



Estudo sobre a existência ou não de “bolha” no mercado imobiliário brasileiro

ABECIP

12 de julho de 2010

Introdução

O presente parecer tem por objetivo avaliar a existência de “bolha” no mercado de crédito imobiliário no Brasil. Tal possibilidade tem sido aventada nos últimos meses em virtude das diversas notícias divulgadas pela imprensa que sugerem aumentos significativos de preços no mercado imobiliário, normalmente concentrada na Região Metropolitana de São Paulo. Em que pese a apreensão que tais aumentos possam causar, existem poucas evidências que esse incremento recente indique uma pressão de preços acima do que poderia ser considerado normal e que permaneça de forma sustentada. Essa é a tese principal deste parecer, que busca analisar de forma qualitativa e quantitativa a possibilidade de existência de bolha em nossa economia.

Vale dizer aqui que mesmo com todo o aparato metodológico existente na economia hoje, ainda assim é extremamente difícil prever qualquer tipo de bolha e ter certeza de que alguma esteja a caminho. A academia ainda se divide na interpretação dos dados sobre bolhas e mesmo no tipo de modelagem para identificá-las. Basta lembrar que a mais recente bolha imobiliária nos EUA foi apontada por apenas alguns analistas e diversos economistas de respeito não conseguiram identificar um descolamento dos preços de imóveis de seus fundamentos.

Outros exemplos de bolhas mais comuns no mercado acionário foram ignoradas ainda mais, como a bolha das empresas de tecnologia nos EUA no final da década de 90.

Se ainda há incerteza sobre como identificar esses movimentos exagerados em mercados com excesso de informação como o americano, o que dizer de mercados ainda muito primários no que se refere a dados básicos. Por exemplo, há uma grande quantidade de dados de preços de imóveis nos EUA, que agregam informações em nível municipal inclusive. No Brasil, não existe absolutamente

nenhum tipo de dado recente de preço de imóvel que seja confiável. As estatísticas de preços que existem costumam ser levantamentos de preços de tabela ou preços anunciados em jornal, que não refletem verdadeiramente o valor real do imóvel negociado. Mais ainda, esses dados não conseguem classificar se foi o mesmo imóvel que foi negociado ou não. Esse tipo de informação é essencial para captar se há mudanças efetivas de preço já que se consegue captar a variação de preços ao longo do tempo em cima do mesmo bem.

Como não há informação de preços, que é a base de qualquer estudo quantitativo sobre bolhas imobiliárias, trabalharemos neste parecer com dois tipos de informação. A primeira delas é qualitativa e buscará sinalizações com bases teóricas para mostrar que não há razões para se acreditar em bolhas nesse momento no mercado brasileiro. Será essencial para isso a análise que faremos no primeiro capítulo sobre a formação de bolhas em experiências históricas, concentrando-se no caso americano recente. A comparação dos caminhos seguidos pelos mercados imobiliários americano e brasileiro será fundamental para corroborar nossa tese. O segundo tipo de informação é quantitativo e dependerá das informações de crédito imobiliário existentes. Esses dados são recentes e podem ao menos dar indícios do comportamento recente do setor. Também serão utilizados dados de expectativa de demanda imobiliária e evolução da renda.

A conclusão básica deste trabalho é que não parece haver subsídios para acreditar que exista bolha imobiliária neste momento na economia brasileira. Não significa, entretanto, que o avanço do mercado não possa levar a essa situação no futuro, mas que no presente momento o mercado imobiliário é muito incipiente para que haja esse tipo de especulação.

O trabalho será dividido da seguinte forma. O primeiro capítulo trará o arcabouço teórico do que são bolhas nos mercados de ativos, especificamente no mercado imobiliário. Também serão dadas algumas indicações das fragilidades e dificuldades de identificação de bolhas em geral. O segundo capítulo discorrerá

sobre exemplos internacionais de crises imobiliárias, concentrando-se no caso americano recente, que possui um cabedal de mecanismos que levou à bolha. O terceiro capítulo analisará o comportamento recente do mercado imobiliário brasileiro e as considerações qualitativas para não se corroborar a existência de bolha. O quarto capítulo trará um pequeno estudo empírico utilizando os dados de preço e renda para sinalizar que ele ainda é muito baixo para sinalizar movimentos especulativos. Por fim, concluiremos.

Capítulo 1. A teoria das bolhas imobiliárias

A discussão sobre bolhas procura identificar se determinado movimento de preço de ativo tem um comportamento justificado por oferta e demanda ou se tem algum componente insustentável, este caracterizado como bolha. A definição clássica, amplamente utilizada, é a de Stiglitz (1990): se a razão pela qual o preço é alto hoje decorre apenas da crença dos investidores ou compradores de que o preço de venda será maior amanhã – quando os fundamentos não parecem justificar tal preço – então uma bolha existe. Em outras palavras, quando há descolamento das causas básicas de movimentos de preços na economia, ou seja, de oferta e demanda, apenas as expectativas da própria variação de preços comanda a evolução desses preços hoje, levando a uma espiral de elevação contínua até que algum fator econômico ou não estoure a bolha. Obviamente, esta é apenas a definição e não dá indicações de porque tal comportamento se justifica ou não. Como ele tem pouca base em fundamentação econômica, sempre houve dificuldade em interpretar porque uma bolha existe. Há diversos modelos teóricos e empíricos para identificar a existência de bolhas, infelizmente nenhum completamente aceito pela academia, mas pouco se fez para explicar porque uma bolha começa a se formar.

Recentemente, em vista das falhas de identificação da bolha imobiliária americana, uma nova vertente de pesquisa passou a buscar fundamentação comportamental para explicar a formação das bolhas. Shiller (2008) e Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992) indicam que mesmo pessoas racionais

podem ser vítimas de cascatas de informação que levem a decisões erradas. Em experimentos feitos no artigo de 1992, os autores acharam que mesmo pessoas que têm 60% de probabilidade de usarem a informação existente para tomar a decisão correta podem ser ofuscadas pelo que as outras pessoas estão fazendo. Nesses experimentos os autores descobriram que em 37% das vezes que as pessoas têm a informação correta elas decidem de forma errada, ou seja, há a chance de formação de bolhas em mais de um terço das vezes, mesmo quando os agentes têm a informação correta. Esse comportamento de manada torna difícil mesmo indivíduos com algum grau eficiente de informação determinar a existência ou não de bolha.

Mesmo a teoria neoclássica tradicional dá espaço para explicações que não dependem de psicologia. Arrow (2010) analisa a crise imobiliária americana do ponto de vista dos incentivos. Estes estavam sendo equivocadamente colocados e estimulando riscos em excesso por parte dos agentes. Segundo Arrow, “dados os incentivos, os agentes estavam, de fato, agindo racionalmente. A raiz da questão é que os passivos são limitados de baixo para cima. Uma empresa pode ir à bancarrota, mas isso é o pior que pode lhe acontecer. De forma semelhante, um executivo de uma empresa pode, na pior das hipóteses, ser demitido (pelo menos se não tiver cometido nenhum ato fraudulento). Os bônus extras que o compensam por seu desempenho quando as coisas foram bem não são devolvidos nas más ocasiões. Como resultado, um investimento arriscado que é socialmente não lucrativo (uma expectativa de valor negativo ou uma expectativa de valor positivo insuficiente para compensar pelo nível de risco determinado pelo mercado) pode ser racional para o tomador de decisão, em particular, porque ele não arcará com as conseqüências negativas que impõem aos outros.” Aqui vale lembrar de uma diferença fundamental com o mercado brasileiro. Enquanto para o americano a afirmação de Arrow é válida, no caso brasileiro a pessoa física responde pelos danos causados à empresa. Problemas prudenciais como leniência com emprestadores subprime, por exemplo, levariam os executivos da instituição a responder criminalmente se a empresa ir à falência.

Como o surgimento de bolhas começa a ter uma conotação psicológica, Shiller também pensou numa lista de sinalizações de que uma bolha estaria se formando, como se fossem sinais de uma doença em formação:

1. Fortes aumentos de preços de ativos como imobiliários ou acionários;
2. Grande excitação pública sobre os aumentos de preços;
3. Um frenesi da mídia acompanhando o aumento de preço;
4. Estórias de pessoas que ganharam muito dinheiro, causando inveja naqueles que não participaram;
5. Interesse crescente desses ativos entre o público em geral;
6. Teorias de uma nova era que justifiquem os aumentos de preços sem precedentes;
7. Um declínio na qualidade e quantidade de informações que levariam à decisão de crédito em condições oferecidas muito ruins (sem entrada, prazos excessivos, etc.).

