

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Pedro Matos Veloso

**BOLHA IMOBILIÁRIA EM BELO HORIZONTE:
UMA ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS E RISCOS**

RESUMO:

O artigo analisa a evolução dos preços dos imóveis em Belo Horizonte, estudando suas causas e impactos. Ele discorre sobre a importância do ramo da construção civil para a economia, expondo todos os mecanismos de externalidades desse setor. Revisou-se também o processo de consolidação do mercado imobiliário até a atualidade, destacando a problemática do déficit habitacional brasileiro. A discussão do risco envolvido com o surgimento de uma bolha imobiliária na capital mineira é endossada por uma ampla revisão teórica sobre o tema. Seus resultados foram interpretados sob a ótica heterodoxa e comparados às respectivas séries históricas e aos indicadores similares de outras nações.

Palavras-chave: Bolha Especulativa. Construção Civil. Mercado Imobiliário. Valorização Imobiliária

Belo Horizonte
2014

INTRODUÇÃO

A determinação do valor real dos ativos na economia é frequente objeto de estudo pelos economistas. Há, porém, uma persistente ineficácia dos governantes em diagnosticar e coibir o surgimento de ondas especulativas nos mercados.

Atualmente, existe o receio de que essa situação ocorra no mercado imobiliário brasileiro, que sofreu desproporcional valorização nos últimos anos associada a intensa expansão do crédito para esses fins.

Esse trabalho tentará estimar as causas, bem como explorar as possibilidades de um movimento especulativo nesse mercado em Belo Horizonte. Afinal, a elevação desproporcional nos preços imobiliários pode gerar outros desequilíbrios em cadeia, pois o setor de construção civil é essencial para a economia, capaz de fomentar a demanda de muitas outras áreas através do consumo direto de insumos e equipamentos, além do elevado efeito multiplicador de emprego por sua necessidade intensiva de mão-de-obra.

Destaca-se que o motivo primordial para a importância e dinamismo desse setor se resume ao tamanho do seu produto como proporção do valor adicionado total das atividades da economia nacional (TEIXEIRA 2009).

A proximidade temporal da crise norte-americana em 2008 também traz à tona novas discussões a respeito das similaridades do caso brasileiro com o norte-americano, cuja crise foi desencadeada pela reversão do último ciclo de construção residencial do país (GONTIJO 2008). Kindleberger e Aliber (2005) também destaca outros países acometidos por crises imobiliárias onde a especulação no setor se fez presente, como a China (1997) e o Japão (1991).

Existem várias hipóteses para o aumento nos preços dos imóveis nas cidades brasileiras. Segundo as leis de mercado, os preços são definidos pelo equilíbrio entre as forças ofertantes e demandantes. Por essa visão, o mercado imobiliário no país poderia estar sofrendo apenas um reajuste natural oferta e procura de imóveis.

Porém, há de se analisar profundamente todos fatores envolvidos na recente valorização dos imóveis em Belo Horizonte. Pelo lado da demanda, segundo Schiller e Case (2003), a demografia, aumento da renda, crescimento do emprego, alterações normativas, taxas de juros e características particulares tais como índices de criminalidade e acessibilidade, dentre outras, possuem efeitos diretos sobre as oscilações nos preços.

Pelo lado da oferta, é necessário atentar para os custos de construção, valor dos aluguéis e possível falha de mercado, pois este se concentra em poucas empresas com vasto

poder de atuação e as construtoras poderiam cobrar preços acima dos impostos pela livre concorrência.

Por fim, um movimento especulativo no setor imobiliário somente pode ocorrer através da ampliação do acesso ao crédito, afinal ele é o ar que infla a maioria das bolhas. Nesse quesito a literatura sobre bolhas especulativas ainda revela diferentes abordagens.

Destacam-se a bolha racional – defendida pelas escolas neoclássicas – e a abordagem keynesiana, baseada no poder das expectativas e na incerteza quanto ao comportamento do mercado.

Fundamentado preferencialmente na linha keynesiana heterodoxa, serão apresentadas as justificativas teóricas norteando o raciocínio de nosso estudo e que ilustrarão o empirismo no possível surgimento de bolha imobiliária em Belo Horizonte, análise dividida entre causas do lado da oferta e os determinantes do lado da demanda.

