

Grandes Eventos, Políticas Sociais e Fontes de Financiamento Existiriam Elementos Suficientes para Sustentar uma Bolha Imobiliária?

Maria Beatriz de Albuquerque David¹

INTRODUÇÃO; SITUAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE IMÓVEIS,
INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO E VALORIZAÇÃO
IMOBILIÁRIA; VALORIZAÇÃO IMOBILIÁRIA; DESACELERAÇÃO;
CONCLUSÃO; REFERÊNCIAS

Resumo:

O aumento dos preços dos imóveis no país, especialmente no Rio de Janeiro tem suscitado uma série de reflexões e comentários no sentido de que poderíamos estar frente a uma bolha imobiliária semelhante às ocorridas em outros países. A última destas bolhas esteve inclusive na origem da crise financeira de 2007/2008, o que tornar a possível ameaça mais assustadora. O objetivo deste artigo é discutir uma serie de fatores que tem colaborado para a valorização imobiliária e explorar se existe um risco sistêmico de ocorrer uma especulação que resulte em uma deteriorização dos preços no médio e longo prazo.

Palavras-chave: O aumento dos preços dos imóveis e valorização imobiliária.

Abstract:

The increase in property prices in the country, especially in Rio de Janeiro has sparked a series of reflections and comments to the effect that we could be facing a housing bubble similar to those occurring in other countries. The last of these bubbles was even the source of the financial crisis of 2007/2008, which can make the scariest threat. The purpose of this article is to discuss a number of factors that have contributed to the real estate valuation and explore whether there is a risk of a systemic-term speculation that results in a deterioration of prices in the medium and long-occur.

Keywords: The increase in real estate prices and real estate values.

¹ Professora Associada da UERJ

INTRODUÇÃO

O aumento dos preços dos imóveis no país, especialmente no Rio de Janeiro tem suscitado uma série de reflexões e comentários no sentido de que poderíamos estar frente a uma bolha imobiliária semelhante às ocorridas em outros países. A última destas bolhas esteve inclusive na origem da crise financeira de 2007/2008, o que tornar a possível ameaça mais assustadora.

A passagem recente do premio Nobel de economia pelo Rio de Janeiro reascendeu este debate. Robert Shiller alertou para a possibilidade da formação de uma bolha. “O que aconteceu de tão dramático para os preços subirem assim, nos últimos cinco anos? A inflação não foi muito menor? Os preços caíram 25% em Los Angeles e Nova York no mesmo período. E por que os preços no Brasil foram para cima ininterruptamente?”, disse ele, segundo o portal brasileiro [Infomoney](#). “Eu não posso cravar que exista uma bolha no Brasil porque não conheço a fundo as características do mercado local. Mas comparando os dados brasileiros com os de outros países, posso dizer que a alta sugere cautela”, alertou Shiller. Considerado um dos gurus da bolha imobiliária dos EUA, lembrou que os preços dos imóveis no Japão tiveram o mesmo movimento na década de 1980 e depois, no início dos 1990, começaram a cair sem parar e perderam dois terços do valor até agora.

O objetivo deste artigo é discutir uma serie de fatores que tem colaborado para a valorização imobiliária e explorar se existe um risco sistêmico de ocorrer uma especulação que resulte em uma deteriorização dos preços no médio e longo prazo.

1 SITUAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE IMÓVEIS, INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO E VALORIZAÇÃO IMOBILIÁRIA.

Ao contrário da maior parte das economias onde ocorreram bolhas imobiliárias o sistema financeiro no país não é um sistema tradicional de intermediação. Primeiro pelo papel dos títulos de governo, da herança inflacionária e da estrutura de distribuição da riqueza que elevam o custo do dinheiro e fizeram com que o acesso ao sistema fosse durante muito tempo restrito. As operações de crédito pessoal se concentravam no varejo e para bens de consumo. As facilidades de acesso ao crédito são relativamente recentes e se expandiram com a necessidade do sistema bancário de compensar a renda perdida com a estabilização e com o aumento da renda de parte da camada mais pobre da população, em função dos aumentos reais do