Bolhas com essas características são raras, sendo as mais evidentes as bolhas acionárias dos EUA nas décadas de 20 e 90 e a bolha imobiliária desta década. Como pano de fundo para falar sobre o caso brasileiro, trataremos no capítulo seguinte de alguns exemplos comparativos no exterior

Capítulo 2. Exemplos internacionais

Apesar de bolhas se formarem por comportamento de manada, elas não existem sem condições econômicas concretas em cada economia. Nesse sentido, o exemplo americano recente demonstra como um afrouxamento dos padrões de regulação, culminando com empréstimos em larga escala, ajudaram na escalada da bolha. Vale lembrar que bolhas não se formam da noite para o dia, são eventos formados por uma conjuntura de longo prazo.

Com efeito, a história da bolha americana começa na década de 30, quando, após a Grande Depressão, os EUA criaram diversos mecanismos para incentivar o crédito imobiliário (tabela I). Foi quando os EUA deixaram de ser um país baseado em aluguel para começar a ser um país de proprietários de imóveis. Na maior parte do tempo (até os anos 80), as instituições de poupança e empréstimo (*savings and loans*) foram os maiores fornecedores de fundos imobiliários. Com o aumento da inflação e grande parte dos financiamentos sendo com taxas fixas, as instituições conseguiram revogar a Regulação Q, que colocava um teto nas taxas de juros pagas aos depositantes. Com a liberação e a competição com o mercado de fundos naquela época, muitas *savings and loans* começaram a fazer investimentos em terra e imóveis comerciais para conseguir fazer caixa. Ao mesmo tempo, o poder regulatório sobre essas instituições diminuiu por cortes no orçamento. No final da década de 80, a maioria das *savings and loans* estava falida e teve que ser salva pelo governo em 1989. Ao mesmo tempo que declinava o mercado de poupança e empréstimo floresciam as securitizações. Entretanto, esse surgimento das securitizações começou justamente no período que os EUA começaram a rever seu aparato regulatório, começando com a liberalização no mercado de poupança que o fim da Regulação Q trouxe. Ao longo da década de 90 a desestruturação da regulação culminou com o fim da Glass-Steagel Act em 1999, que proibia fusões entre bancos comerciais e de investimentos. Ao repelir essa lei permitiu-se unir o poder de alavancagem dos bancos de investimentos com as disponibilidades de caixa dos bancos comerciais. Ou seja, ampliou a capacidade de informação assimétrica, em que as pessoas tinham mais informação sobre sua condição financeira do que as instituições financeiras. Já que elas tinham poucas condições a mostrar, sua situação financeira completa não seria claramente percebida pelo agente hipotecário. Mas da mesma forma, o agente hipotecário tinha mais informação daquelas hipotecas do que o banco que as comprou em algum pacote de securitização. A informação assimétrica se espalhou para todos os agentes e no final ninguém tinha informação completa sobre seus pares e os próprios ativos que tinham. No caso brasileiro, esse tipo de

restrição já é feita de início, pois as restrições para a aquisição do financiamento imobiliário é muito maior do que no caso americano.

Em outras palavras, o sistema financeiro americano chegou na década de 2000 praticamente sem muitas amarras regulatórias, o que era desejo das equipes econômicas de Reagan a Bush.

Tabela I. Mudanças na legislação federal americana para o setor imobiliário e financeiro

EUA - Legislação federal	
1933	O Federal Deposit Insurance System e o Home Owners Loan Corporation são estabelecidos
1936	O Federal Housing Administration (FHA) é criado
1938	Fannie Mae é criado para prover um mercado secundário para os empréstimos segurados pelo FHA
1944	Programa de empréstimos a veteranos de guerra é criado (VA)
1948	Fannie Mae começa a comprar empréstimos da VA
1968	HUD e Ginnie Mae são criados e a Fannie Mae se torna uma companhia de propriedade do governo
1970	Freddie Mac é criado
1981	Savings and Loans são liberadas para investir em ARM (empréstimos a taxas de juros ajustáveis) e teto de taxa de depósito é removida
1982	Savings and Loans securitizam e vendem hipotecas com taxas abaixo do mercado
1986	O Tax Reform Act elimina todas deduções de pagamentos de juros no imposto de renda, exceto hipotecas e home equity loans
1989	Freddie Mac é reestruturada como corporação pública
1999	Glass-Steagal Act é revogado, permitindo fusões entre bancos de investimento e comerciais novamente

Fonte: Green e Wachter (2005).

Mas apenas a liberalização financeira não explica o que aconteceu. Ele foi a base regulatória para a criação da bolha ao deixar todo o sistema financeiro relativamente livre para busca de retorno maiores. Em conjunção com isso a política macroeconômica foi essencial, pois a recessão americana de 2001 junto com os atentados terroristas do mesmo ano levaram o Fed a um longo período de taxas de juros baixas. Esse aumento de liquidez gerado por um sistema financeiro excessivamente liberado com taxas baixas de juros por muito tempo levou o sistema bancário a busca de ativos de maior retorno. O guia de acontecimento dos eventos descrito por Caballero (2010) resume bem essa sequência:

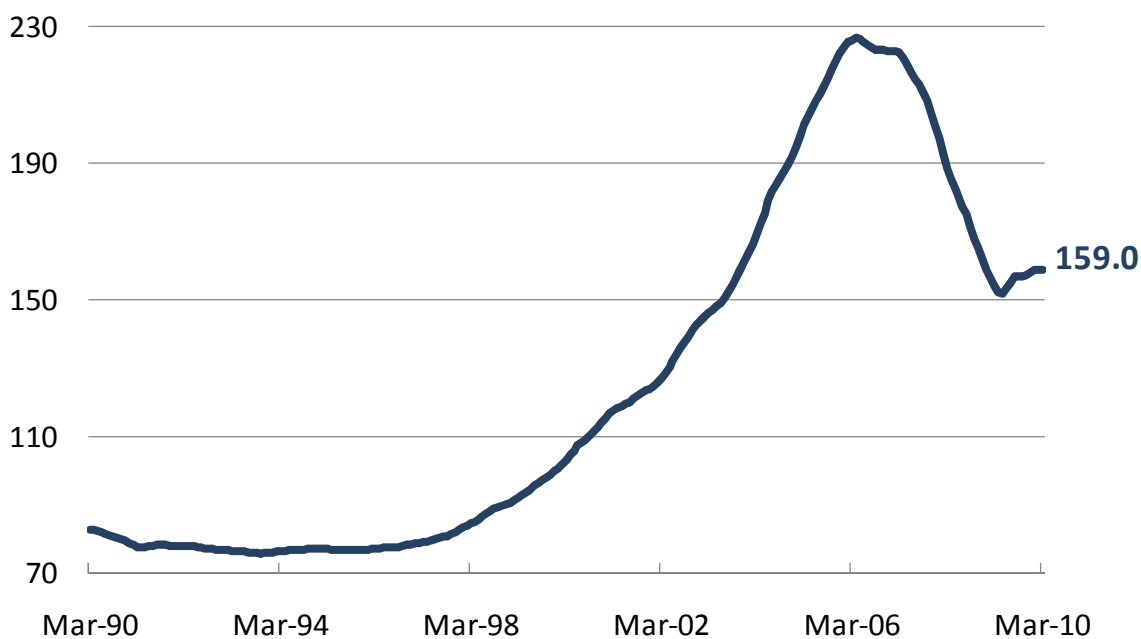
1. Em 2001, a demanda por ativos de risco começou a crescer acima do que o setor corporativo e o mercado hipotecário poderia fornecer e as instituições financeiras começaram a buscar mecanismos para gerar ativos triple-A;
2. Os empréstimos *subprime* eram os próximos, mas para que fossem gerados ativos “seguros” desses empréstimos, os bancos tiveram que criar

instrumentos complexos fazendo *tranches* dos seus passivos. Foi o mecanismo do *subprime* que permitiu que ativos podres fossem agregados a ativos de melhor qualidade em *tranches* que formavam derivativos supostamente seguros;

3. Instrumentos similares de securitização foram criados para todo tipo de pagamento de empréstimos, desde automóveis a empréstimos estudantis;
4. Ao longo do caminho, e refletindo o valor associado criado pelos novos instrumentos financeiros, os preços dos imóveis e outros ativos começaram a subir;
5. Um círculo vicioso foi criado, que parecia justificar o aumento das *tranches* de pior qualidade dentro dos pacotes triple-A criados;
6. As agências de rating contribuíram para esse círculo junto ao aumento das concessões de crédito para qualquer pessoa, sem critérios mínimos de exigibilidade;
7. Ao mesmo tempo, as seguradoras, como a AIG, também não tinham cobertura suficiente de capital em caso de crise;
8. A existência de pacotes financeiros que misturavam vários ativos de diferentes qualidades piorou ainda mais a situação. Alguns estudos (Coval et al (2009)) mostram que mesmo que o pacote triple-A seja corretamente precificado ele possui muito mais risco do que um título simples com rating equivalente. O perigo desse tipo de ativo fica evidente quando surge um risco sistêmico;
9. Muitos desses ativos, atraídos pelo baixo requerimento de capital pelas *tranches* sênior e super-sênior, foram mantidos dentro dos bancos, o que foi seguido pelos principais centros financeiros da Europa. Outros estavam formalmente fora (SIVs), mas no fundo eram de fato garantidos pelos bancos patrocinadores, sem que fosse feita qualquer alocação de capital.

