vendas caíram de 8,5 milhões de imóveis residenciais no quarto trimestre de 2005 para 5,4 milhões no terceiro trimestre de 2008, uma queda de 36,5%. No mesmo período, a venda de imóveis novos cedeu 61,5%. O banco Washington Mutual demitiu 2.500 funcionários do setor imobiliário no início de 2007 e a elevação da taxa de juros 17 vezes seguidas desde 2004 levou em abril de 2007 o New Century Financial, segundo maior credor das hipotecas *subprime* à bancarrota. Como as hipotecas executadas ocorreram em um momento de desvalorização dos imóveis, houve um descolamento dos preços das dívidas e das garantias, o que fazia com que a execução da hipoteca não quitasse a totalidade do saldo devedor, o que gerou insolvência das instituições (BORÇA E TORRES, 2008).

A insolvência das instituições leva a uma crise de confiança. Com a redução da confiança, há consequente racionamento do crédito, que reduz a demanda agregada, prejudicando o crescimento da economia e podendo ocasionar uma recessão, como de fato ocorreu. A recessão leva a reajustes nos fluxos de caixa das empresas que afetam negativamente os preços das ações. A redução do preço das ações reduz, teoricamente, a riqueza das famílias, ampliando a redução do consumo e da demanda agregada.

A redução da atividade econômica ocasiona redução nas importações e no comércio internacional o que afeta diretamente países com vínculos comerciais intensos com o país em recessão (LEMOS E BITTENCOURT, 2007).

Um acúmulo de manobras de alavancagem e disseminação de riscos aliado à falta de informações precisas num mercado deflator de preços imobiliários provocou um processo elevado de resgates de aplicações de fundos imobiliários. A maquiagem realizada nos balanços de algumas empresas mascarava resultados negativos. O resultado foi a elevação das taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, indicando problema de liquidez a curto prazo no sistema financeiro americano.

Algumas empresas de investimento estruturado criadas especificamente para emissão de títulos lastreados em hipotecas, denominadas SIVs, fizeram uso de linhas de crédito disponível em bancos americanos e europeus, disseminando os riscos. A grande desconfiança gerada no sistema financeiro internacional levou alguns fundos de *hedge* a suspender os resgates de seus cotistas. Os custos de captação interbancários se elevaram, obrigando uma intervenção dos Bancos Centrais, inclusive nas instituições com carteiras de risco elevado. Vultosas quantias foram injetadas no sistema financeiro mundial a fim de aumentar a liquidez dos bancos através da ampliação de liquidez do sistema (BORÇA E TORRES, 2008).

Além disso, outras operações foram montadas com o intuito de restabelecer a liquidez, mas tornaram-se insuficientes devido ao pânico gerado com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, que agravou a crise. Com o pânico estabelecido com esta quebra, o governo americano realizou operação de salvamento da AIG, maior seguradora dos EUA buscando amenizar os efeitos da quebra. Ocorreu a partir de então um processo parcial de nacionalização do sistema financeiro americano. Estima-se que alguns trilhões de dólares tenham sido investidos em todo sistema financeiro mundial em busca da retomada do crescimento, que ainda não chegou.

### **3.2.2 Bolha na Espanha**

Na Espanha, o baixo nível das taxas de juros, levou empresas da construção civil a endividar-se na forma de ampliação de investimentos, que favoreceu também o aumento da disponibilidade de crédito. Com o aumento das facilidades na aquisição de imóveis, as famílias também aumentaram seus interesses, o que pressionou os preços para cima. Nos anos 2000 a Espanha baseou seu crescimento na construção civil, o que gerou forte crescimento econômico e de renda. Enquanto os demais países da União Europeia sofriam com baixos crescimentos a Espanha vivenciava uma espécie de “milagre econômico” (FIGUEIREDO, 2004).

O aumento da demanda imobiliária ocasionada tanto pela facilidade de crédito quanto pelo aumento do interesse dos não residentes não correspondida na mesma velocidade no aumento da disponibilidade de imóveis provocou uma forte elevação de preços. A expansão da demanda é explicada pela melhoria das condições de vida da população, acréscimo de emprego, baixas taxas de juros para financiamentos e falta de atratividade do mercado de capitais que canaliza os investimentos para outros setores, no caso, para a construção civil (FIGUEIREDO, 2004).

De certo modo, entre 1997 e 2007, os déficits do setor público foram transferidos para o setor privado. O patrimônio das famílias mais que triplicou, devido ao elevado aumento dos preços dos imóveis, expansão do crédito e do crescimento do estoque de habitação. Este efeito riqueza provocou um aumento médio anual de 7% no consumo privado espanhol, segundo o FMI (LOPEZ; RODRIGUEZ E RUGITSKY, 2012).

Após atingir 900 mil novas casas em 2006, com o estouro da bolha imobiliária no Reino Unido em 2007, as vendas começaram a definhir, chegando à quantia de 1 milhão de casas não vendidas em 2008, período em que o endividamento das famílias espanholas

alcançou 84% do PIB. As incorporadoras imobiliárias foram as primeiras a serem atingidas, promovendo uma corrida aos bancos em busca de empréstimos. Neste sentido, ocorreram demissões que desencadearam um aumento significativo do desemprego também em outros setores, provocando uma retração no crédito e no consumo. Houve uma onda de fusões na tentativa de salvar o setor através dos bancos privados e do governo. A partir de então pacotes de austeridade, como cortes orçamentários, congelamentos salariais e desmonte de programas sociais foram implementados com o intuito de promover “ajustes estruturais” (LOPEZ et al., 2012).

A crise imobiliária espanhola mostrou que a prosperidade não era consistente, gerando uma grande proporção de famílias endividadas, sem emprego e dependentes de serviços públicos atingidos por cortes orçamentários. Devido à necessidade de programas de austeridade econômica, é pouco provável que a Espanha consiga prover crescimentos elevados num horizonte próximo (LOPEZ et al., 2012).

### 3.3 BOLHA NO BRASIL

Não se pode analisar o mercado imobiliário brasileiro sem uma preocupação quanto ao excesso de elevação dos preços dos imóveis, até mesmo num período de calma no crescimento das grandes economias. Eis que nesse sentido surgem algumas discussões sobre o assunto, entre as quais alguns acreditam numa formação de crise imobiliária iminente e outros numa desenvoltura ainda administrável.

#### 3.3.1 A Ótica do Ipea

O texto publicado pelo Ipea faz forte análise baseada nos preços elevados.

De janeiro de 2010 a março de 2012, houve uma variação de 43% no preço médio de venda dos imóveis em todo o Brasil. Das regiões metropolitanas (RMs) consideradas, a cidade do Rio de Janeiro foi aquela que apresentou a maior valorização, seguida pela cidade de São Paulo. No Rio de Janeiro e em São Paulo, o preço de venda dos imóveis teve variação, entre janeiro de 2008 a março de 2012, de 168% e 132,2% respectivamente. Tomando-se apenas o período de janeiro de 2010 a março de 2012, a variação do preço do imóvel no Rio de Janeiro foi de 58,86%, enquanto em São Paulo a variação ficou em 43,16%. Concomitantemente, ocorreu um vigoroso aumento do estoque de crédito imobiliário, que mostrou variação de 130% em termos reais no mesmo período (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012, p7).

Como comparação o índice Bovespa variou 8,4%, os Certificados de Depósitos Interbancários (CDIs) 52,3% e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) 25% (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

Segundo os autores, a estabilidade econômica alcançada via controle inflacionário é a base para a construção do cenário imobiliário construído no país. Este controle permitiu uma estabilidade de preços, aliada a uma queda constante da taxa de juros. Com a redução da taxa de juros, o crédito imobiliário se tornou mais barato e passou por um processo robusto de expansão. Como o crédito de longo prazo é o principal fomentador da indústria da construção civil, o mercado imobiliário participou de um aquecimento sem precedentes, e pode estar criando uma situação insustentável de bolha imobiliária. Além disso, a redução da taxa de desemprego favoreceu um aumento da renda real da população, friccionando a demanda por habitação. O amadurecimento da legislação favoreceu o investimento no setor devido às maiores garantias criadas.

Segundo os autores, os programas como Minha Casa Minha Vida e os investimentos em infraestrutura devido aos megaeventos como Copa do Mundo 2014 e Olimpíadas 2016 contribuem para pressionar os preços dos imóveis para cima: “o valor de um bem decorre da utilidade marginal que os indivíduos atribuem a ele; a utilidade, por sua vez, é definida pelas preferências dos agentes” (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012, p.10).

Segundo a teoria da Escola Austríaca, a valoração de um bem é que determina seu custo e não o contrário. Destarte, haveria um descompasso entre a valoração e os preços de custo dos imóveis no país que estaria favorecendo um aumento na margem de lucro. Lucro este que seria dirimido pelo mercado que buscaria restabelecer o ponto de equilíbrio, desde que não houvesse restrições à ampliação de oferta. Entretanto este reequilíbrio não é automático, pois há uma defasagem de tempo entre a construção e venda dos imóveis. Esta dissonância entre os preços e custos estaria ocorrendo devido à alteração das utilidades marginais dos indivíduos que estariam atribuindo maior valor aos imóveis, o que consequentemente estimularia o aumento da demanda e dos preços. Outra argumentação utilizada segue as observações do professor da FGV Samy Dana que sustenta que os valores dos imóveis estão em desacordo com a proporcionalidade do valor de locação. O contraponto seria que o professor desconsidera a valorização do ativo, e este fator não pode ser sonogado na análise de investimentos (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

A taxa de juros é a variável que mais influencia o mercado imobiliário. Todavia:

pouco pode ser dito sobre a verdadeira situação no mercado imobiliário, porque não se sabe quantificar o efeito de uma variação da taxa de juros

sobre a função de demanda por imóveis (...)os preços dos imóveis terem subido muito nos últimos anos pode ser simplesmente o efeito da queda da taxa de juros devido à estabilização da economia (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012, p.12).

Mendonça e Sachside (2012) tomam como referência o conceito de Stiglitz (1990) que diz que se os preços aumentarem apenas na expectativa de que os preços de venda serão maiores no futuro sem uma respectiva fundamentação para sua valorização, então há ocorrência de bolha. De certa forma seria uma falha de mercado da teoria das expectativas racionais que pressupõe que o mercado age de forma eficiente na alocação dos recursos. Os autores utilizam Blanchard e Fischer (1989) para dizer que bolhas seriam passíveis de ocorrer em mercados onde a informação acerca dos fundamentos (custos) seja de difícil obtenção. Neste sentido, haveria muitas dificuldades para se detectar a existência de bolha, quais sejam, as expectativas são de difícil observação, as taxas de desconto são supostas constantes e não há como identificar se a dissonância entre os preços e custos advém de uma bolha ou da dificuldade em auferir os preços de custo.