salário mínimo e das políticas sociais. Houve uma busca de novos tomadores via democratização dos cartões de créditos e do crescimento dos empréstimos acelerado pelas medidas de expansão do crédito, via bancos públicos como parte da política para estimular o consumo após 2008. Segundo o FMI, isto resultou em um aumento de quase 100% no crédito privado desde 2007. Hoje o nível de endividamento das famílias está em padrões comparáveis ao das economias dos países mais avançados. Mesmo assim na relação entre endividamento e tipo de crédito tomado, o imobiliário responde por pouco mais de 20%. No Brasil a proporção do crédito imobiliário sobre o Produto Interno Bruto (PIB) chegava a apenas 7,9% em agosto de 2013 e em 2012, era de 6,8%. Para efeito de comparação, os EUA em 2011 registraram uma proporção de 76,1% do PIB, e o Reino Unido mais de 80% do PIB, no mesmo ano. Cerca de 74% dos financiamentos imobiliários no Brasil são para aquisição do primeiro imóvel. Atualmente, as principais fontes de recursos do crédito imobiliário são constituídas pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH), o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e a Carteira Hipotecária (CH). O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), ambos compõem o SFH. A partir da criação do SFI, em 1997, foram introduzidos no mercado novos instrumentos financeiros, especialmente para operações de crédito imobiliário. Esses instrumentos estão classificados em três categorias: Renda Fixa, Renda Variável e Securitização.

Com relação aos instrumentos de renda fixa, de acordo com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), o volume de depósitos das Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) aumentou mais de 11 vezes entre 2005 e 2010. As emissões primárias de debêntures de empresas do setor imobiliário, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), formaram um montante R\$ 5,5 bilhões, só em 2010. Por outro lado, as Letras Hipotecárias (LHs) vêm apresentando papel decrescente no setor privado devido à dificuldade e burocracia da execução de hipotecas no Brasil e ao surgimento títulos com garantias de execução mais dinâmicas, tendo seu volume de depósitos caído pela metade entre 2005 e 2010. Já as operações de renda variável, ambas apresentaram crescimento nos últimos anos. Só em 2010, as emissões primárias de ações de empresas do setor imobiliário, registradas na CVM, totalizaram quase 406 milhões e o mercado de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) apresentou seu melhor desempenho, com um montante de captação de mais de R\$ 4 bilhões.

Em 1997, entrou em vigor a alienação fiduciária para imóveis - os bancos podem tomar o imóvel que está sendo financiado, caso o comprador não pague algumas parcelas. Além disso, só são concedidos empréstimos a quem comprovar que a prestação não comprometerá mais que 30% da sua renda. No entanto, para alguns segmentos a expansão acelerada do mercado imobiliário alimentou um quadro de desordem na formação de preços. O aumento da concessão de crédito, com a estabilidade monetária, coincidiu com os programas de habitação do governo, como o Minha casa Minha Vida, voltados às famílias com menores níveis de renda e aos beneficiários dos programas sociais. Os preços dos insumos de construção civil subiram ao mesmo tempo que o custo dos terrenos e, o aluguel social gerou um piso tornando os aluguéis em comunidades praticamente o dobro do observado há dois anos. Neste segmento e até o teto dos empréstimos garantido pelo FGTs de cerca de 800.000 reais podem existir os elementos para desencadear a valorização insustentável que repercutiria e se propagaria para todo o setor. Eles que poderiam ser a gênese da bolha e se resumiriam na existência de financiamento fácil, na deteriorização da renda ou no endividamento excessivo dos tomadores e na desvalorização do espaço urbano onde os imóveis estariam localizados, por exemplo, por problemas de segurança ou de degradação.

2 VALORIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

Os valores de venda dos imóveis subiram 230% no Rio de Janeiro desde 2008 a 2013, segundo o índice [FipeZAP](#), que monitora os preços de venda e aluguel anunciados. Em São Paulo o aumento foi de 188% no mesmo período de comparação, que vai até outubro de 2013. O preço médio dos imóveis anunciados na internet no Rio de Janeiro subiram 191% entre janeiro de 2008 e novembro de 2012, ou seja, quase triplicaram em menos de cinco anos. A maior alta foi nos apartamentos de **um quarto**, que subiram 210%. O aumento médio mensal dos imóveis nas sete regiões pesquisadas foi de 0,9%, um pouco mais forte que a média de 0,8% ocorrida em outubro. As maiores altas no mês de novembro ocorreram em São Paulo e Salvador, de 1,2%, e a maior queda foi em Fortaleza, de 1%. No acumulado em doze meses, o aumento médio nas sete regiões foi de 13,8%, contra 14,4% em outubro. No Rio de Janeiro a alta acumulada em 12 meses foi de 15,1% e, em São Paulo, de 16,4%. Os Preços dos Imóveis no Rio sobem 13% em 2012, 16% em 12 meses e 123% em três anos. Os Aluguéis subiram 9%, 13% e 72% respectivamente. Um apartamento nessas cidades pode chegar a custar até 60%