Ou seja, todo o sistema financeiro mundial estava interligado como nunca antes na história;

Gráfico I. Preço de imóveis (Case & Shiller) – dados dessazonalizados



Fonte: Standard & Poors. Elaboração: MB Associados.

10. O gatilho foi dado pelo fim da bolha no mercado imobiliário, cuja queda de preços já havia começado a acontecer em 2006 (gráfico I);
11. A quebra inicial no mercado imobiliário levou a paralização geral na securitização, já que todo o sistema financeiro estava interligado pelos ativos podres e não se sabia exatamente a qualidade dos ativos que existiam em cada banco. Ao mesmo tempo o governo demorou a entender o que se passava e tentar solucionar a crise, que só veio a acontecer de fato com o teste de stress em 2009, quase dois anos depois que a crise começou.

O importante dessa discussão é ter em mente que o estouro da bolha foi o gatilho da crise, mas ela por si só não teria levado a crise dessa magnitude. O problema

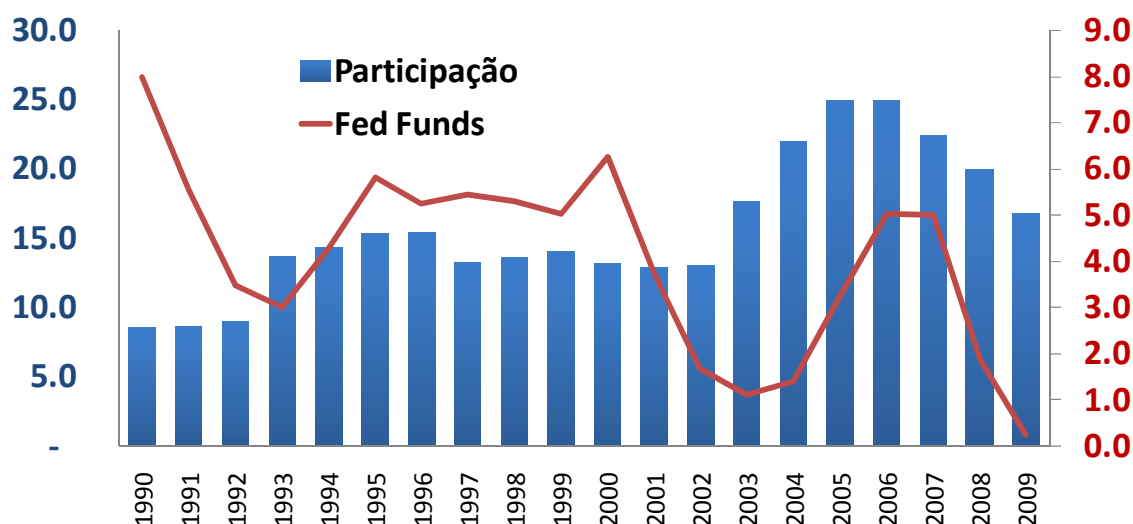
foi uma falta de confiança generalizada no sistema financeiro que paralisou o crédito e processo decisório macroeconômico durante algum tempo. Já tivemos antes outras crises imobiliárias, como a crise das *savings and loans* na década de 80 que levou a uma recessão branda nos EUA, mas a estrutura financeira era muito mais sólida.

Essas condições macroeconômicas aqui colocadas também foram essenciais para a formação da bolha imobiliária. Certamente o argumento de comportamento de manada de Shiller ajuda a explicar a evolução da bolha, mas as condições macroeconômicas são essenciais para serem facilitadoras do crescimento da bolha. Por exemplo, não fossem taxas de juros tão baixas, um mundo com crescimento econômico recorde e um excesso de liquidez não haveria tanta atração pelas possibilidades de retorno do mercado imobiliário. E o excesso de liquidez aqui foi essencial, pois mesmo com o início do aumento da taxa de juros nos EUA em 2004 os juros de empréstimos a longo prazo ou de hipotecas não mudaram quase nada. Isso aconteceu porque a poupança acumulada por China, Alemanha e Japão nas últimas décadas era emprestada novamente para os EUA, ampliando o déficit em conta corrente e o déficit público, mas permitindo ainda um crescimento de consumo (Roubini e Mihm (2010)).

Mas se o sistema de securitização não estivesse tão fora da alçada de regulação pela complexidade que se tornou, talvez a bolha não tivesse sido tão forte. Afinal, os vendedores de hipotecas que conseguiram vendê-las para quem não tinha a mínima condição de pagamento o fizeram porque esses ativos se diluíam nas inúmeras securitizações e reempacotamentos feitos no caminho. Traçar a qualidade desse tipo de ativo no sistema se tornou impossível depois de anos de desmantelamento da regulamentação. A venda de hipotecas para quem não tinha condições financeiras mínimas se agravou com o aumento dos contratos feito sob taxas flutuantes, que chegou ao pico de 25% em 2006. O problema é que a maior parte desses contratantes foram justamente os subprimes e em geral havia cláusulas de reajuste de taxas de juros dois anos após a assinatura. Quando as

taxas de juros começaram a subir dos seus níveis historicamente baixos, a inadimplência no subprime começou, tornando-se o estopim da crise financeira

Gráfico II. Percentual das hipotecas feitas com taxas flexíveis (ARM) em relação ao total e Fed Funds – em %



Fonte: FHFA, Fed. Elaboração: MB Associados.

É importante enfatizar aqui que o vilão da estória não é a securitização. Ela foi essencial e continuará sendo essencial para o desenvolvimento de qualquer mercado de ativos. O problema central esteve numa conjunção de fatores, especialmente a liberalização financeira junto a políticas macroeconômicas muito expansionistas. Ao longo da década de 90 tanto a taxa de juros esteve em nível historicamente baixo quanto a política fiscal reverteu os superávits acumulados na década anterior.

Situação semelhante pode ser contrastada entre a Inglaterra e a Suécia nas décadas de 80. Ambos os países passaram por ciclo de crescimento imobiliário nesse período (Englund (1999) e Hendershott et al (1999)), mas a Suécia passou por um processo semelhante de desestabilização macroeconômica junta com forte liberalização financeira. A ocorrência de mudanças fiscais que aumentaram repentinamente a taxa de juros e a crise surgida pela taxa de câmbio fixa

estouraram a bolha nos preços dos ativos. No caso sueco, o boom macroeconômico levou a um boom de crescimento em todos os preços de ativos. No caso inglês, não houve desajuste macroeconômico. Pelo contrário, houve forte ajuste fiscal implementado pelo governo conservador desde o final dos anos 70. O crescimento da economia que surgiu permitiu que houvesse um boom no crescimento imobiliário, mas liderado por um crescimento forte de demanda e não por preços artificiais.

Outro exemplo interessante é que aconteceu em Hong Kong. Este país reconhecidamente tem preços de imóveis que estão entre os mais altos do mundo, uma situação de permanente inflação de preços de imóveis. Mas diferente dos EUA, há controle nos índices de inadimplência porque a maior parte dos compradores é de classe média e alta e ainda se exige um alto valor de entrada no pagamento do imóvel. Há muito controle também para quem é dado o crédito. Pessoas mais pobres são bem avaliadas antes de conseguirem crédito, evitando situações como o subprime americano.