Os autores fazem análise de vários testes econométricos para buscar antever a existência de bolha, entretanto citam Gürkaynak (2005) para concluir que nenhum teste apresenta grau de certeza satisfatório acerca do assunto. Sendo assim, dois fatores poderiam influenciar na estrutura de preço de um mercado, quais sejam, uma mudança nos fundamentos, que as próprias forças de mercado levariam a um rearranjo em busca do equilíbrio, ou uma interferência do governo distorceria o equilíbrio de mercado. Os autores fazem uso também da escola austríaca orientada por Von Mises (1953; 1966) e Hayek (1933; 1935) para afirmar que o que ocorre são ciclos de negócios, formados por períodos de prosperidade econômica (expansão), seguidos pela respectiva contração (depressão).

Nos mercados, caso não houvesse forças externas de interferência, o aumento do crédito seria devido a uma mudança nas preferências temporais, resultando no aumento da poupança e redução do consumo. O efeito seria uma redução das taxas de juros, redução na utilização dos fatores de produção e novos investimentos, sem pressão sobre o nível de preços. Contudo, no caso de interferência do governo por meio de aumento de crédito via criação de moeda, os efeitos são semelhantes, sem o aumento da poupança ou alteração das preferências temporais, o que ocasionaria uma pressão sobre o nível de preços. Neste sentido a interferência levaria a uma distorção do mercado (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

Os controles da taxa de juros estabelecidos pelos Estados Unidos a partir de 1980 e pelo Brasil a partir de 1999 em prol das políticas econômicas geram forte instabilidade do produto e ampliação do ciclo econômico. A expansão econômica artificial provocada pelas

interferências de governo são sugeridas como responsáveis pela crise imobiliária ocorrida nos Estados Unidos em 2008. Foi apontada a conjugação de três fatores principais: a manutenção da taxa de juros muito baixa por período prolongado, fortes incentivos na universalização da moradia com afrouxamentos em análise de crédito, e restrições pontuais à expansão da oferta que pressionaram os preços (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

Assim, políticas monetárias de manipulação da taxa de juros e expansão do crédito bancário sem respectiva contrapartida em aumento de poupança, são geradores de crises econômicas. E isto é o que vem ocorrendo no Brasil. As taxas de juros para financiamentos imobiliários são subsidiados e variam em média de 8% a 12% ao ano (a.a.), bem abaixo das taxas de juros das demais operações bancárias. Além disso, ocorre a expansão nos incentivos para obras de infraestrutura para os megaeventos (Copa do Mundo 2014 e Olimpíadas 2016) e para o setor específico da construção civil. Com o aumento dos investimentos cria-se a expectativa de valorização dos imóveis. Por fim, a realização de políticas públicas de incentivo à aquisição de habitação própria para classes de baixa renda através do programa Minha Casa Minha Vida (de modo análogo às políticas implementadas nos Estados Unidos) fecha a soma dos fatores que estariam promovendo o superaquecimento do mercado imobiliário brasileiro (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

Bem como nos Estados Unidos onde a elevação de preços não foi homogênea, o mesmo ocorre no Brasil, onde Rio de Janeiro, Recife e São Paulo apresentaram as maiores variações de preços dos imóveis respectivamente. A valorização dos imóveis teve forte ascensão a partir de 2008 com ápice entre 2009 e 2011, arrefecendo-se em 2012, mas ainda com sinais de apreciação constante embora em níveis mais moderados. Em estágio mais elevado a expansão creditícia artificial provoca elevação nos custos de produção, e realmente é o que acontece no mercado da construção civil no Brasil. O Índice de Construção Civil medido pelo IBGE e o Índice Nacional da Construção Civil medido pela FGV apresentam elevação constante e a partir de 2003 há um descolamento para cima destes índices em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) usado como referência na mensuração da inflação no país (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

A expansão artificial do crédito é fator preponderante na formação de bolhas. A perda de controle sobre a estabilidade econômica pode recrudescer a inflação e forçar um aumento nas taxas de juros que prejudicariam os contratos de financiamento. A elevação da inflação desestimula a poupança, o que obrigaria o governo (ou o mercado) a gerar novas fontes de recursos para os financiamentos, que provavelmente seriam num patamar superior de taxas de juros. Embora a relação crédito/PIB seja muito aquém em comparação com países

desenvolvidos, o país apresenta um forte crescimento da modalidade e variou de 24% para 46% de 2003 a 2010. A relação crédito habitacional/PIB é ainda menor e é inferior a 10%, muito inferior ao nível de países desenvolvidos onde este índice ultrapassa os 100%. No país, o crédito habitacional tem crescido em média 17% ao ano (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012).

Outro fator analisado é a criação de emprego, onde a construção civil gera sistematicamente mais empregos que os demais setores e apresenta crescimento constantemente superior ao total de empregos formais gerados na economia. Algumas literaturas supõe a possibilidade de bolha porque o valor dos imóveis estaria acima do preço considerado justo que consiste nos preços de custo acrescidos de uma margem para incertezas. Entretanto, esta visão se opõe à da Escola Austríaca segundo a qual o preço de um bem é determinado pelo grau de utilidade do indivíduo. Ou seja, há diferentes visões, uma que incide pela observação da demanda e outra da oferta. Os autores fazem uso de testes econométricos para afirmar que “o preço do imóvel exerce pressão sobre o custo, e não o inverso, o que se constitui em um argumento favorável à percepção da Escola Austríaca.” (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012, p.39).

O Brasil nos últimos anos tem apresentado política fiscal com viés expansionista, o que pode impactar para cima a inflação, que poderia tornar necessário a manipulação da taxa de juros para controlar a subida de preços. Como a maioria dos contratos de financiamento imobiliário realizados é de longo prazo e com taxa de juros pós-fixadas, a elevação da taxa de juros seria prejudicial. A elevação da taxa de juros também é prejudicial pelo lado da oferta uma vez que reduz a rentabilidade de alguns projetos que podem se tornar inviáveis.

Um choque contracionista da política monetária via elevação da taxa de juros, provocaria uma retração na demanda por crédito imobiliário e conseqüentemente na demanda habitacional, resultando um forte impacto negativo na produção da construção civil e na produção nacional total, haja visto a alta representatividade do setor. Destarte, questionam a política governamental federal que insiste na expansão creditícia e políticas de incentivo a um mercado já inflacionado, cuja constante elevação pode agravar sintomaticamente uma possível corrosão do sistema.

Há de se ter cuidados cirúrgicos na manipulação da taxa de juros, uma vez que é um fator extremamente correlacionado ao mercado imobiliário e foi exatamente a política de aumento da taxa de juros provocadas pelo Banco Central Americano (FED) que provocou a eclosão da bolha imobiliária nos Estados Unidos em 2008. Deve-se frisar que as taxas de juros internacionais estão em patamares mínimos históricos como forma de prover a saída dos

países do baixo crescimento instaurado pela crise de 2008. Naturalmente, estas taxas de juros devem subir e o Brasil deve seguir o mesmo destino de elevação de taxa de juros, o que pode criar dificuldades para o setor imobiliário. Não se espera que uma bolha imobiliária no Brasil, caso ocorra, tenha efeito semelhante ao que ocorreu nos Estados Unidos, dentre outros fatores por ter oferta de crédito ainda bastante restrita, entretanto não serão desprezíveis.

Contudo, caso ocorra a explosão da bolha: “a depressão, antes de ser entendida como um mal, é o modo benéfico e eficiente pelo qual a economia retorna a seu ritmo normal, após as distorções geradas pelo governo no período de prosperidade econômica” (MENDONÇA E SACHSIDA, 2012, p.21).

### **3.3.2 A Ótica do *Real Estate***

Segundo Lima Junior (2011) a subida crescente dos preços dos imóveis não pode ser considerado indicativo de bolha, entretanto preços crescentes sem explicação respectiva na estrutura de custos podem ser sinônimos de bolha, representando a desestruturação no mercado. Neste caso o produto de *Real Estate* seria um ativo com o qual é possível fazer posições especulativas com expectativa de retornos elevados.

Um importante fator que pode gerar distorções nos reais valores dos imóveis se apresenta no fato de que o setor trabalha com preços de venda fechado e preços de custo variáveis, haja visto que os imóveis são vendidos na planta e os custos são sujeitos às variações das conjunturas econômicas. O referido autor utiliza o índice de preços FIPE-ZAP como referência para sustentar que a escalada de preços era justificável, em especial pela análise de cinco fatores estruturais, quais sejam, “preços dos terrenos, custos de obtenção do direito de construir, crescimento de custos acima da variação INCC-FGV, crescimento dos custos de construção devido à natureza dos processos utilizados no mercado, além da imposição de margens de segurança” (LIMA JUNIOR, 2011, p.2).

Entretanto, analisa o desenvolvimento dos preços no primeiro semestre de 2011 em São Paulo, período em que houve redução na velocidade de vendas medida pelo Secovi/SP e verifica que os preços de venda subiram 14,4% no período, enquanto os preços de custo, já incluindo os cinco fatores considerados, se elevaram em 5,6%, e assim sendo, haveria evidências de que o preço dos imóveis residenciais estaria acima de seu valor justo. A disparidade dos preços de compra e dos preços justos criariam assim um valor sem lastro. Três fatores poderiam promover o surgimento de bolhas de mercado: “i. crédito irresponsável,

ii. Investidor desinformado e iii. Forte presença de capital especulativo” (LIMA JUNIOR, 2011, p.4).

Lima Junior (2011) considera que a hipótese de crédito irresponsável pode ser descartada. Os prazos de financiamento são condizentes com a vida útil do imóvel, preservando os valores referentes à garantia dos recursos concedidos. As taxas de juros aplicadas são constantes, evitando disparidades devido às oscilações da conjuntura econômica, como ocorreu no falido sistema de mercado norte-americano. Além disso, a relação dívida/preço do imóvel é saudável e atinge no máximo 70% a 80%. Quanto aos investidores desinformados, pode-se separar entre investidor como aquele que aplica recursos em um imóvel com o intuito de receber renda, admitindo ser este um investimento de longo prazo, e o especulador como sendo aquele que realiza posição em um ativo na busca de realização de resultados no curto prazo acima das taxas de retorno das aplicações conservadoras.

Há no mercado imobiliário de São Paulo um grande número de poupadores desinformados que tem investido na aquisição de imóveis para posterior retorno através de renda, principalmente no setor de imóveis comerciais pequenos, cuja venda é realizada quase em sua totalidade nos lançamentos dos empreendimentos. A aplicação de recursos em imóveis com valores acima do preço justo pode gerar um retorno aquém do esperado quando for efetivada a locação. Sendo assim, o mercado de imóveis comerciais poderia passar por uma readequação para baixo dos preços (LIMA JUNIOR, 2011).