mais caro que em Miami, de acordo com levantamento da imobiliária [Elite International Realty](#) realizado em setembro. Para Robert Schiller (Prêmio Nobel de Economia 2013), Nouriel Roubini (que previu a crise da sub-prime em 2007/08) e grande parte dos economistas a política macro econômica prudencial e o sistema regulatório tem se mostrado pouco eficientes para regular o direito de propriedade e o sonho da casa própria.

A cidade do Rio de Janeiro fica em segundo lugar no aumento de preços em 2013, superada somente pela recuperação dos preços observada nos Estados Unidos. Um levantamento de preços realizado pelo Deutsche Bank mostra que o Rio de Janeiro é o terceiro local mais caro do mundo para se alugar um escritório em áreas comerciais. O mercado imobiliário brasileiro cresceu nos últimos anos, assim como o valor do metro quadrado. Utilizando Nova York como cidade-base, no Rio é 153% mais caro que o aluguel na cidade americana, sendo que o preço do aluguel líquido no Rio de Janeiro é de US\$ 90,40, contra US\$ 35,80 em NY. Em primeiro lugar ficou Hong Kong, com 366% a mais que a cidade-base, enquanto em segundo, ficou Tóquio (196%). Outra cidade brasileira citada na pesquisa foi São Paulo, onde foi registrado que o preço do aluguel de escritórios é 77% mais caro que em Nova York. Em relação a 2012, o aluguel na cidade carioca era de US\$ 78,98 contra US\$ 35,72 em Nova York; a diferença entre os dois valores era de 121%. O fenômeno de valorização está ocorrendo tanto nos imóveis residenciais como nos comerciais.

No país em seu conjunto o fôlego da valorização, porém, segue o ritmo da economia e os negócios e mostra que estão em franca desaceleração. Da liderança nos cinco anos, o Brasil cai para o décimo lugar em valorização no acumulado em dois anos e está em um modesto 22.º lugar no último semestre.

Como foi ressaltado anteriormente em 2008, o mundo mergulhou na maior crise econômica em décadas e o setor imobiliário dos Estados Unidos estava na raiz do problema. O diagnóstico fez com que medidas coordenadas fossem tomadas ao redor do mundo.

Uma delas foi o início de um inédito levantamento global sobre preços do mercado imobiliário residencial. O levantamento é feito em mais de 50 países e coordenado pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), instituição que funciona como o banco central dos bancos centrais.

No Brasil, o levantamento ficou a cargo do Banco Central e começou a ser divulgado em abril do ano passado. É esse estudo que mostra que o valor médio dos imóveis mais que dobrou em cinco anos até o terceiro trimestre de 2013.

A valorização brasileira superou mercados aquecidos, como o de Hong Kong - cujo metro quadrado ficou 101,4% mais caro em cinco anos - e foi praticamente o dobro da observada em Kuala Lumpur, na Malásia (62,5%), e em Cingapura (61,6%). Dependendo do país, a pesquisa do BIS usa dados do mercado nacional, como no Brasil, ou de algumas cidades, como na China.

Um grande problema para a comparação entre mercados imobiliários do mundo costumava ser a falta de padronização dos índices locais de preço. Para resolver o problema, o BIS aceita duas referências: valor do metro quadrado e valor de cada negócio.

Para o Brasil, é usada a segunda opção. O Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados é calculado mensalmente pelo Banco Central conforme o valor de avaliação de cada imóvel financiado pelos bancos. São consideradas 11 regiões metropolitanas, entre elas Belo Horizonte, Brasília, Porto Alegre, Recife, Rio, Salvador e São Paulo.

3 DESACELERAÇÃO

Nos últimos cinco anos, nenhum lugar do mundo viveu valorização imobiliária tão grande como a ocorrida no Brasil. A comparação entre 54 países realizada por bancos centrais de todo o mundo mostra que o preço médio dos imóveis brasileiros subiu 121,6% no período pós-crise de 2008. O fôlego do mercado, porém, diminuiu. A forte alta ocorreu especialmente entre 2008 e o início de 2011, quando a valorização anual dos imóveis permaneceu sistematicamente acima de 20%. Nos trimestres seguintes, o ritmo desacelerou para perto de 15% e a subida reduziu ainda mais o passo para o patamar dos 9% no ano passado.