Fala-se também na China como possível caso de bolha, mas ela se parece mais com a estrutura de Hong Kong do que com a americana, visto que há um controle rígido sobre quem recebe o crédito e um efeito de preços que decorre do maciço deslocamento de população rural para urbana no país. Os preços lá estão valorizados, mas pode ser considerada uma situação de preços elevados por fundamentos que não tendem a lesionar o sistema bancário (Holcombe (2010)).

Assim, bolhas no mercado imobiliário em geral ocorrem conjuntamente com desajustes macroeconômicos que levam ao estouro da bolha. De fato, esses desajustes macroeconômicos e microeconômicos na verdade (via regulação) ajudam na formação da bolha e na sua própria destruição. O que devemos analisar agora para o Brasil é se as condições atuais permitem identificar o novo ciclo de expansão imobiliária como bolha ou não.

Capítulo 3. Experiência brasileira

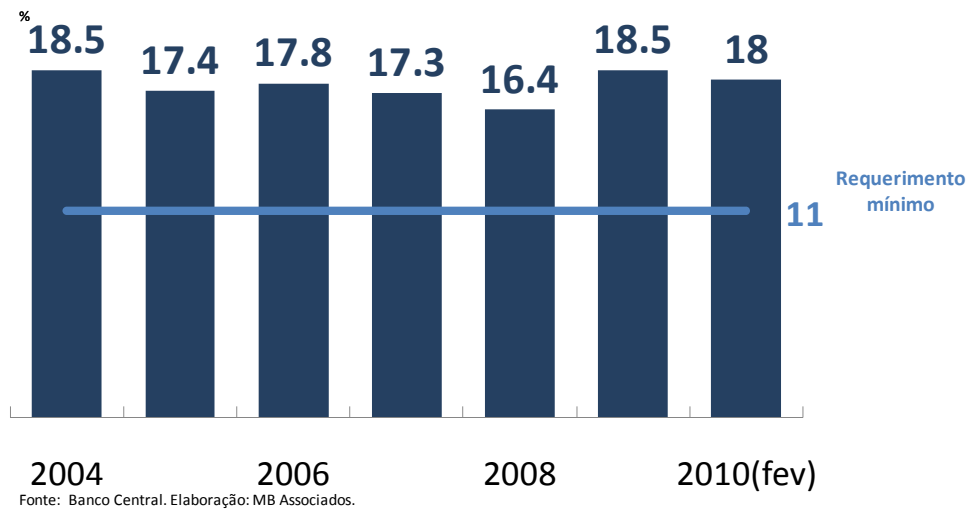
Em vista da experiência internacional, algumas condições têm que ser consideradas para analisar a experiência brasileira. Primeiro, como enfatizamos, não existem séries históricas de preços de imóveis que sejam úteis para este estudo. Por conta disso, a análise tem que partir das condições indiretas da economia neste momento.

A primeira constatação é que a economia brasileira hoje está em trajetória sustentável, sem riscos macroeconômicos de curto prazo relevantes. De fato, a perspectiva é de continuidade de crescimento da economia para os próximos anos, com taxa média de expansão do PIB entre 4,5% e 5% até 2015.

Mais do que isso, não há sinal de mudança de trajetória de política econômica que signifique, por exemplo, maior liberalização financeira e taxas de juros excessivamente baixas nesse momento.

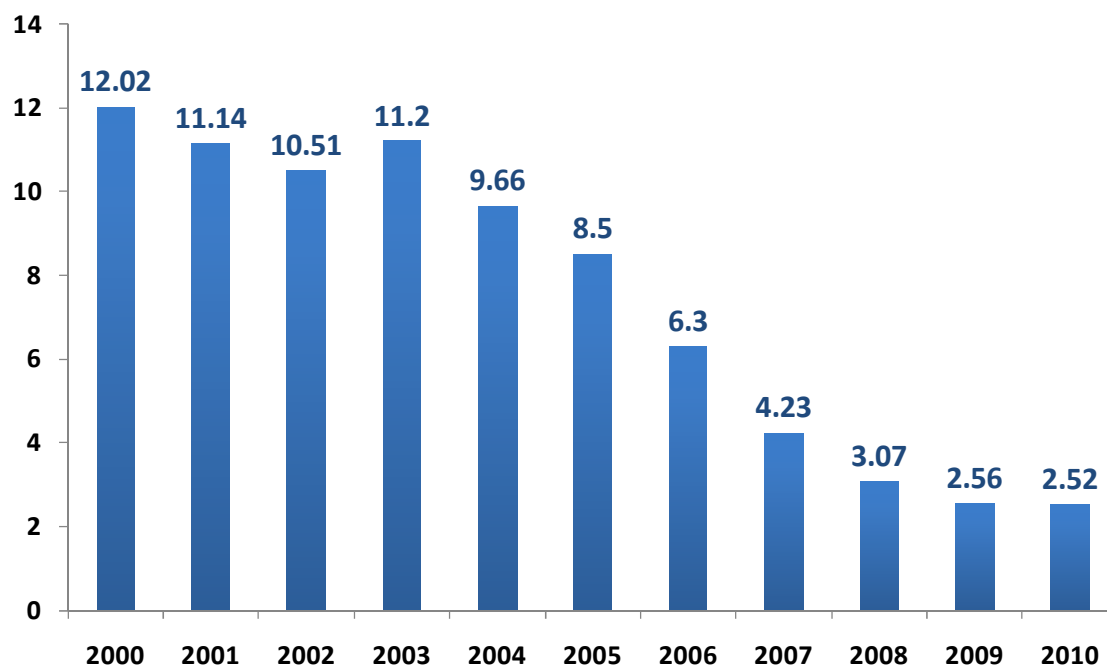
No caso da liberalização financeira, os bancos brasileiros passaram por processo de ajuste na década de 90, após o fim da hiperinflação. Por conta disso, esses bancos conseguem manter um índice baixo da alavancagem (relação capital/ativo), em torno de 18, enquanto o mínimo requerido pelo Acordo da Basileia é de 11 (gráfico III). A regulação prudencial brasileira foi totalmente reformulada na década de 90, quando se criaram, por exemplo, a Central de Risco de Crédito, depois modificado para Sistema de Informações de Crédito. Nela o Banco Central pode obter informações sobre a carteira de crédito da instituição financeira e calcular seus riscos para o sistema. Na verdade, há uma grande quantidade de informações que o setor bancário precisa repassar para o BC, o que garante que situações de risco sistêmico não se formem com facilidade. Os depósitos compulsórios, pela sua magnitude, também podem ser utilizados em momento de falta de liquidez, como foi em 2008, permitindo que instituições mais fragilizadas não contaminassem o resto do sistema, dando tempo para se readequarem.

Gráfico III. Brasil - relação capital/ativo



Além disso, o grau de alavancagem no financiamento brasileiro ainda é muito baixo. A maior parte do financiamento é feito através de fundos originados na poupança e no FGTS. O mercado secundário ainda é incipiente e não passamos pelo processo que os EUA passaram na década de 70, quando houve esgotamento dos fundos de financiamento básicos e o governo teve que incentivar a criação de instrumentos de securitização para fomentar mais recursos para o setor, como notamos no capítulo anterior. O estoque de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) não passa de 12% do estoque total de crédito imobiliário no país, enquanto nos EUA a securitização corresponde a quase totalidade do mecanismo de financiamento. Em outras palavras, a maior parte do financiamento ainda é feita pelo SFH, o que vale dizer que toda a carteira de crédito tem que estar contabilizada no ativo do banco, o que não acontece nos caso dos créditos negociados pela SFI. Nesse momento, como a maior parte dos créditos está nos ativos dos bancos fica fácil identificar a evolução da inadimplência, por exemplo, e os riscos dos bancos em concederem créditos de alto risco, como no caso do subprime, é muito menor. Ou seja, pela estrutura de financiamento brasileiro hoje fica difícil imaginar os bancos correndo riscos temerários, o que diminui enormemente a possibilidade desses créditos gerarem inadimplência, o que de fato vem ocorrendo (gráfico IV).