De todo modo, o mercado de imóveis devido aos seus valores elevados é considerado de baixa liquidez, o que desta forma espantaria os capitais especulativos. Grandes vultos de capitais especulativos usualmente fazem posições em bolsa de valores ou *commodities* onde há maior velocidade de capitais. Neste sentido, não haveria riscos de bolha devido à especulação excessiva. Não há razões estruturais que sustentem o crescimento contínuo dos preços de venda dos imóveis haja visto que eles crescem num patamar acima da evolução dos preços de custos do setor. Entretanto, a Microeconomia deveria ser usada na análise das cestas de oferta e demanda, onde é possível que a demanda excessiva pudesse estar pressionando a elevação dos preços na busca pelo ponto de equilíbrio (LIMA JUNIOR, 2011).

“Preços não fazem bolha.” (LIMA JUNIOR, 2011, p.12). Não haveria razões para acreditar que o aumento dos preços faria estourar uma bolha. A elevação dos preços sugere que o mercado aceita como valor, os preços propostos pelos empreendedores. A redução da velocidade de vendas observada como na cidade de São Paulo, por exemplo, indicaria que o poder de compra da população não consegue crescer no mesmo ritmo da valorização

imobiliária. Para suprir a demanda habitacional, (referente à parcela de compradores que utiliza o imóvel para moradia, não para investimento ou especulação) as construtoras utilizam a redução dos tamanhos dos imóveis como forma de reduzir custos e manter o público no nicho correspondente. Estima-se que até 2010, a demanda habitacional reprimida sustentava o aumento constante de preços. A partir de então, a demanda artificial, ou seja, a demanda especulativa (investidor mal informado) sustentaria o nível de preços. A estabilização dos preços só seria possível com o desaparecimento desta demanda artificial.

Nos empreendimentos comerciais de pequeno e médio porte na cidade de São Paulo, que são acessíveis aos investidores de potencial médio de poupança, não haveria explicação estrutural para os preços extremamente elevados praticados, o que sugeriria total desinformação quanto às taxas de retorno das aplicações e cujo autor classifica como “estridente” o risco de bolha. Entretanto, embora o setor comercial apresente riscos, o aquecimento da economia brasileira não permite concluir que o movimento de preços para baixo será iminente, uma vez que os estoques de imóveis tem sustentado os preços. O que sugere riscos é a realização e conclusão de futuros empreendimentos, sem a respectiva contrapartida de demanda pelo setor de negócios. Há necessidade assim de uma economia em expansão para sustentar os preços de imóveis comerciais e evitar uma forte desvalorização.

Já os empreendedores compõe um grupo com grande capacidade de investimento e adaptação ao mercado. Uma redução significativa e constante na velocidade de vendas faria com que os investimentos se dirigissem apenas à demanda habitacional, evitando os investimentos especulativos. Este redirecionamento estabilizaria os preços nominais que sofreriam reduções reais ao longo do tempo de readequação do mercado. Este movimento de readequação dos preços sugeriria retomada na busca pelo preço de equilíbrio e não configuraria uma bolha.

Existe um fator importante a ser analisado no que tange à comparação da valorização imobiliária brasileira com a norte-americana. Na crise imobiliária dos Estados Unidos a redução dos preços foi elevada pela falta de capacidade de pagamento dos adquirentes. A especulação imobiliária se dava por investidores em posições alavancadas através de financiamentos. A estabilização e posterior queda dos valores dos imóveis resultaram em dívidas com falta de capacidade de pagamento e total ausência de lastro. Este tipo de especulação é bastante oposta aos dos investidores brasileiros, onde os investimentos são feitos através de poupanças privadas próprias e não há grandes volumes de financiamento disponíveis para compradores finais que venham a tornar-se inadimplentes, haja visto a

escassez de recursos e a rigidez na análise de crédito. Sendo assim não se assemelha ao caso norte-americano (LIMA JUNIOR, 2011).

### 3.3.3 A Ótica da Fundação Getúlio Vargas (FGV)

Em carta divulgada em Outubro de 2012 e formulada por Semple e Marçal, a FGV faz uso de teste econométrico para analisar a existência ou não de uma bolha no mercado imobiliário, e toma como parâmetro o mercado paulista. Para tanto, analisa o imóvel como um ativo gerador de fluxos de renda, bem como os métodos utilizados para avaliar ações, títulos públicos e demais ativos.

Utiliza no teste para estimar o valor do imóvel o preço na data da aquisição, o custo de oportunidade em aplicar em imóveis, o fluxo de receitas líquidas obtidas com o imóvel (aluguéis e etc.) e a expectativa condicionada à informação disponível no período. Comparando o valor encontrado com o valor no mercado se teria uma ideia se o imóvel está acima do preço ou não. Em caso de bolha, os valores dos ativos sobem indiscriminadamente sem o respectivo lastro nos custos (ou fundamentos), até que num determinado momento a distância entre o valor real e o valor praticado sem lastro seria tão grande que inviabilizaria a readequação dos preços, o que levaria a uma ruptura. Haveria assim o período de euforia seguido pela reversão que causaria a crise, e posteriormente a depressão (SEMPLE E MARÇAL, 2012).

Ainda neste sentido, usa-se deflatores de mercado para buscar a valorização real dos imóveis e constata uma forte elevação dos preços, cujos alguns analistas sugerem ser irrealistas. Notada a elevação real dos preços de forma acentuada, os autores lançam a dúvida:

A pergunta a ser respondida é se estes dados justificam o termo de bolha e logo de um ajuste abrupto e traumático no futuro? Ou tais aumentos são puxados por fundamentos que seriam dados pelo aumento dos aluguéis, pelo aumento da disponibilidade de crédito, pela redução das taxas de juros reais praticadas no país, seja nas disponíveis para aplicação financeira seja nas taxas cobradas nos empréstimos para financiamento de aquisição de imóveis (SEMPLE E MARÇAL, 2012, p.2).

Na apresentação de resultados, sugerem que a hipótese de bolha não pode ser descartada, porém é pouco provável. E para explicar a elevação dos preços deve-se olhar para fatores normais ao setor, como o aumento da demanda. A ampliação da demanda se deu também devido à ampliação e melhoria nas condições de crédito. O aumento da demanda levou a uma valorização dos imóveis e dos aluguéis. O aumento da renda da população e a

queda das taxas de juros permitiram acesso ao crédito às famílias que se encontravam até então fora do mercado. Além disso, a queda das taxas de juros da economia diminuiu a atratividade de algumas aplicações, fazendo com que alguns aplicadores migrassem para o mercado imobiliário, pressionando ainda mais a demanda. Haja visto que a produção de imóveis não consegue responder com eficácia o aumento da demanda, o resultado foi a expansão continuada dos preços. Com a readequação entre oferta e demanda ocorrida, espera-se uma estabilização dos preços, sem aumentos contínuos excessivos e nem quedas abruptas. Entretanto se faz necessário um monitoramento constante dos preços (SEMPLE E MARÇAL, 2012).

Analisadas as colocações de renomadas instituições e pensadores, vamos avaliar de forma mais detalhada as variáveis relativas ao mercado da construção civil, de forma a analisar o real embasamento e as consonâncias das informações nas análises supracitadas.

## 4 ANÁLISE ESTRUTURAL

Já realizada a análise dos temores discutidos na sociedade brasileira, vamos a partir deste momento buscar desmistificar o setor, realizando o entendimento de seu funcionamento, para então fazer uso de ferramentas econômicas a fim de verificar a possibilidade de existência de uma bolha imobiliária no Brasil.

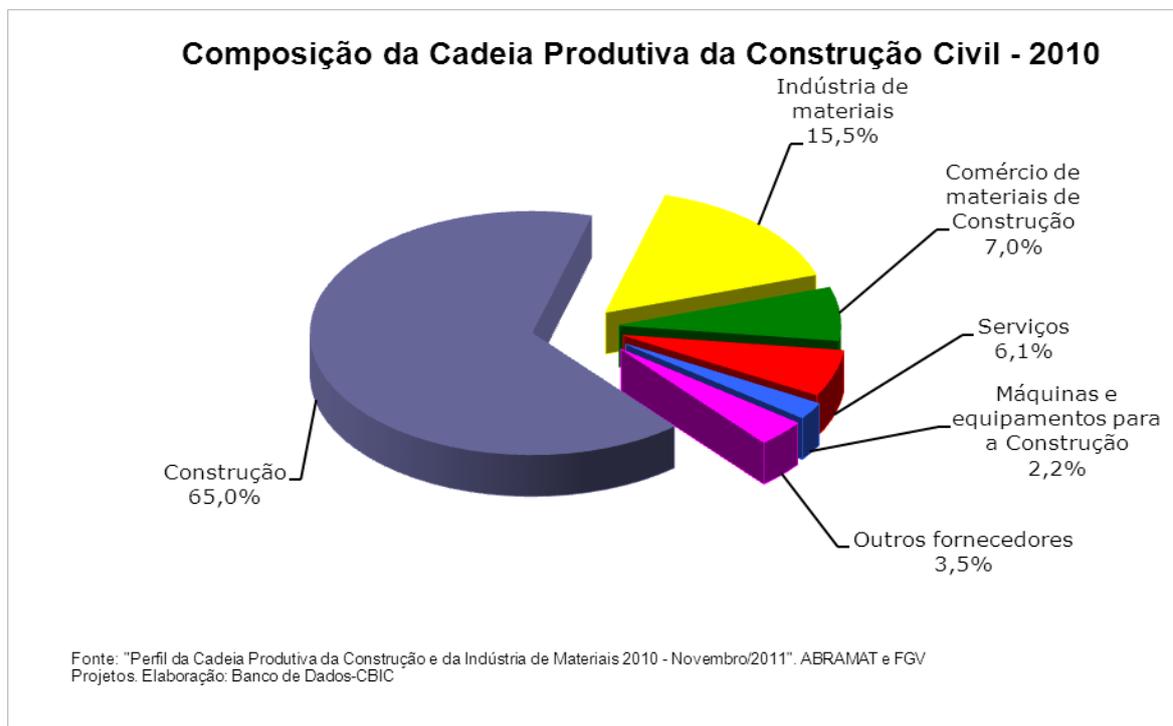
### 4.1 MACROSSETOR

A Construção Civil abrange todos os tipos de produção de obras (planejamento, projeto, execução, manutenção, restauração, etc.) em diferentes segmentos, quais sejam: edifícios, estradas, portos, aeroportos, canais de navegação, túneis, instalações prediais, obras de saneamento, de fundações e de terra em geral. Entretanto, não fazem parte da construção civil atividades de gerenciamento dos produtos realizados, tais como a operação e o gerenciamento de sistemas de transportes, a operação de estações de tratamento de água, de barragens etc.

No Brasil, a Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT) regulamenta as normas técnicas de construção. O Conselho Regional de Engenharia, Arquitetura e Agronomia, o CREA, fiscaliza o exercício da profissão e a responsabilidade civil. Toda a obra de construção civil deve ser previamente aprovada pelos órgãos municipais competentes, e sua execução acompanhada por engenheiros ou arquitetos registrados no CREA.