O fenômeno fica ainda mais explícito no horizonte de curto prazo. Nos últimos 12 meses, a alta de preços no Brasil foi de 7,1%, o 16.º maior resultado da pesquisa do BIS. Em seis meses, a valorização foi de 4,6%, a 22.ª maior alta do mundo.

"O mercado brasileiro passa por um período de ajuste alinhado com o menor crescimento da economia. Essa desaceleração pode ser considerada positiva porque eleva a sustentabilidade do setor", diz Liam Bailey, chefe da área de pesquisa internacional da maior imobiliária independente do mundo, a britânica Knight Frank.

Apesar da avaliação positiva, Bailey reconhece que, após certa euforia, atualmente há opções mais atrativas que o Brasil para investir em emergentes, como Dubai ou a Turquia. "Mas ainda há bons negócios no Brasil, especialmente em áreas com melhor infraestrutura de São Paulo e Rio de Janeiro", diz Bailey. O executivo comenta que poucos europeus consultam a Knight Frank sobre oportunidades no Brasil.

"Mesmo com o crescimento recente, o País ainda é um mercado majoritariamente para investidores locais."

Existe uma grande dificuldade em estabelecer uma uniformidade de preço por metro quadrado, uma vez que os bens são bens diferenciados, não existindo um padrão claro de homogeneidade como ocorre nos principais mercados imobiliários das grandes cidades. Normalmente existem bairros com imóveis de aproximadamente o mesmo tempo de construção e um determinado padrão de renovação. No Brasil e especialmente no Rio, as áreas da cidade vão se degradando sem uma política urbana de recuperação e revitalização por parte do poder público e não predomina a cultura da conservação e do investimento, inclusive porque os proprietários envelhecem e perdem renda. Existe uma clara preferência pelos imóveis recentes, mesmo que signifique áreas menores, construção de qualidade discutível e distante dos locais de trabalho exigindo investimentos crescentes em infraestrutura. Só recentemente se estabelecerá padrões de construção para prevenir ruído, privacidade e etc. A cultura da preservação esta claramente ausente, tanto na estratégia pública como na individual. A teoria de localização, acesso, infraestrutura serve com indicativo, mas a diferenciação do produto pesa consideravelmente no preço final.

Portanto, existe uma demanda reprimida por imóveis e um mercado de aluguel que não tem acompanhado o valor imobiliário, principalmente por questão de capacidade de pagamento, ou seja, nível de renda. Os desafios do ponto de vista da ampliação da oferta são a disponibilidade de terrenos, a revitalização dos centros nas grandes cidades e o aumento da oferta de infraestrutura nos bairros mais afastados, os custos da legislação urbana e ambiental (licenças, impacto de vizinhança, compensações). A escolha das transações realizadas em vez do preço do metro quadrado pelo BIS confirma os argumentados apresentados acima.

Parte da valorização ocorrida em alguns bairros da cidade do Rio de Janeiro é resultado da retomada de preços os imóveis que haviam caído drasticamente, por estarem localizados em áreas críticas do ponto de vista de segurança. Com a implantação das UPPS houve uma recuperação no valor destes imóveis.

No Rio de Janeiro, o impacto dos grandes eventos sobre o preço dos imóveis parece que vai ser relativamente restrito, uma vez que a expansão da infraestrutura não tem acompanhado a concentração populacional e a oferta de trabalho. A primeira esta no zona norte, subúrbio e baixada, a segunda no

centro e na zona sul e a infraestrutura para os eventos concentrada na região oeste. Por tanto, seu impacto sobre a vida da cidade, ao contrário da experiência de Barcelona será limitado. A demanda também se concentra em hospedagem de curto prazo, tendo maior influência sobre a infraestrutura de hotelaria e no surgimento de circuitos alternativos, que normalmente não significam investimentos novos e sim adaptação de infraestrutura existente. Outra explicação para o aumento dos preços de imóveis no Rio poderia ser a perspectiva de novas atividades ligadas à exploração de petróleo e gás, que impactaria os imóveis comerciais e os residenciais, com a chegada de empresas e de trabalhadores inclusive estrangeiros ligados a estas atividades.