Gráfico IV. Financiamentos com mais de 3 prestações em atraso – em %

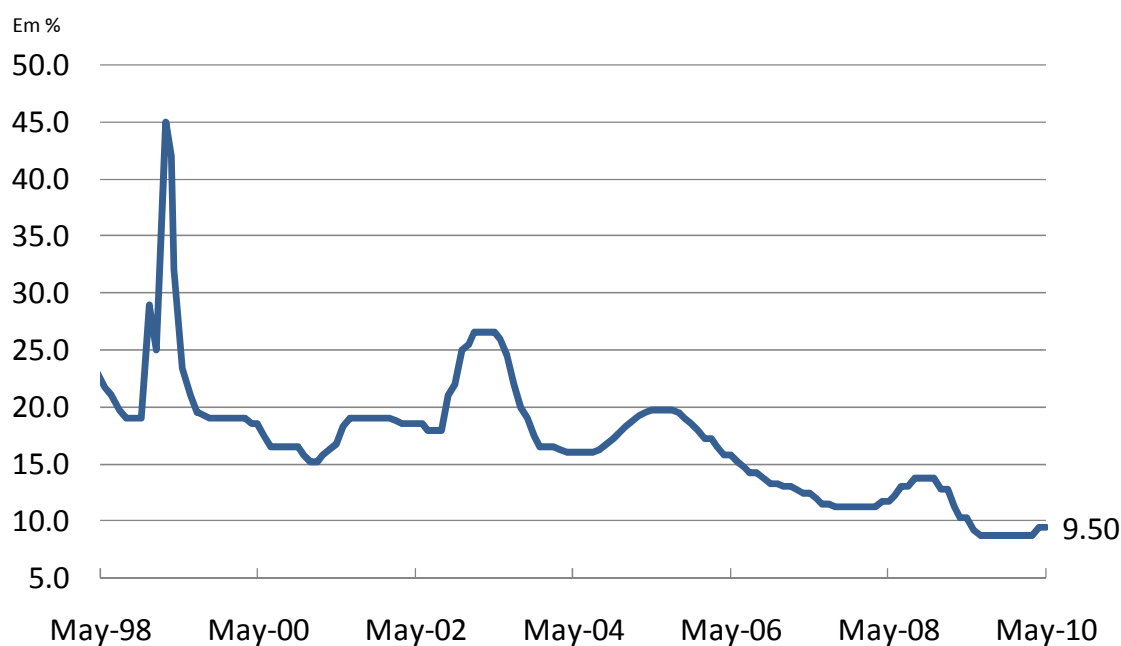


Fonte: Abecip. Elaboração: MB Associados. Nota: dados de 2010 até abril.

Vale lembrar nesse momento que é difícil imaginar uma bolha num mercado cuja participação total de crédito na economia ainda é irrisória, em 3% do PIB. Nessa magnitude ficaria difícil imaginar que uma desaceleração dos preços dos imóveis pudesse trazer prejuízos significativos para o sistema bancário brasileiro.

Ao mesmo tempo, as taxas de juros apenas começaram a entrar num ritmo de convergência para padrões mais baixos, mas ainda são elevadas (gráfico V). Processos de liberalização financeira que levaram a boom de preços de ativos em geral apresentam taxas reais de juros negativas ou muito baixas, como foi o caso sueco na década de 80 e americano nas décadas de 20 e 2000. Em outras palavras, a Selic ainda é cara para o tomador e deveríamos ter vários anos seguidos de custo do dinheiro baixo para fornecer espaço para o crescimento de outros preços de ativos.

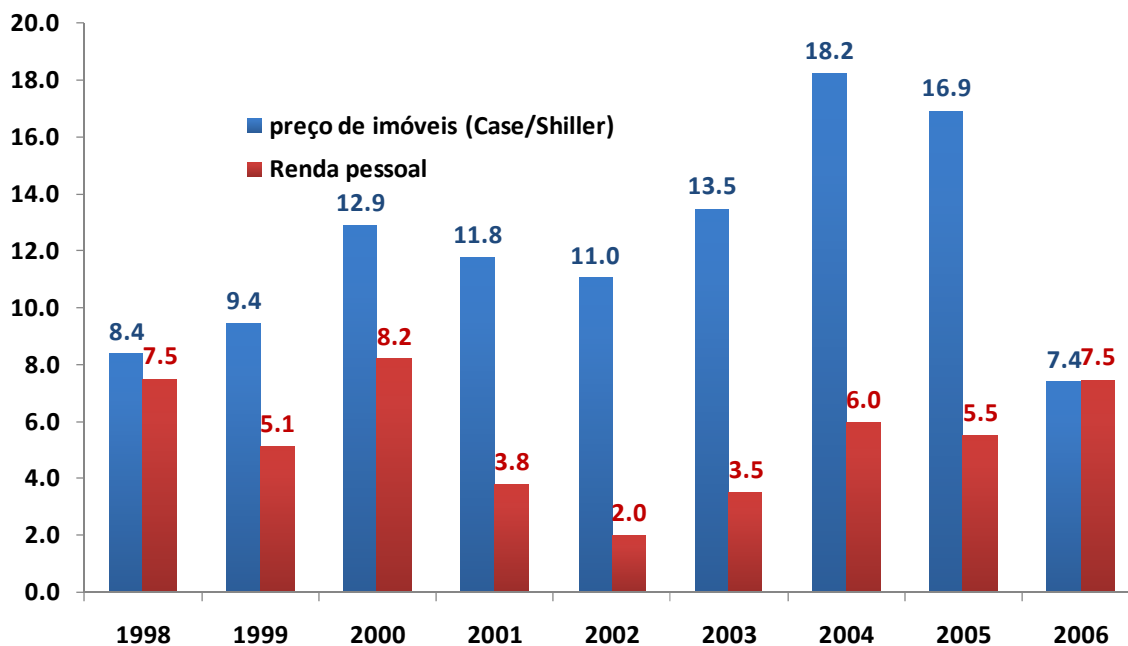
Gráfico V. Taxa de juros básica – Selic - % ao ano



Fonte: Bacen. Elaboração: MB Associados.

Assim como as condições financeiras básicas não apontam deterioração, a perspectiva é positiva também pelo lado da renda. Os países que tiveram algum tipo de bolha no mercado de ativos em geral acreditavam em expansão de renda que garantisse a sustentabilidade do crescimento do preço dos ativos. Era uma base de fundamento que se acreditava suficiente para garantir a manutenção do crescimento do valor dos ativos. Entretanto, em geral o crescimento do valor desses ativos era muitas vezes maior do que o crescimento da renda. No caso da bolha imobiliária americana que formou ao longo da década de 2000, consistentemente os preços dos imóveis subiam num ritmo acima do crescimento da renda (gráfico VI).

**Gráfico VI. EUA - crescimento da renda pessoal e dos preços de imóveis
(Case/Shiller) - em %**



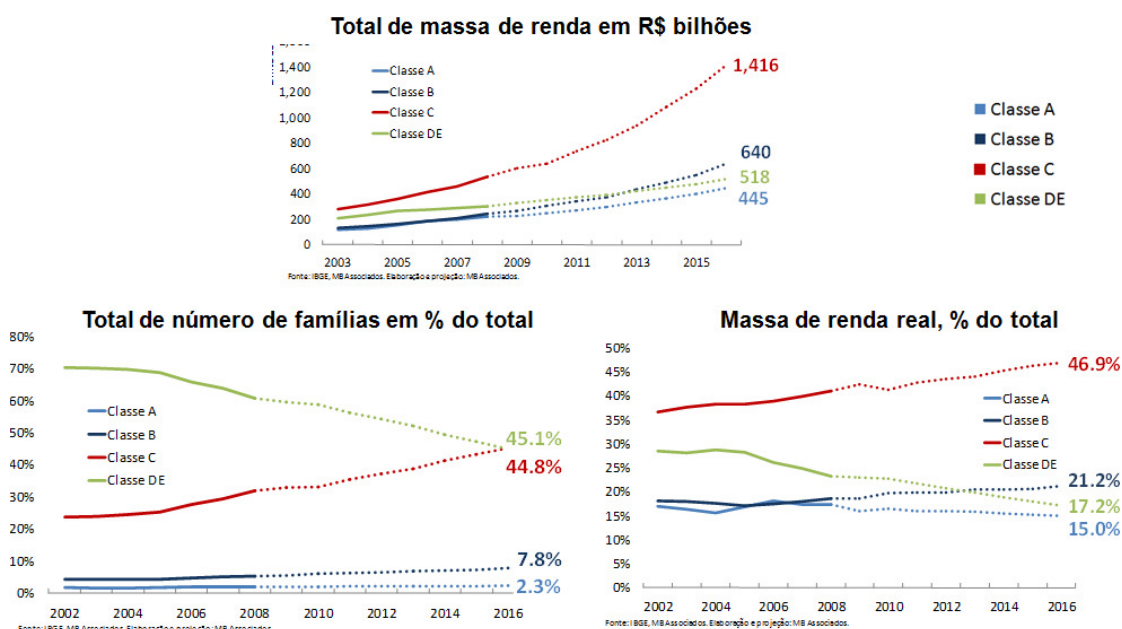
Fonte: BEA, Case/Shiller. Elaboração: MB Associados.