A construção civil apresenta alto grau de absorção de mão-de-obra pouco qualificada e abundante no país, baixo coeficiente de importação, alto impacto tributário e enorme efeito multiplicador. Efeito multiplicador, quer dizer que a construção civil impacta a economia de forma bem mais ampla do que a que se permite ver, no caso, a parte física ou tangível (obras). Tem um encadeamento para trás, com a indústria de matérias-primas e equipamentos, e para frente com o setor de serviços (FVG/CBIC, 2001).

Para tanto, vamos fazer a análise do gráfico da CBIC para o ano de novembro de 2011.

**Ilustração 2 – Composição da Cadeia Produtiva da Construção Civil 2010**

Com o gráfico apresentado, podemos dimensionar o tamanho da relação na cadeia produtiva do setor da construção. Enquanto a obra física representa 65% do PIB gerado pelo macrossetor, os demais 35% se dão de forma indireta, através da indústria de materiais, que representa a fabricação de insumos como aço, cimento, etc., comércio de materiais, como as empresas distribuidoras e ferragens, máquinas e equipamentos para construção, outros fornecedores, além do setor de serviços.

O macrossetor da construção civil é muito importante também pelos efeitos indiretos que gera, o que permite concluir que também é importante gerador de renda. Através da análise dos dados da CBIC (2012), podemos salientar que para cada R\$ 1.000,00 gastos em consumo de produtos do setor, gerou uma renda de R\$ 478,17 no ano de 2008, ou seja, o consumo no setor é revertido na ordem de 47,82% em renda. Além disso, podemos afirmar que para cada R\$ 1 milhão investidos no setor são gerados 21,95 empregos diretos.

O mercado formal possui mão-de-obra mais qualificada e faz uso mais intensivo de bens de capitais, tecnologias e máquinas, haja visto que gera 12,05 empregos diretos para cada R\$ 1 milhão investidos contra 55,36 gerados pelo mesmo investimento no mercado informal da construção civil. Vale ressaltar que o setor informal predomina nas micro e pequenas construções. No entanto o mercado formal de construção gera uma renda de R\$

491,15 para cada R\$ 1 mil investidos, enquanto o mercado informal gera R\$ 569,70 para o mesmo investimento. Tal descompasso na renda pode ser associado à carga tributária que onera o setor formal, o que dá maior vantagem comparativa para o setor informal que não tem o mesmo custo.

Além disso, podemos perceber que para cada R\$ 1 mil investidos no setor da construção civil, o total do setor gera uma renda de R\$ 879,55, ou seja, quase que a totalidade do investimento é revertido em renda no macrossetor. No macrossetor da construção civil, são gerados 40,39 empregos diretos e indiretos para cada R\$ 1 milhão investidos. Tais dados nos dão a noção da dimensão e importância do setor na economia brasileira, com alto grau de efeito multiplicador.

Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE, no mês de Agosto de 2012, num conjunto de 6 regiões metropolitanas (Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre) os trabalhadores diretos da construção civil representaram 7,7% da População Ocupada.

Segundo os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) entre julho de 2011 e julho de 2012, foram criados 92,3 mil postos de trabalhos formais no setor de obras de infraestrutura em todo o Brasil, enquanto a construção civil criou 43,1 mil vagas. Outros 45,1 mil postos foram gerados em serviços da construção, totalizando 180,5 mil empregos formais gerados no setor da construção. A quantidade de empregos gerados pela infraestrutura é extremamente superior aos demais e é resultado dos investimentos federais, em especial para a realização de mega eventos como Copa do Mundo e Olimpíadas.

Já na construção civil, houve desaceleração, uma vez que no período de 12 meses anterior foram gerados 111.792 postos de trabalho, o que representa assim uma queda de 61,4%. Esta desaceleração pode ser explicada devido ao forte avanço da construção civil e da economia nos anos de 2008 e 2010, e a um processo de reajuste devido ao crescimento econômico mundial muito baixo nos anos de 2011 e 2012 (MUNDO SINDICAL, 2009).

O mercado da construção também tem poucos efeitos negativos sobre a balança comercial uma vez que apenas 7,11% do total dos insumos importados destinam-se ao macrossetor. Possui elevada capacidade de geração de impostos, onde o macrossetor gera um total de aproximadamente 26% do total de impostos indiretos gerados sobre produtos para consumo intermediário da economia (importação, ICMS, IPI/ISS). Participa também com 5,6% do total dos salários pagos na economia e 12,47% dos rendimentos autônomos (FVG/CBIC, 2001).

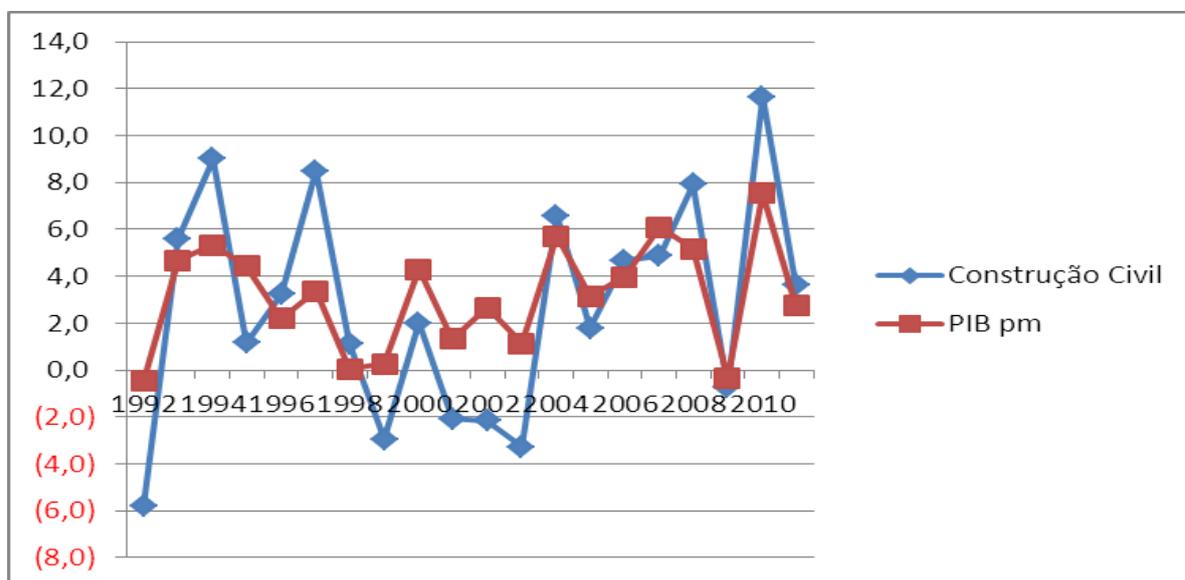
## 4.2 REPRESENTATIVIDADE

No Brasil, o setor empregava no ano de 2000, 1.094.028 de trabalhadores e passou a empregar 2.633.674 em 2010 (RAIS 2000-2010-MTE). Deste total, cerca de 1% é analfabeto, 56,86% possuem ensino fundamental (completo ou incompleto), 35,86% ensino médio (completo ou não) e apenas 6,21% possuem ensino superior (completo ou incompleto).

Do total em 2010, 35,64% se concentravam em empresas com até 49 funcionários, 42,21% em empresas com até 499 funcionários, e 22,15% em empresas com 500 funcionários ou mais, nos dando uma ideia da representatividade das pequenas e médias empresas. O Sudeste emprega 48,74% do total de trabalhadores, o Nordeste 22,72%, o Sul 14,01%, o Centro-Oeste 8,18% e o Norte 6,35%. Desde 1995 até os dias atuais, a formação bruta de capital fixo pelo produto interno bruto da construção civil a preços correntes (FBCF/PIB) varia entre 18% e 19%. (CBIC, 2012)

Em relação ao PIB da construção civil, abaixo segue gráfico com as variações percentuais do crescimento do setor comparado ao PIB pm nacional.

**Ilustração 3** – Variação do PIB pm e do PIB da Construção Civil



FONTE: CBIC, 2012. Elaboração do autor.

Pela análise do gráfico acima, percebemos a grande correlação entre o PIB nacional e o PIB da construção civil, onde a variação de ambos segue praticamente a mesma tendência em momentos de elevação e de queda.

Em relação ao Valor Adicionado Bruto (a preços básicos), o setor da construção civil corresponde na média entre 5,5%(1995) a 5,8%(2011), numa participação semelhante ao da agropecuária que representa entre 5,8%(1995) e 5,5%(2011), mas menos que atividades imobiliárias e aluguéis que representa cerca de 7,9% em 2011, mas que já representou 13,2% em 1998. Abaixo segue gráfico comparativo entre a representatividade do VABpb da construção civil no total nacional e a Taxa Real de crescimento da Construção Civil ao longo dos últimos anos.

**Ilustração 4 – Taxa Real de Crescimento da Construção Civil**

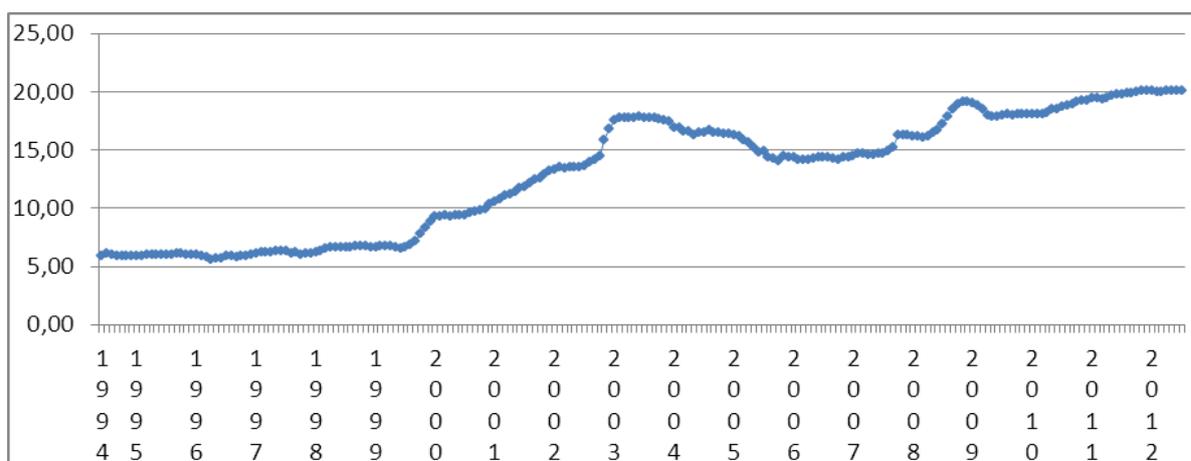


### 4.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

Um imóvel possui um valor, e este valor é determinado pela serventia proporcionada ao consumidor. Entretanto o imóvel também tem um preço, e este preço normalmente é determinado pela relação entre oferta e demanda. Vamos então, analisar a evolução dos preços de custo e de venda incorridos no setor imobiliário brasileiro nos últimos tempos. Esta análise também tem o intuito de avaliar se ambos variam na mesma intensidade ou se a oferta (preços de custo) e a demanda (preços de venda) estão em discordância, impossibilitando o alinhamento no ponto de equilíbrio.