CONCLUSÃO

O mercado imobiliário nas grandes capitais continua influenciado por pressões de demanda, que não aparecem mais claramente, dadas à escassez de financiamento e as limitações impostas pelo nível de renda da população. Ao contrário dos países que passaram por crises relacionadas às bolhas imobiliárias, o Brasil não apresenta as mesmas condições de alavancagem e de financiamento para a aquisição de imóveis.

As novas fontes de financiamento ligadas aos Programas Minha Casa Minha Vida, ao aumento do teto de financiamento do Fundo de Garantia e a oferta de crédito nos últimos anos pode, no entanto, reverter este quadro e levar a que este segmento de mercado esteja sujeito a uma valorização que contenha os elementos relacionados às crises de bolha. Isto se concretizará se houver um aumento do nível de endividamento dos tomadores destes créditos, uma deteriorização no seu nível de renda ou uma desvalorização patrimonial, por problemas relacionados à segurança ou a degradação das áreas onde se localizam estes imóveis. O impacto sobre o mercado pode se generalizar e ser o germe de uma crise de confiança que afugentará os investimentos no setor, que em momentos de aceleração inflacionária e baixo retorno das aplicações financeiras, apesar de apresentar menor liquidez dá maior segurança.

REFERÊNCIAS

ABRAMO, P.; FARIA, T. C. Mobilidade residencial na cidade do Rio de Janeiro; considerações sobre os setores formal e informal do mercado

imobiliário. In: ENCONTRO NACIONAL DE ESTUDOS POPULACIONAIS DA ABEP, 11. **Anais**. ABEP, Caxambu, 1998. 20 p.

ANGELO, C. F.; Fávero, L. P. L.; LUPPE, M. R. Modelos de preços hedônicos para a avaliação de imóveis comerciais no município de São Paulo. **Revista de Economia e Administração**, v. 3, n. 2, p. 97-110, 2004. [[Links](#)]

BAJARI, P.; KAHN M. E. **Estimating housing demand with an application to explaining racial segregation in cities**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2003. (Working Paper 9891)

BROWN J. N.; ROSEN, H. S. On the estimation of structural hedonic price models. **Econometrica**, v. 50, n. 3, p. 765-768, 1982. [[Links](#)]

CARVALHO JR., F. J. L.; LEMME, C. F. O impacto da violência criminal urbana sobre o preço dos imóveis residenciais na região da Tijuca, cidade do Rio de Janeiro: um estudo exploratório. **Cadernos de Administração Rural (ESal)**, FGV/EBAPE, Rio de Janeiro, v. 3, n. 3, p. 1-15, 2005.

DIPASQUALE, D.; WHEATON, W. C. Housing dynamics and the futures of housing prices. **Journal of Urban Economics**, v. 35, p. 1-27, 1994. [[Links](#)]

EKELAND, I.; HECKMAN, J.; NESHEIM, L. Identifying hedonic models. **The American Economic Review**, v. 92, n. 2, p. 304-309, 2002. [[Links](#)]

FARBER, S.; PÁEZ, A.; LONG, F. **Spatial effects in hedonic price estimation: a case study in the city of Toronto**: McMaster University, 2007. (Working Paper Series 20). [[Links](#)]

FÁVERO, L. P. L. **Modelos de preços hedônicos aplicados a imóveis residenciais em lançamento no município de São Paulo**. Dissertação (Mestrado) - USP, São Paulo, 2003. 65 p.

FERREIRA NETO, E. **Estimação do preço hedônico: uma aplicação para o mercado imobiliário da cidade do Rio de Janeiro**. Dissertação (Mestrado) - FGV, Rio de Janeiro, 2002. 48 p.

FERREIRA, F. T. **Os fatores determinantes do boom do mercado imobiliário residencial do Rio de Janeiro entre 2005 e 2010**, Dissertação de Mestrado, UERJ, Rio de Janeiro, 2012.

ROSEN, S. Hedonic prices and implicit markets: product differentiations in pure competition. **Journal of Political Economy**, v. 82, p. 34-55, 1974. [[Links](#)]

ROSIERS, D. F.; THÉRIAULT, M. Rental amenities and the stability of hedonic prices: a comparative analysis of five market segments. **The Journal of Real Estate Research**, v. 12, n. 1, p. 17-36, 1996.

SMITH, L. A note on the price adjustment mechanism for rental housing. **The American Economic Review**. v. 64, n. 3, p. 478-498, 1974. [[Links](#)]