Mas pode se argumentar que tal comportamento também está ocorrendo no Brasil nesse momento, quando notícias divulgam informações de elevações de preço da ordem de 40% num ano quando a massa real de renda em 2010 deve crescer em torno de 6,5%.

A diferença fundamental é que há um processo de crescimento forte da demanda na economia brasileira em vista do forte aumento da classe média nos últimos anos, considerados aqueles que ganham entre 3 e 10 salários mínimos por mês. Mas ainda, a perspectiva é extremamente positiva para os próximos anos. Nesse momento, mesmo com a entrada de cerca de 29 milhões de pessoas na classe média, devemos ter mais 20 milhões de pessoas entrando nessa categoria até 2015. Mais ainda, apenas 30% das famílias podem se consideradas pertencentes a essa faixa de renda, enquanto 60% ainda recebem até 3 salários mínimos

(gráfico VII). A trajetória de crescimento que se coloca para a economia brasileira permitirá que essa proporção continue convergindo nos próximos anos e a classe média chegue a ter a mesma proporção de famílias que a classe mais baixa. Esse aumento de participação também deverá ser visto para as classes A e B, sendo a B a mais relevante em termos de potencial de consumo imobiliário pela quantidade de pessoas nessa faixa com poder de compra entre 10 e 20 salários mínimos mensais.

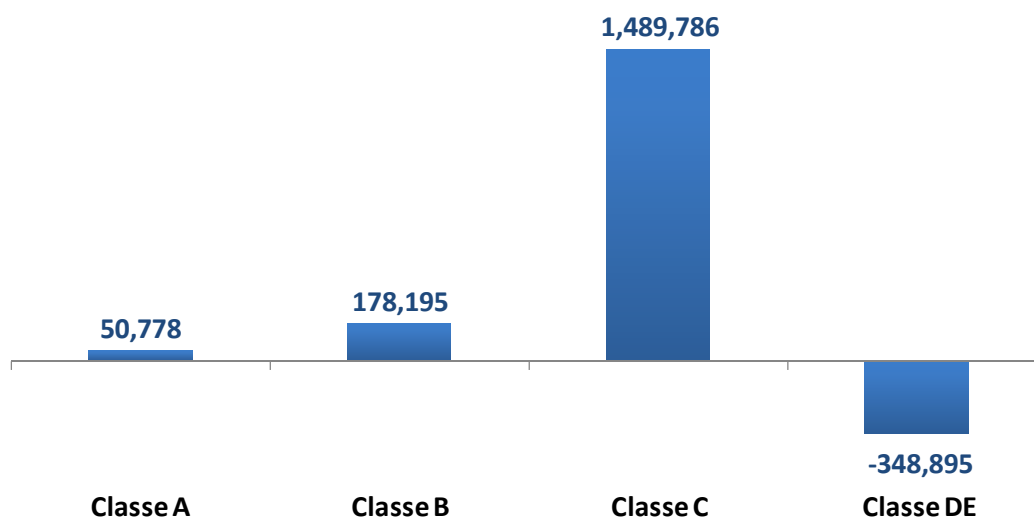
Gráfico VII. Brasil - indicadores de massa real de renda



É por isso que estimamos um potencial elevado de crescimento da demanda imobiliária nos próximos anos. De fato, as projeções indicam que apenas a classe média tem uma demanda anual média de quase 1,5 milhão de imóveis e a classe B de quase 180 mil (gráfico VIII). A classe D e E tem uma demanda negativa porque haverá uma migração gradual dessa classe mais baixa para a classe média e, por isso, programas do governo poderão ajudar a diminuir o déficit habitacional ainda na casa dos 8 milhões, já que haverá uma demanda decrescente nas classes inferiores de renda nos próximos anos.

Como o financiamento ainda está na casa das 930 mil unidades por ano, segundo dados da Abecip, há uma oferta que se encontra aquém da demanda potencial neste momento.

Gráfico VIII. Demanda imobiliária média anual — 2010 a 2016 — em número de imóveis por classe de renda



Fonte: IBGE, MB Associados. Elaboração e projeção: MB Associados.

Se há uma demanda crescendo num ritmo mais forte que a oferta, é natural que haja pressão de preços. E isso pode ficar mais visível em cidades relevantes como São Paulo e Rio de Janeiro. Novamente, como não há estatísticas para o país, nos valem do exemplo americano. Gyourko, Mayer e Sinai (2006) mostraram que grandes cidades costumam ter performance sistematicamente melhor que outras cidades. Eles mostraram que essas cidades, chamadas de cidades “superestrelas”, mostraram apreciação no valor dos imóveis de forma consistentemente acima da média ao longo de mais de 50 anos. Se considerarmos que São Paulo deve ter uma aceleração na taxa de crescimento da massa real de renda em 2009/2015 em relação ao período 2003/2008 (gráficos IX e X), é natural imaginar que as expectativas de preços de imóveis possam continuar em ascensão. Vale aqui lembrar a definição de bolha dada por Stiglitz no

começo desse parecer. Se a expectativa de elevação de preço é dada apenas por que se acredita que o preço vá subir, isso poderia ser considerado uma bolha. Mas se há fundamentos de crescimento acelerado que justifiquem a percepção de que continuará havendo uma forte demanda por imóveis, há um fundamento por trás que deve ser adequado pela oferta.