#### 4.3.1 Preços de Custo

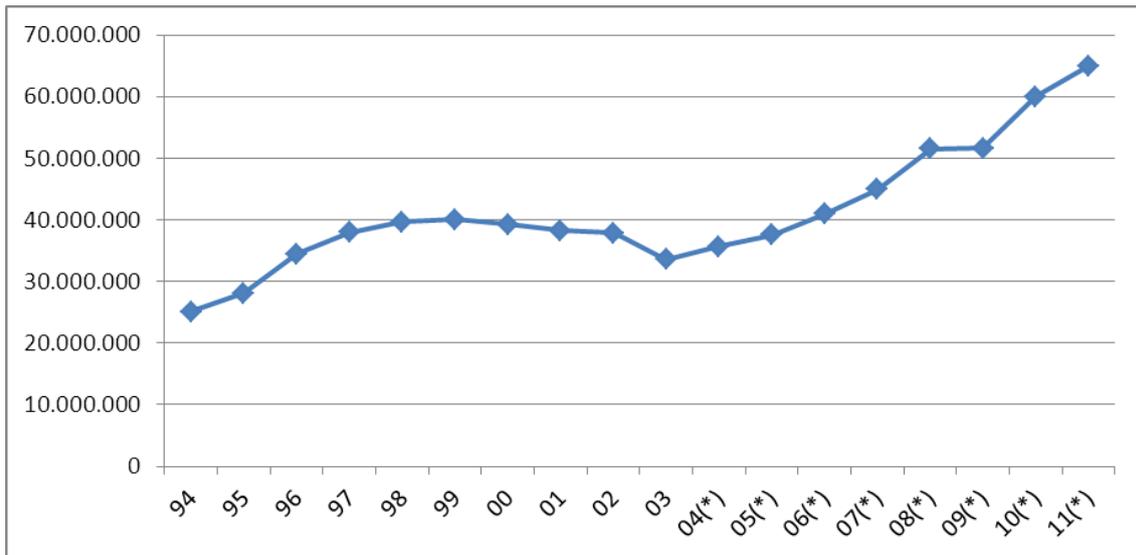
Alguns autores sugerem que o cimento é um importante termômetro da indústria da Construção Civil, uma vez que é seu principal insumo. Por isso vamos fazer uma breve análise através dos gráficos do Preço e do Consumo de Cimento.

**Ilustração 5** – Evolução do Preço do Saco do Cimento de 50kg em Reais (R\$)

FONTE: CBIC, 2012. Elaboração do autor.

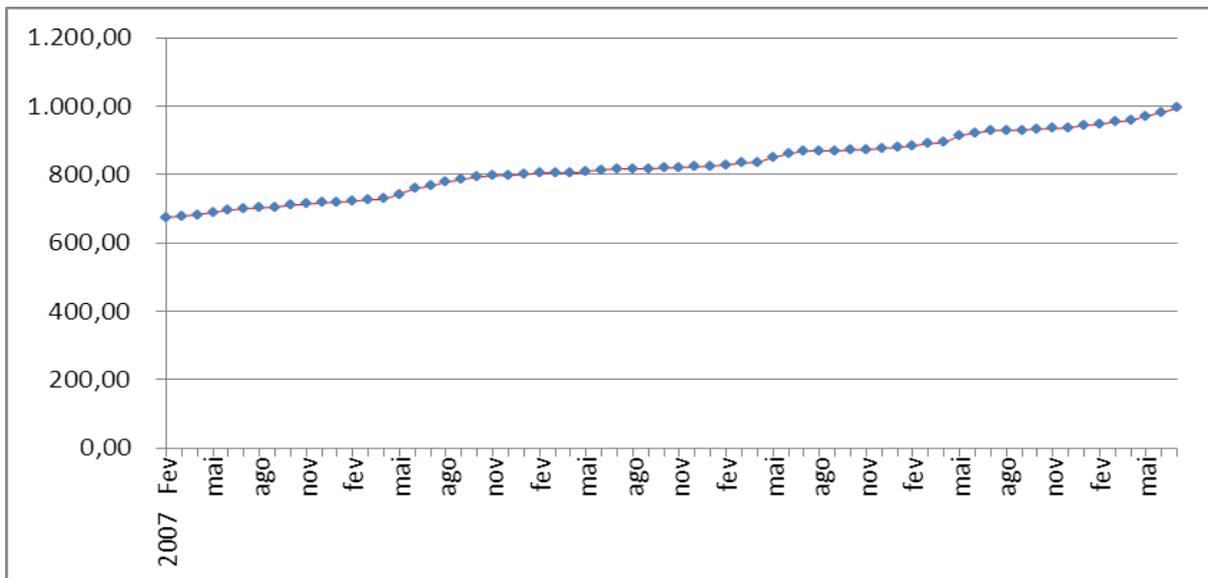
Percebemos através da análise do gráfico que o preço manteve-se praticamente estável durante toda a década de 90. A partir de 2000 seu preço começou a subir gradativamente com uma descontinuidade em 2003 com o súbito aumento. Depois deste salto, houve um processo de reestabelecimento do preço para baixo até 2008. Entre 2008 e 2009 houve novo salto descompassado seguido de uma leve queda. A partir de 2010 o preço do cimento retoma uma trajetória de crescimento constante mas não exagerada. É possível através da análise do gráfico, supor que excluindo-se algumas sazonalidades e saltos no preço, houve nos anos 90 um preço estável, e uma subida constante e gradual dos preços nos anos 2000 até o momento atual.

O consumo de cimento apresentou uma trajetória levemente diferente. Teve um crescimento constante até 1998, quando então se estabilizou. Com o salto do valor do cimento em 2003, houve uma queda no consumo do cimento. Com a readequação do preço do cimento a partir de 2004, houve um crescimento constante e vertiginoso do consumo de cimento até 2012, excetuando-se entre 2008 e 2009 que coincide com o salto do preço do bem. O gráfico apresenta uma tendência de continuidade no aumento do consumo de cimento.

**Ilustração 6 – Evolução do Consumo Anual de Cimento em Toneladas**

FONTE: CBIC, 2012. Elaboração do autor.

A análise do comportamento do cimento como principal matéria-prima da construção, nos parece acertada quando analisamos a evolução do Custo Unitário Básico da Construção Civil (CUB).

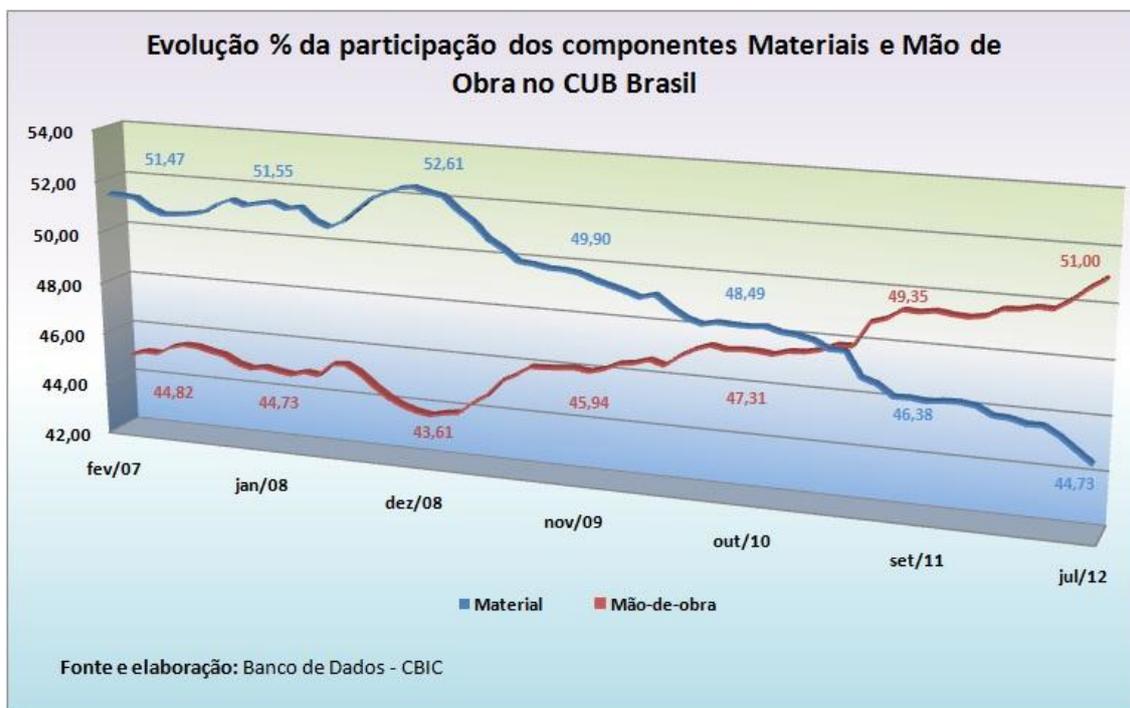
**Ilustração 7 – Evolução do Custo Unitário Básico da Construção Civil (CUB)**

FONTE: CBIC, 2012. Elaboração do autor.

A trajetória é praticamente linear e constante, o que nos permite concluir que há um crescimento sustentado dos custos da construção civil. No entanto, há uma inversão na composição dos custos da construção civil. O custo da mão-de-obra assumiu o protagonismo

e já representa mais custos do que os materiais. Isto indica um aumento da renda da população, e pode ser explicado pelo aumento da demanda por mão-de-obra e as altas taxas de ocupação da população economicamente ativa.

**Ilustração 8 – Composição dos custos na Construção Civil**



Apresentamos os gráficos relativos à produção e consumo de cimento para justificar que a inversão da relevância na composição dos custos da construção civil entre mão-de-obra e material se deve ao maior aumento relativo dos custos com mão-de-obra e não a diminuição dos valores dos materiais.

A elevação dos custos com mão-de-obra é um fator de preocupação para os empresários do setor, uma vez que este item pressiona os preços pra cima, e este se ve obrigado a repassar o aumento para o consumidor final, ou em alguns casos reduzir sua margem de lucro, o que reduz a atratividade do setor.

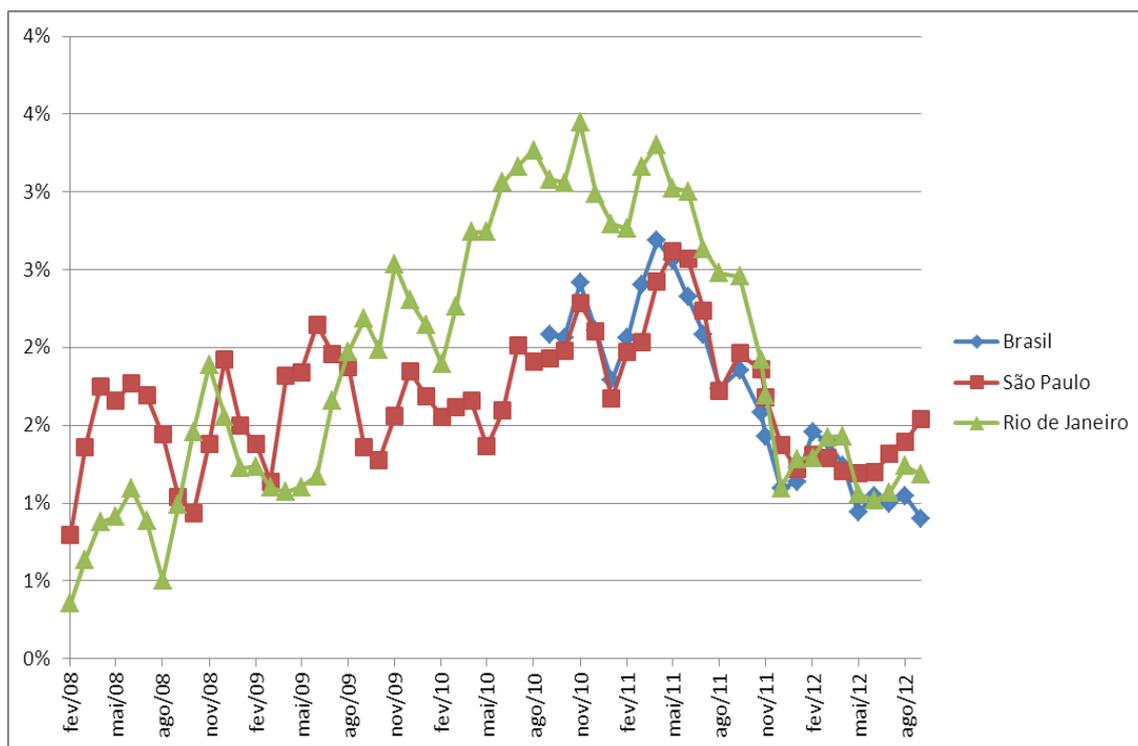
#### 4.3.2 Preços de Venda

Como o mercado habitacional brasileiro passou por profundas crises nas décadas de 80 e 90, pouca importância se dava ao setor nesta época, e poucos são os dados relativos à estas épocas. Entretanto, nos anos 2000 houve uma forte aceleração do setor, como já demonstrado neste trabalho, e o país está evoluindo na criação de índices importantes para o

setor. Recentemente a Fundação de Índices de Pesquisa Econômica lançou um índice FipeZap, que faz uma média dos valores do metro quadrado dos imóveis anunciados em cada região.

Para termos uma visão mais realista, optamos por analisar os mercados do Rio de Janeiro e São Paulo, que são dois dos principais mercados do país, e para os quais temos maior histórico de dados.

**Ilustração 9 – Evolução dos Preços de Venda**



FONTE: Índice FIPE-ZAP. Elaboração do autor.

O gráfico representa a variação percentual dos valores do metro quadrado dos imóveis. Embora a série seja curta, de aproximadamente 4 anos, podemos perceber que é bastante oscilatória. A partir de 2009 se verifica um grande salto que só vai voltar ao patamar anterior no final de 2011, onde vai se manter constante a partir daí até agosto de 2012.

Podemos perceber que em nenhum momento no gráfico houve variação negativa dos preços dos imóveis. Entretanto, convém salientar que ele é bastante oscilatório, o que nos permite supor que pode ser um mercado de informação imperfeita onde os agentes não sabem qual é o real valor de seu bem, e estão buscando conhecê-lo atuando no mercado.

#### 4.4 ESTUDO DE CASO: O MERCADO DE PORTO ALEGRE

##### 4.4.1 Estrutura do mercado

O SINDUSCON/RS realiza desde 1998 em Porto Alegre censo imobiliário através do Departamento de Economia e Estatística de forma a manter atualizadas as informações a respeito da comercialização das unidades vendidas no mercado da Capital Gaúcha.

No censo divulgado em agosto de 2012, foram identificados 333 empreendimentos de 182 empresas, num total de 8.243 unidades à venda e totalizando 761 mil m<sup>2</sup>. Estes números significam que houve um incremento de 28,15% no número de imóveis à venda de um ano para o outro. Cada empresa possui em média 1,83 empreendimentos com um total em média de 46 unidades à venda. Do total da amostra, 94,54% são imóveis residenciais. Dentro de toda amostra, 91,31% são apartamentos.

Abaixo segue tabela que representa a estrutura do mercado. Percebemos uma tendência de redução do número de empresas construtoras nos últimos 4 anos. Este fato pode se dar pelo crescente poder de mercado das maiores empresas. Outra hipótese seria a tendência ao aumento da terceirização que ocorre no setor. E esta hipótese é mais plausível, uma vez que em nível macrossetorial vemos um crescente aumento do número de empresas, numa escalada relativamente significativa.

**Ilustração 10** – Quadro da Estrutura do Mercado de Porto Alegre/RS

Ano	2009	2010	2011	2012
Nº Empreendimentos	375	342	354	333
Nº Empresas	212	195	193	182
Nº Imóveis em Oferta	6.274	5.679	6.573	8.423
Média de Empreendimentos por Empresa	1,77	1,75	1,83	1,83
Média de Imóveis por Empreendimento	16,73	16,61	18,57	25,29
Média de Imóveis por Empresa	29,59	29,12	34,06	46,28
Área total em oferta (m <sup>2</sup> )	827.833	675.435	710.205	761.279
Área média total (m <sup>2</sup> )	131,95	118,94	108,05	127,52
Área média privativa (m <sup>2</sup> )	84,35	82,83	83,83	76,25
Área Média por Empresa (m <sup>2</sup> )	3.904,87	3.463,77	3.679,82	4.182,85

Fonte: DEE/SINDUSCON-RS

A redução do número de empresas construtoras também resulta numa maior média de empreendimentos e unidades por empresa. Percebemos também maior quantidade de imóveis por empreendimento. Este fato provavelmente se deve à redução das áreas privativas

dos imóveis, de forma a manter o número de dormitórios sem elevar os preços em excesso. O aumento das áreas totais por empreendimento pode representar que as construtoras têm buscado dotar os condomínios com área de lazer, de forma a melhor atender às necessidades de seus clientes.

O mesmo Censo identifica que 83,1% das empresas possuem até dois empreendimentos. No entanto é um mercado altamente concentrado. Do total de unidades em oferta, 50 empresas concentram 85,22%, e 31 empresas concentram 45,05% do total de empreendimentos. Entre 2002 e 2008 a maioria da oferta era de apartamentos de 3 dormitórios. A partir de 2009 a maioria dos imóveis ofertados são de 2 dormitórios. Apartamentos de 2 e 3 dormitórios juntos somam 86% das ofertas de imóveis novos em Porto Alegre (SINDUSCON/RS, 2012).

Das unidades novas ofertadas, 7,88% estão concluídas, 50,30% estão em obras e 41,81% estão na planta. Esta informação nos permite mostrar a desenvoltura e credibilidade do mercado da construção civil na economia brasileira. Isto porque as empresas vendem suas unidades antes de elas ficarem prontas, e vendem quase que a totalidade do empreendimento. Sinal da confiança do mercado no setor. No entanto no ano de 2002, aproximadamente 70% dos imóveis ofertados eram em obras, e aproximadamente 30% na planta e concluídos. Em 2011 chegou próximo a 80% a quantidade de ofertas de imóveis em obras. No entanto em 2012 houve uma mudança brusca para 50% dos imóveis em obra e 40% dos imóveis na planta. Este detalhe pode representar tanto um aumento do número de lançamentos por parte das construtoras com a não compensação com aumento de demanda ou uma redução das compras de imóveis na planta por diminuição da confiança do consumidor (SINDUSCON/RS, 2012).

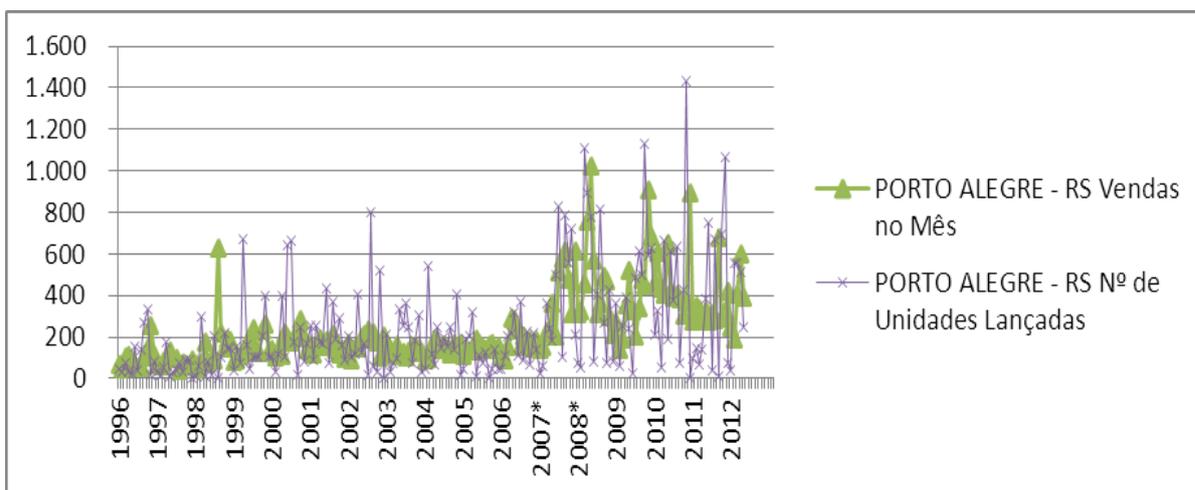
O financiamento da produção do setor provém atualmente 56% do setor financeiro e 43% de autofinanciamento. De 2002 a 2008 prevaleceu o autofinanciamento, mas a partir de 2008 o setor financeiro reassumiu o protagonismo. Nos últimos 10 anos (2002 a 2012) não houve muitas oscilações nas finalidades dos imóveis. Permanece em 94% a alocação para imóveis residenciais e 6% para imóveis comerciais, com variação de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo aproximadamente (SINDUSCON/RS, 2012).