Gráfico IX. Massa real de renda – crescimento médio anual entre 2002 e 2008 em %

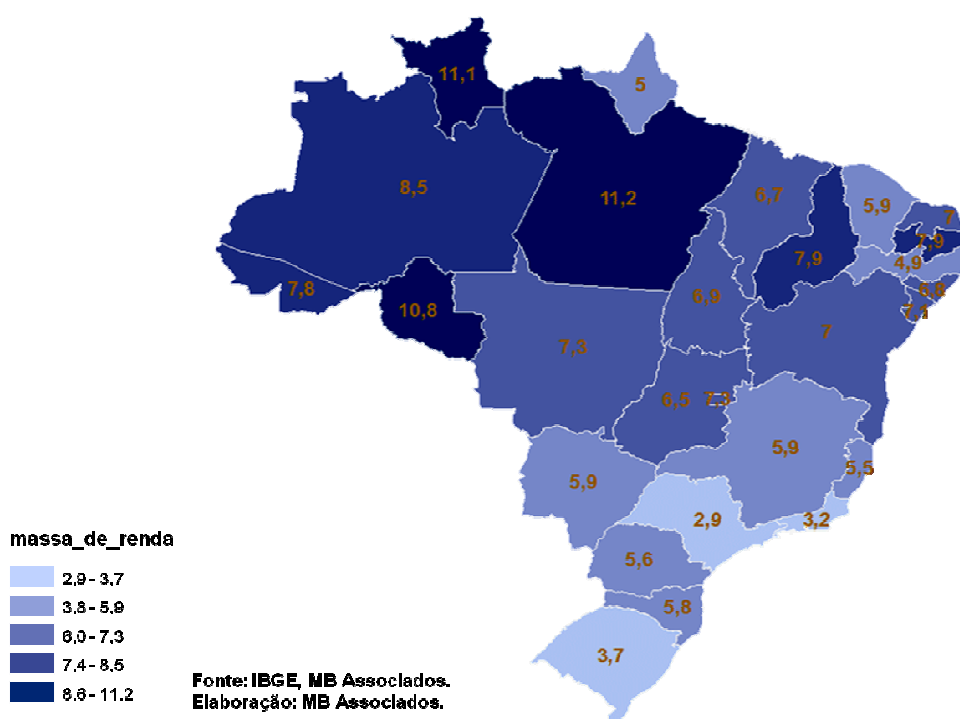
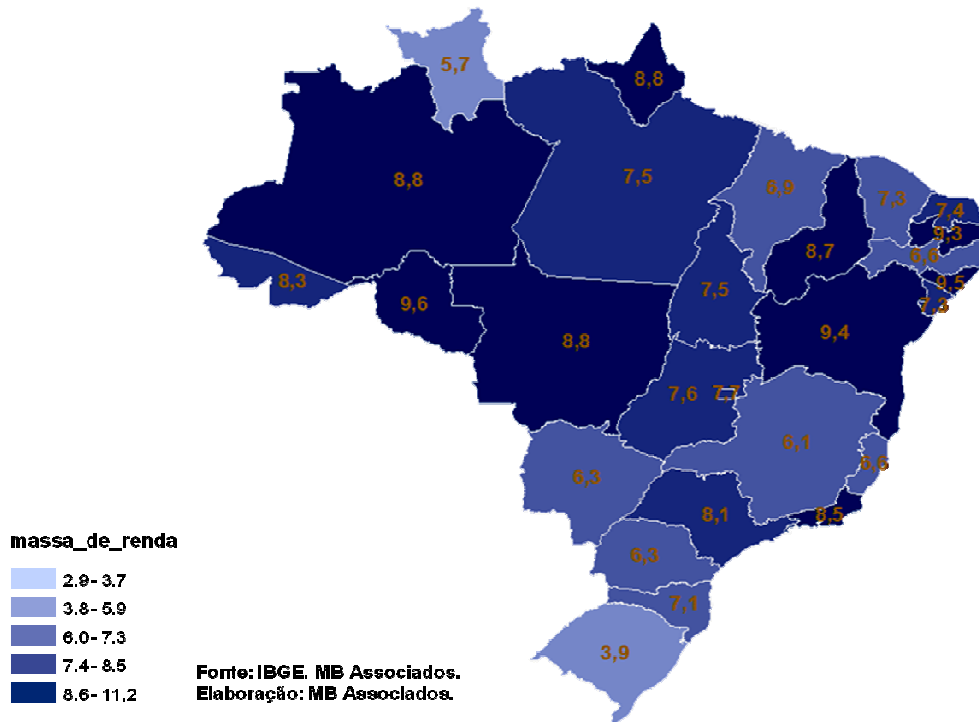
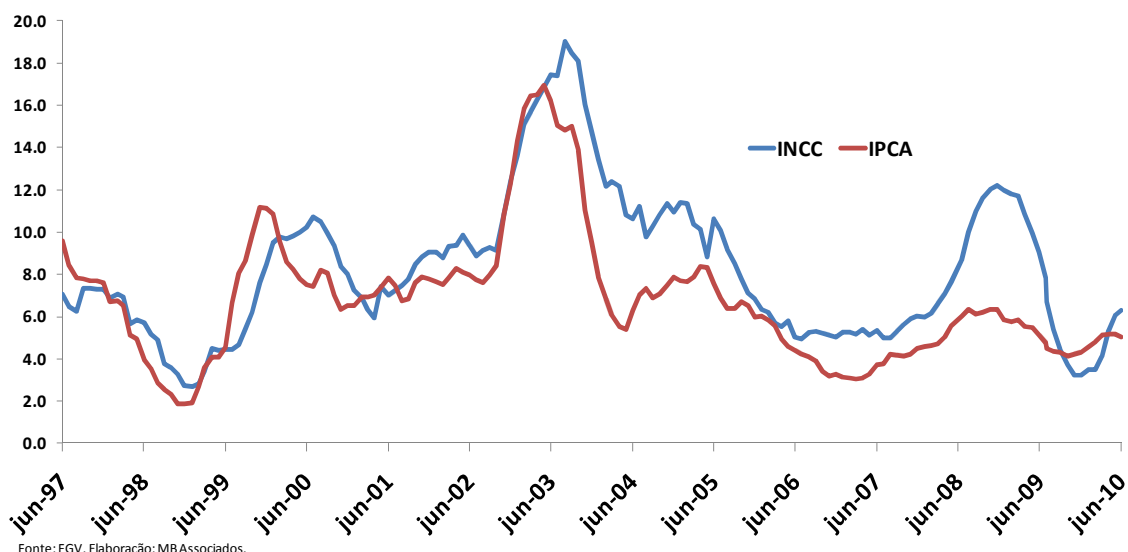


Gráfico X. Massa real de renda – crescimento médio anual entre 2009 e 2015 em %



Um sinal claro de que há pressões de preço com fundamentos também é que os preços de insumos da construção e de mão-de-obra têm subido sistematicamente acima dos preços médios da economia nos últimos anos (gráfico XI), diferente do que aconteceu nos EUA (Shiller (2007)), em que durante todo o boom imobiliário da década de 2000 não houve alteração significativa dos preços de insumos e de mão-de-obra no setor. Não se pode esquecer que diferente de outros produtos o lag entre demanda e oferta no setor imobiliário é grande. Entre o crescimento da demanda num momento e a adequação da oferta leva tempo, já que se trata de bens que levam muito tempo para construção e que dependem de terrenos que, em cidades como São Paulo e Rio de Janeiro, sabidamente estão escassos.

Gráfico XI. IPCA e INCC – crescimento acumulado em 12 meses em %



Capítulo 4. Estimativas da evolução do setor imobiliário

Como dissemos, não existem dados de preços de imóveis, que poderiam indicar a existência de bolha. Mas podemos ter indicações indiretas sobre isso através da avaliação do comportamento esperado dos preços dos imóveis. Para isso, consideramos como hipótese básica que os preços dos imóveis subam nos próximos anos na mesma proporção que subiram nos Estados Unidos entre 1997 e 2006, período que poder ser considerado como de formação da bolha americana. Nesse período, o crescimento médio dos preços segundo o índice de preços de Case/Shiller foi de 11,2% por ano.

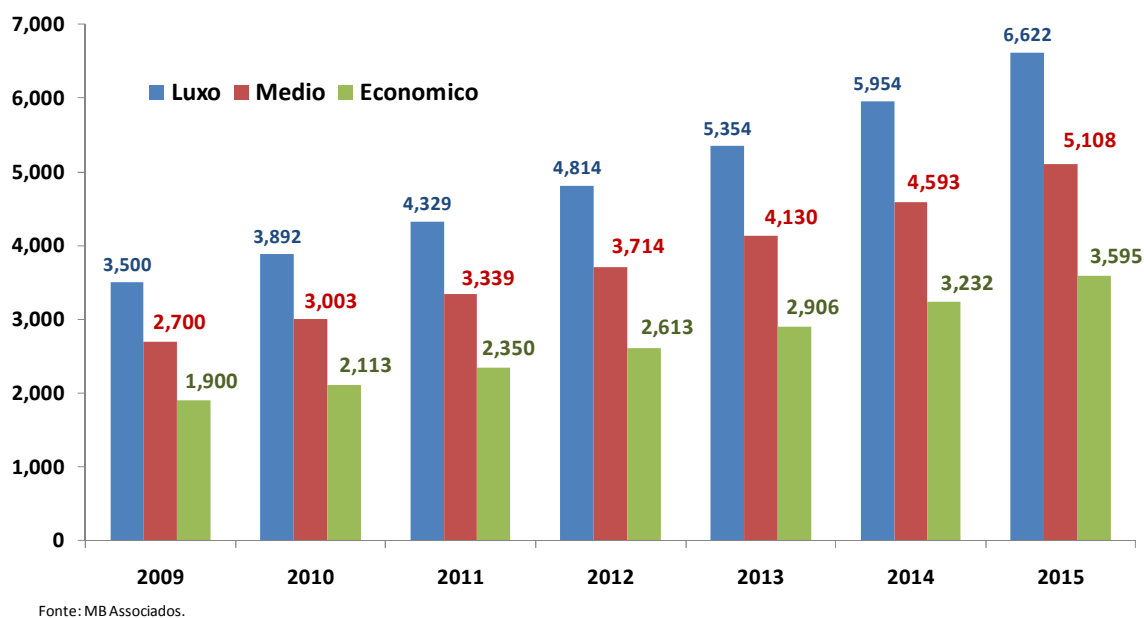
A bolha começa a se tornar um problema quando o orçamento familiar não permite pagar a prestação do imóvel. Para isso, consideraremos que um padrão razoável de pagamentos englobe 30% da renda para a prestação do imóvel.

Como não há estatísticas nacionais de preço final de imóvel, consideraremos as estatísticas da Secovi para o preço do m² em São Paulo. Esses dados são apenas indicativos, já que enfatizamos que não existem informações relevantes de preços. Esses dados superestimam os preços nacionais em virtude de São Paulo

ter um preço do m2 mais alto do que no resto do país. Mas o objetivo da análise é considerar o pior cenário possível para o setor.