Em 2009, 17,21% dos imóveis custavam até R\$ 117.432,90. Em 2012 apenas 6,59%. Deste valor até R\$ 169.625,30 apenas 5,17% das ofertas em 2012. Este mesmo valor representava 11,94% das ofertas dos imóveis novos no ano de 2011. Uma amostra da escalada dos preços dos imóveis populares. Como a especulação com imóvel popular é muito baixa e praticamente inexistente, esta alta dos preços deste tipo de imóvel pode ter sido acarretada

pela elevação dos custos da construção, ou pelo desinteresse das empresas construtoras pelo baixo lucro auferido. Atualmente a chamada habitação econômica (entre R\$ 169 mil e R\$ 287 mil) concentra atualmente 28,04% das ofertas. A faixa de valor de R\$ 287 mil a R\$ 430 mil representa 33,81%. Em 2012, 61,79% das unidades ofertadas continham entre 45m<sup>2</sup> e 80m<sup>2</sup>. Uma amostra da tendência à construção de imóveis compactos. Dez bairros concentram 51,68% das unidades a venda e 26,13% do total de empreendimentos. De certa forma, podemos dizer que o mercado de construção civil de Porto Alegre se concentra na produção de 2 e 3 dormitórios entre 45m<sup>2</sup> e 80m<sup>2</sup> com valores entre R\$ 169 mil e R\$ 430 mil (SINDUSCON/RS, 2012).

Para termos maior consistência na nossa análise, vamos estudar as vendas dos imóveis em Porto Alegre, para que possamos verificar se a valorização dos imóveis se dá apenas pela subida dos preços dos custos da construção civil, ou se podemos supor que os aumentos são o conjunto de fatores entre aumento dos custos e aumento da demanda.

**Ilustração 11 – Relação Oferta X Demanda em Porto Alegre/RS**



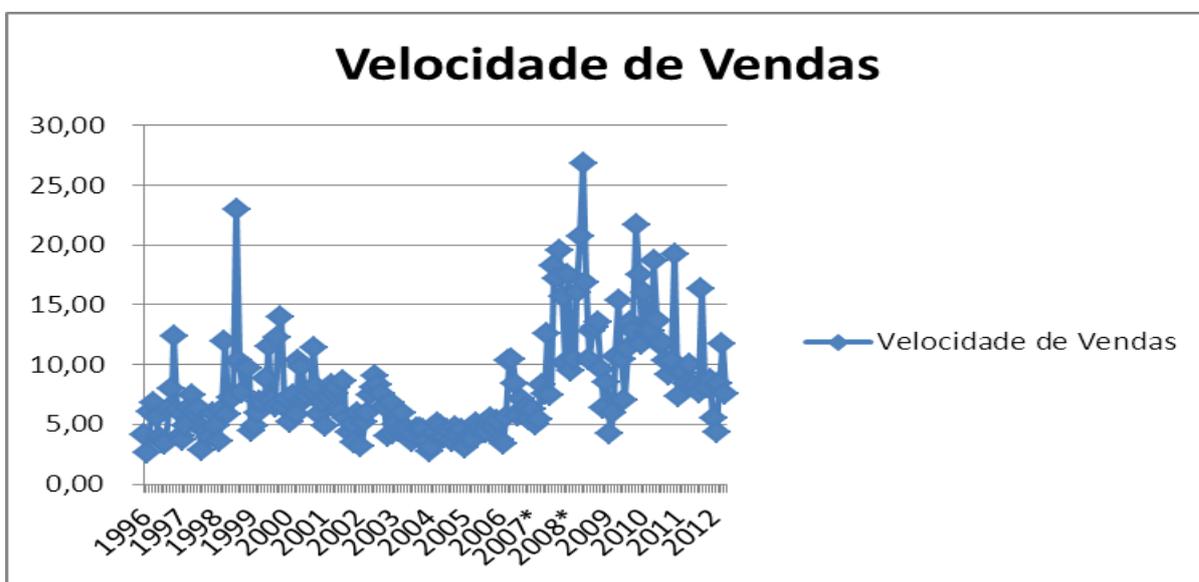
FONTE: SINDUSCON/RS, 2012. Elaboração do autor.

O gráfico acima contém os dados do número de unidades lançadas e o número de unidades vendidas. Podemos verificar que ambos atuam de forma muito próxima. Tal resultado pode se dar devido à necessidade das construtoras venderem suas unidades construídas para dar início a um novo ciclo e a novas construções. Com o aumento das vendas, ocorre um aumento do número de construções e lançamentos por parte do setor. Como há muita sazonalidade no setor, há muitas oscilações no número de vendas e de lançamentos. No entanto é nítido o aquecimento do setor, principalmente a partir de 2008. Este aquecimento coincide com o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida do

governo brasileiro, no intuito de beneficiar a população de baixa renda na aquisição de seu imóvel próprio.

Aproveitamos para analisar a velocidade de vendas dos imóveis em Porto Alegre. Este conceito representa a divisão entre o número de unidades vendidas no mês pelo total de imóveis ofertados no início do período. Com a análise do gráfico abaixo podemos perceber um período de relativa alta na velocidade das vendas na década de 1990, com pico em 1999, com queda a partir de 2003 e reaquecimento a partir de 2007. A partir de 2007 houve um forte aquecimento no setor que se mantém até o ano de 2012 e apresenta tendência de se manter aquecido, embora seja bastante oscilatório.

**Ilustração 11** – Velocidade das Vendas em Porto Alegre/RS



FONTE: SINDUSCON/RS, 2012. Elaboração do autor.

Deste modo, ao que parece, o mercado imobiliário de Porto Alegre possui uma certa tentativa de equilíbrio entre a oferta e a demanda. Segundo os dados, supomos que os empreendedores do ramo da construção civil na cidade possuem boas informações econômicas, haja visto que a demanda e a oferta apresentam oscilações semelhantes. O Programa Minha Casa Minha Vida parece ter elevado o nível de atividade econômica no setor a um novo patamar. Embora pareça que o auge do período já tenha passado, não há tendências de quedas, apenas de um crescimento menos exagerado.

#### 4.4.2 A Questão do Déficit Habitacional

Em 2009, de 17 de abril a 8 de maio, ou seja, durante 22 dias, foi realizado na cidade de Porto Alegre um cadastramento de pessoas que possuíssem renda familiar entre 0 e 3 salários mínimos e que tivessem interesse na aquisição de imóvel próprio. Neste período houve aproximadamente 54 mil cadastramentos.

Desde então o governo municipal em parceria com o governo federal através do Programa Minha Casa Minha Vida entregou 1.408 unidades habitacionais. Em Fevereiro de 2013 o governo selecionou empresas para a construção de mais 2 mil unidades.

Segundo dados do DEMHAB, de 2005 até 30 de abril de 2013, a prefeitura já entregou 5.750 unidades nos mais diversos programas, além de conceder 781 bônus moradia para famílias reassentadas. Estes números revelam 6.531 famílias beneficiadas durante 8 anos e 4 meses, equivalente a 100 meses. Isso significa que a prefeitura entrega em média 65,31 unidades habitacionais por mês.

De 2005 a abril de 2009 (data do cadastramento dos interessados) transcorreram 51 meses e desde então se passaram 49 meses. Fazendo uma aproximação o governo municipal teoricamente entregou 3.200 unidades a partir do cadastro das famílias. A dados de 2009 faltariam ainda 50.800 unidades.

Supondo uma velocidade constante de produção municipal, a prefeitura levaria 777,8 meses ou 65 anos para atender a todas as famílias que possuem renda de até 3 salários mínimos, supondo ainda que o total da população nesta faixa de renda não se altere.

Para solucionar este déficit habitacional com maior rapidez, a prefeitura precisa aumentar significativamente sua produção de residências, ou reduzir o tamanho da população (o que não parece plausível) ou aumentar a renda real das famílias para que esta faixa de população possa adquirir seus imóveis sem a necessidade de subsídios governamentais.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A inflação é um fenômeno que pode distorcer as informações utilizadas na formulação de políticas econômicas. Tal situação, aliada a uma baixa captação de dados, torna a observação exata de situações de risco muito difícil. As grandes dificuldades impostas não impedem, entretanto, que sejam feitas projeções. A elevação continuada dos preços dos imóveis no mercado brasileiro nos últimos anos gerou medo em parcela da população e apesar de muitos estudos e análises realizados, a consistência desses aumentos ainda gera dúvidas.

Observando o mercado brasileiro vimos que o período de valorização elevada dos imóveis coincide com um período de melhorias econômicas importantes ocorridas no país, com elevação dos salários reais, aumento na quantidade de anos de estudo da população, menor taxa de desemprego recorde, e principalmente com redução histórica da taxa de juros que se assemelhou aos níveis internacionais de países desenvolvidos e influencia positivamente no consumo. Um conjunto de fatores macroeconômicos favoráveis ao desenvolvimento do país.

No trabalho realizado, observamos o histórico habitacional brasileiro, de forma a tentar entender seu funcionamento. Verificamos que este é um setor que teve pouca atenção por parte dos governantes ao longo da história. Somente nos últimos anos que políticas públicas foram implementadas com maior vigor e sucesso de forma a buscar o equilíbrio do mercado e sanar a demanda de habitações da população a fim de estabelecer o estado de Bem-Estar. Ainda que entre 1965 e 1980 as políticas utilizadas tenham obtido relativo sucesso no fomento à moradia à população, estas não foram corretamente elaboradas de forma a se sustentarem eficientemente no longo prazo. Foi necessário um ambiente jurídico seguro, formas de captação e empréstimos de recursos alinhados, qualidade na avaliação dos riscos, coerência na aplicação dos recursos, estabilidade e crescimento macroeconômico, além de uma política sem rupturas para o bom funcionamento do sistema de crédito imobiliário brasileiro.

O processo de desenvolvimento econômico assistido no país promove uma alteração na estrutura da sociedade no sentido de envelhecimento da população. Se somarmos ainda o aumento do número de pessoas morando sozinhas, aumento de divórcios e recasamentos e aumento da renda, percebemos que há um crescimento nos arranjos familiares que eleva a demanda por habitação. Outro fator que provoca a elevação da demanda é o processo continuado de êxodo rural. A falta de planejamento urbano faz com que muitas residências sejam inadequadas para habitação, gerando um déficit habitacional vultoso de difícil solução.

Embora programas específicos de subsídios e baixas taxas de juros tenham auxiliado na redução, a completa solução ainda parece distante.

O setor da construção tem grande efeito multiplicador para trás como indústria e comércio de matérias-primas e para frente na comercialização de imóveis e publicidade. Os investimentos na área além de beneficiar pessoas que necessitam de moradia digna, gera emprego e renda. Por ser intensiva em mão-de-obra não necessita de especialização, o que facilita a contratação e a geração de emprego. A importância do setor é tão significativa que o PIB da construção civil varia quase que no mesmo ritmo do PIB total.

Ao analisarmos as variações dos preços, verificamos um crescimento constante dos custos de construção. Tal fator pode representar um crescimento pelo menos constante na produção imobiliária. No que tange aos preços de venda, percebemos uma aceleração no crescimento dos valores, o que pode indicar um aumento da demanda sem a respectiva contrapartida pelo lado da oferta. É natural essa dissonância uma vez que a velocidade da construção do imóvel não acompanha a velocidade do aumento da demanda, neste caso possivelmente representado pela expansão acelerada do crédito imobiliário. Além disso, com a percepção da demanda elevada, os empreendedores realizaram investimentos no setor, aumentando a oferta. Esse fator parece estar restabelecendo o equilíbrio, haja vista a redução na elevação dos preços dos imóveis. O crescimento dos valores de venda acima do crescimento dos custos e a atual desaceleração da subida de preços gerou temor no mercado. Isto não quer dizer que os preços estão caindo, apenas que a valorização dos preços de venda tem acompanhado a mesma proporção da elevação dos fundamentos.

É possível que o temor de uma Bolha Imobiliária no Brasil tenha sido cogitada principalmente pela ocorrência da crise do *subprime* nos Estados Unidos, onde a partir de 2008 ocorreu uma acentuada queda nos preços dos imóveis. A questão que surge é que a crise norte americana ocorreu no setor de crédito. Os créditos concedidos a tomadores sem capacidade de pagamento, a securitização destes empréstimos e o repasse a outras instituições, gerou uma situação insolúvel e disseminada no mercado financeiro. O capital inserido na economia norte americana permitiu a realização de posições especulativas e incentivou o consumo de forma irresponsável distorcendo as informações de oferta e demanda. Isso promoveu uma supervalorização dos imóveis seguida pela brusca queda dos valores após a inadimplência continuada dos tomadores de empréstimo. Mas a questão a ser levantada é que a crise ocorreu no setor de crédito e a partir de então afetou o setor imobiliário.

No Brasil, o sistema de crédito evoluiu e é muito mais restrito do que nos Estados Unidos. Embora tenha apresentado crescimento econômico robusto nos últimos anos, o país ainda carece de capitais. Então como poderíamos afirmar que o país apresenta posição especulativa em imóveis, distorcendo seus reais valores, se os recursos financeiros são escassos e a demanda e o déficit habitacional parecem ser um problema de solução longínqua?

Analisando estudos de renomadas instituições, percebemos que não há consenso. É possível que o país esteja atuando em uma situação favorável e ao mesmo tempo delicada. Ou seja, estamos vivendo um momento de crédito expansivo que permite sustentar o patamar atingido pelo mercado imobiliário. Contudo, deslizos macroeconômicos como a aceleração inflacionária ou elevação das taxas de juros poderiam corroer o poder de compra da população. Isso poderia comprometer o bom funcionamento do sistema, levando a uma ruptura na continuidade, o que poderia gerar uma crise e um “estouro” da bolha com queda acentuada do nível de preços dos imóveis.

Sob outra ótica, podemos afirmar que “preços não fazem bolhas” (LIMA JUNIOR, 2011, p.12), ou seja, seja qual for o preço de um bem, não há razões para acreditar que poderia “estourar” uma bolha simplesmente pelo fato deste preço ser muito elevado. A elevação de preços sugere que o mercado aceita como valor o preço aplicado. Não haveria possibilidade de bolha, especialmente pelo fato de que o investidor no Brasil adquire imóveis através de recursos próprios e não através de alavancagem como ocorrido no mercado dos Estados Unidos.

Para a Fundação Getúlio Vargas, haveria a necessidade de um descolamento entre os fundamentos e os preços de venda grande o suficiente para que a readequação dos valores a níveis aceitáveis fosse impossível sem uma ruptura para que houvesse bolha. Ou seja, haveria a necessidade da criação de um valor sem lastro. Através de teste econométrico de avaliação de ativos, o estudo afirma que a possibilidade de bolha não é descartada, mas que é muito pouco provável.

A análise do mercado de Porto Alegre sugere que a evolução dos preços acompanha o aumento da demanda por imóveis, numa tentativa constante de se aproximar do ponto de equilíbrio. O estudo indica que esse equilíbrio parece estar mais próximo, uma vez que as elevações de preços apresentam uma tendência a um crescimento moderado, menos exagerado do que o vivenciado entre os anos de 2008 a 2012. Uma crise no setor imobiliário de Porto Alegre não apresenta evidências, levando em consideração que o déficit habitacional é muito grande e não apresenta perspectivas de solução no curto prazo.

Sendo assim, o estudo nos permite concluir que a elevação dos preços dos imóveis no Brasil se deu devido à correção de distorções de tempos passados onde as políticas habitacionais e creditícias eram ineficientes e não devido a posições especulativas em imóveis praticadas por investidores. É possível que alguns empreendedores dimensionem equivocadamente o mercado e cometam erros provocando um excesso de oferta em alguns mercados específicos, em situações pontuais, que possam ocasionar uma redução de preço de alguns imóveis de forma a obter um novo reequilíbrio. Mas é provável que esta situação seja uma exceção e não a regra.

É claro que a inflação sob todos seus aspectos não é um fenômeno agradável nem desejável, mas a elevação dos preços dos imóveis no Brasil pode ter sido um processo corretivo e duradouro. Como tantos outros, o problema de moradia no país é uma questão de política pública. Faz-se necessário a formulação de diretrizes que permitam prover toda a população com moradia digna e de qualidade sem que isso crie distorções no mercado. A deflação dos imóveis é pouco provável, contudo se faz necessário um monitoramento constante dos índices de preços do setor e da oferta creditícia, sem esquecer fatores como taxa de juros e renda da população de forma a monitorar a saúde do sistema habitacional brasileiro.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Isaura Florisa Gottschall de. **Desigualdades e políticas públicas de habitação no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Curso de Economia, Departamento de Economia, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2011.
- BORÇA, Junior; TORRES, Ernani Texeira. Analisando a crise subprime. **Revista do BNDES**, v. 15, n. 30, p. 129-159, 2008.
- BOTEGA, Leonardo da Rocha. A política habitacional no Brasil (1930-1990). REVELA. **Periódico de divulgação científica da FALS**. v. 1, n. 2, mar. 2008. Disponível em: <<http://www.fals.com.br/revela11/politicahabitacional.pdf>>. Acesso em: 16 maio 2013.
- BRASIL. Ministério das Cidades. **Plano nacional de habitação**. Brasília, 2009.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **A economia brasileira**. Brasília, 2011.
- BRASILa. Caixa Econômica Federal. **Cartilha completa minha casa minha vida**. Brasília, 2012.
- BRASILb. Caixa Econômica Federal. **Demanda habitacional no Brasil**. Brasília, 2012.
- BRASILc. Ministério da Fazenda. **Economia brasileira em perspectiva**. Brasília, 2012.
- BRASILa. Banco Central do Brasil. **Relatório de estabilidade financeira**. Brasília, 2013.
- BRASILb. Banco Central do Brasil. **Relatório de inflação**. Brasília, 2013.
- CBIC. **Banco de dados CBIC**, 2012. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br>> Acesso em: 10 abr. 2013.
- DEM HAB. **Prefeitura Municipal de Porto Alegre**. Disponível em [http://www2.portoalegre.rs.gov.br/demhab/default.php?p\\_secao=129](http://www2.portoalegre.rs.gov.br/demhab/default.php?p_secao=129) Acesso em: 10 de Abril 2013.
- DO CARMO, Edgar Candido. **A política habitacional no Brasil pós plano Real (1995-2002): diretrizes, princípios, produção e financiamento: uma análise centrada na atuação da Caixa Econômica Federal**, 2006.
- FGV PROJETOS. **O crédito imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2007.
- FGV/CBIC. **Macrossetor da construção Belo Horizonte**: Banco de Dados CBIC, Maio de 2001. Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/files/textos/037.pdf>> Acesso em: 10 abr. 2012.
- FIGUEIREDO, Carlos. **Epanha: A banca espanhola e o boom imobiliário**, 2004.
- GABARDO, Paulo Félix. **Crise econômica: interpretações marxistas**, 2006.

IBGE. **Síntese de indicadores sociais**: uma análise das condições de vida da população brasileira 2009. Rio de Janeiro, 2009.

LEMOS, Breno; BITTENCOURT, Maurício. A crise imobiliária norte-americana: origem, perspectivas e impactos. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 3, n. 3, 2007.

LIMA JÚNIOR, J. R. **Alerta de bolha**. São Paulo: USP, 2011. (Carta do NRE-POLI n. 25-11). Disponível em: <<http://www.realestate.br/images/File/NewsLetter/CartaNRE25-3-11.pdf>>. Acesso em: 19 maio 2013.

LOPEZ, Isidro; RODRIGUEZ, Emmanuel; RUGITSKY, Fernando. O modelo espanhol. **Novos estud.** - CEBRAP, São Paulo, n. 92, mar. 2012. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-33002012000100006&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002012000100006&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 20 maio 2013.

MEDEIROS, Sara Raquel Fernandes Queiroz. **BNH**: outras perspectivas, 2011. Disponível em: <<http://www.cchla.ufrn.br>>. Acesso em: 15 mar. 2013.

MENDONÇA, Mário Jorge; SACHSIDA, Adolfo. **Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro?** Brasília, ago. 2012. Disponível em: <[https://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1762.pdf](https://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_1762.pdf)>. Acesso em: 07 mar. 2013.

MUNDO SINDICAL. **Infraestrutura já cria mais empregos do que construção civil**, 2012. São Paulo, 10 set. 2009. Disponível em: <<http://www.mundosindical.com.br/sindicalismo/noticias/noticia.asp?id=10213>>. Acesso em: 16 maio 2013.

PASSARELLI, Hugo. **Financiamento habitacional sobe 339,5% em 4 anos e encosta no crédito pessoal**. São Paulo, 25 jan. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral%2cfinanciamento-habitacional-sobe-3395-em-4-anos-e-encosta-no-credito-pessoal%2c141882%2c0.htm>>. Acesso em: 16 maio 2013.

SANTOS, Angela; DUARTE, Sandro. **Política habitacional no Brasil**: Uma nova abordagem para um velho problema. In: Octavio Augusto Fontes Tourinho; Léo da Rocha Ferreira; Luiz Fernando de Paula. (Org.). Os desafios atuais para a economia brasileira. Rio de Janeiro: EDUERJ, 2010, pp. 231-256.

SANTOS, Claudio Hamilton M. **Políticas federais de habitação no Brasil**: 1964/1998. IPEA: 1999. Texto para discussão nº 654.

SEMPLE, Philip Alexander; MARÇAL, Emerson Fernandes. **Bolha no mercado imobiliário em São Paulo?** Evidência baseada em testes econométricos, out. 2012. Disponível em: <[http://cemap.fgv.br/sites/cemap.fgv.br/files/file/Carta\\_CEMAP\\_XII\(1\).pdf](http://cemap.fgv.br/sites/cemap.fgv.br/files/file/Carta_CEMAP_XII(1).pdf)>. Acesso em: 16 maio 2013.

SINDUSCON/RS. **Censo do mercado imobiliário de Porto Alegre**, 2011. Porto Alegre: SINDUSCON/RS, 2012.

ZAP IMÓVEIS. **Índice FIPE ZAP Imóveis.** São Paulo. Disponível em:  
<<http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap/default.aspx>>. Acesso em: 16 maio 2013.