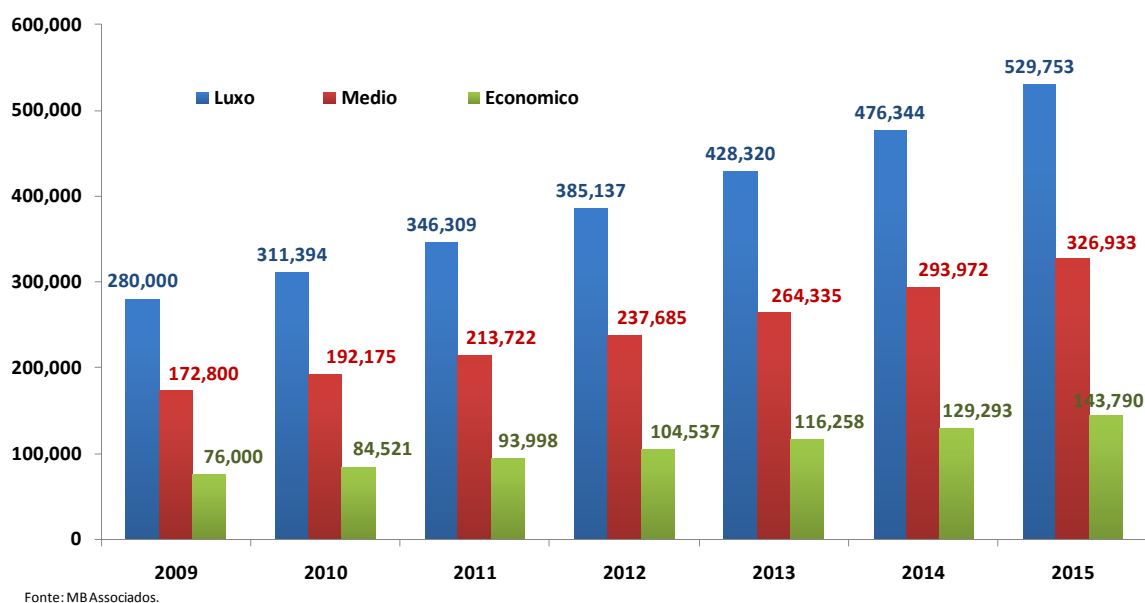
Nas estimativas da Secovi, consideraremos três tipos de imóvel: econômico, médio e luxo. O econômico seriam apartamentos de 50 m2, os médios de 80 m2 e os de luxo de 100 m2. Para os apartamentos econômicos consideramos um preço médio do m2 de R\$ 1900, de R\$ 2700 para o médio e de R\$ 3500 para os de luxo. Aplicamos o preço médio de crescimento de Case/Shiller de 11,2% por ano até 2015 para ter o valor do preço médio por m2 em 2015 (gráfico XII).

Gráfico XII. Projeção do preço do m2



Multiplicando esse preço médio pelo tamanho do imóvel temos o valor total do imóvel estimado para os próximos anos (gráfico XIII).

Gráfico XIII. Projeção do imóvel



Para as estimativas consideramos um financiamento de 80% do imóvel e taxas de juros de 11% ao ano e 9% para os imóveis econômicos. Com isso e a evolução média do preço do imóvel nos próximos anos estima-se a prestação média e a renda mínima necessária em 2015 (tabela II). Isso significa dizer também que a renda nominal deveria subir 11,2% ao ano para que a prestação continuasse cabendo no bolso do consumidor.

Tabela II. Taxa de juros de financiamento (% ao ano) e prestação com imóvel e renda mínima necessária para pagar prestação mensal (R\$ por mês)

2009	Taxa de juros	Prestação mensal	Renda mínima
Luxo	11.0	2,640	8,800
Media/Luxo	11.0	1,629	5,431
Economico	9.0	620	2,065
2015	Taxa de juros	Prestação mensal	Renda mínima
Luxo	11.0	4,995	16,649
Media/Luxo	11.0	3,083	10,275
Economico	9.0	1,172	3,908

Fonte: MB Associados

Isso é factível de acontecer se considerarmos que a massa real de renda cresceu 6% ao ano entre 2005 e 2010 (até março). Essa massa de renda é a ampliada, que engloba as transferências de renda do governo, via Bolsa Família e salário mínimo. Como o crescimento médio do PIB entre 2010 e 2015 (5,2%) deverá ser maior do que foi entre 2005 e 2009 (3,6%) é natural esperar que esse padrão de crescimento de renda se mantenha para os próximos anos. Supondo uma taxa de inflação anual de 4,5% e a massa real de renda de 6% temos uma expansão de pouco mais de 10,5% nominais a cada ano de renda.

Em outras palavras, mesmo com o padrão de crescimento de imóveis ao longo de 10 anos nos Estados Unidos no período da bolha, ainda assim nosso crescimento de renda poderá comportar o crescimento dos preços dos imóveis sem implicar perdas na capacidade de pagamento das famílias.

Esse argumento é fundamental para a análise de bolha, pois uma das implicações é que a economia precisa continuar tendo perspectiva positiva de crescimento de renda e PIB para poder comportar aumentos significativos de preços de imóveis, diferente do que aconteceu nos exemplos citados nos exemplos internacionais.

Conclusão

A avaliação de bolha numa economia é incerta mesmo quando ela está ocorrendo. Apenas quando ela estoura que pode se concluir que houve ou não tal evento. Mas há indicações indiretas numa economia que podem sinalizar a criação desse tipo de crescimento anômalo de preços. O que vimos aqui é que a base para tal é uma regulação financeira enfraquecida em conjunto com uma situação macroeconômica muito expansionista. Sem esse tipo de comportamento a evolução de manada que Shiller considera como o acelerador das bolhas não poderia acontecer. Mas como vimos nos caso brasileiro, nem temos uma situação macroeconômica fora do controle, nem um sistema financeiro desregulado. Além disso, para que o fundamento seja a base do crescimento dos preços, tem que haver uma expectativa de crescimento de renda compatível com o crescimento esperado dos preços. Como vimos, mesmo considerando um padrão de

crescimento de preços de imóveis igual ao percebido na crise americana, a evolução da renda no Brasil poderá comportar a evolução desses valores.

Queremos dizer aqui que não parece haver sinais claros de que haja uma bolha nesse momento na economia brasileira. Entretanto, não quer dizer que não possamos tê-la um dia. O descontrole de crédito imobiliário aliado a uma conjuntura macro que permite alta liquidez em mercado de ativos que não os títulos do governo poderiam levar a um crescimento de preços ainda mais forte do que o visto atualmente. Ou seja, ainda estamos numa fase que a demanda parece ser a razão da evolução dos preços.

Não podemos deixar de enfatizar que bolhas devem ser entendidas num contexto em que o futuro está descasado do presente, ou seja, que as promessas de compra do produto continuem se realizando e não seja efêmero como foi na bolha americana dessa década e a própria bolha das ações de tecnologia nos EUA na década de 90. É essa perspectiva de demanda forte na economia brasileira que permite ainda que os fundamentos sejam mais importantes, junto a um sistema financeiro sólido.

Bibliografia

Arrow, K. (2010). *Teoria econômica e a crise financeira: como incentivos ineficientes podem levar a catástrofes*. In: A economia irracional (E.Michel-Kerjan e P. Slovic, orgs.). Editora Campus.

Bikhchandani, S. Hirshleifer, D. e Welch, I. (1992). *A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades*. In: The Journal of Political Economy, vol. 100, n. 5, outubro.

Caballero, R. (2010). *The “other” imbalance and the financial crisis*. www.voxeu.org.

Coval, J., Jurek, J. e Stafford, E. (2009). *The economics of structured finance*. In: Journal of Economic Perspectives, vol. 23, n.1.

Englund, P. (1999). *The Swedish banking crisis: roots and consequences*. In: Oxford Review of Economic Policy, vol. 15, n.3.

Gyourko, J., Mayer, C. e Sinai, T. (2006). *Superstar cities*. National Bureau of Economic Research. Working paper n, 12355.

Hendershott, P.H., Lizieri, C.M. e Matysiak, G.A. (1999). *The workings of the London Office Market*. In: Real State Economics, vol. 27.

Holcombe, C. (2010). *China surrenders to its property bubble*. GaveKal ad hoc comment (Asset Allocations and Economic Research), 13 de julho.

Roubini N. e Mihm, S. (2010). *A economia das crises*. Editora Intrínseca.

Shiller, R. (2007). *Understanding recent trends in house prices and home ownership*. Cowles Foundation Discussion Paper n. 1630.

Shiller, R. (2008). *How a bubble stayed under the radar*. In: New York Times, 2 de março.

Stiglitz, J. (1990). *Symposium on bubbles*. In: Journal of Economic Perspectives. Vol 4, n. 2.