Finalmente, os dados sobre a evolução do mercado de crédito no Brasil serão expostos e comparados aos indicadores de outras nações, como forma de medir a proporção e a qualidade do crédito imobiliário brasileiro.

1. A RELEVÂNCIA DA CONSTRUÇÃO CIVIL E A EVOLUÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO

1.1 A importância da construção civil na economia

A construção civil notabiliza-se como um dos principais pilares da economia, por conta das obras que sustentam o desenvolvimento infraestrutural do país, geração de empregos, moradias e renda para a população, além de fomentar, em última instância, recursos tecnológicos inovadores. Um país como o Brasil, com grandes gargalos infraestruturais, é extremamente dependente da força da construção civil para elevar a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), do emprego e da renda no curto e médio prazos.

Destacam-se os impactos indiretos da atividade no restante da economia. A articulação intersetorial que se forma através da cadeia produtiva, ligando desde fornecedores de matérias-primas, insumos diversos e equipamentos (que estão para trás na cadeia), até aquelas atividades de serviços (aluguéis, hotéis, consultorias, etc.), consolidam o chamado “Macrossetor da Construção”.

Em Minas Gerais, muitas das atividades pertencentes à cadeia produtiva do macrossetor da construção dinamizam a economia estadual.

O mercado de trabalho é o segundo ponto chave para analisar os desencadeamentos positivos do setor no restante da economia. Seu elevado poder multiplicador de renda e emprego é característica marcante. A construção civil emprega, em média, uma faixa constante de 6% a 7% do total da população ocupada no Brasil desde 1992, segundo dados do IBGE.

Mais significativa ainda é a função social do setor, já que a grande maioria de seus trabalhadores tem baixa escolaridade e empregabilidade.

Em 2010, mais da metade desses trabalhadores não possuíam ensino médio completo (52,2%). Tal índice reflete a adequação do setor às camadas mais carentes da população. Afinal, a maior taxa de desemprego na região metropolitana de Belo Horizonte, por exemplo, concentra-se justamente nessa faixa de escolaridade, atingindo cerca de 18,6% desse grupo, segundo dados do DIEESE.

O salário médio da indústria da construção em Belo Horizonte foi ligeiramente menor que 3 salários mínimos. Deve-se ressaltar, porém, que o setor possui elevada rotatividade em sua mão-de-obra, ainda que esse número seja distorcido pela periodicidade e curta duração das empreitadas.

2. A BOLHA ESPECULATIVA: AS DIFERENTES ABORDAGENS TEÓRICAS

Bolhas e crises são dois dos assuntos que mais fascinam acadêmicos ao longo do tempo, ainda que exista muito pouco consenso na ciência econômica em se tratando desses eventos.

De forma a adicionar valor e preencher lacunas deixadas em branco pela teoria keynesiana, a análise minskyana introduz aspectos intrínsecos das finanças a fim de esclarecer os condicionantes responsáveis pela sobrevalorização de ativos e, em última instância, pela emergência de crises financeiras.

Minsky (1975) argumenta que as finanças são frequentemente baseadas na hipótese de que “a situação atual permanecerá indefinidamente”. Para esse autor, nem o *boom*, nem deflação ou estagnação podem continuar indefinidamente. Cada fase gera as forças que conduzem à sua própria destruição.

Porém, a cada etapa de expansão da economia, gera-se nova onda de expectativas positivas nos investidores, os quais se animam de tal forma que “a especulação e situações com estruturas de passivo e os novos ativos financeiros levam a economia a um *boom* de investimento” (MINSKY, 1986).

Surge dessa maneira o conceito de fragilidade financeira, entendido como a tendência inerente do comportamento das firmas capitalistas em assumir cada vez maiores riscos à medida que o ambiente econômico torna-se mais otimista. Como resultado, segundo Curado (2006), as firmas tornam-se mais suscetíveis ao comportamento e às volatilidades do mercado financeiro.

Minsky (1986) subdivide as posições financeiras em três unidades possíveis, assim chamadas de *hedge*, *especulativa* e *ponzi*. À medida em que se validam os planos de investimento no sistema financeiro sob expectativas otimistas, tais unidades caminham, inevitavelmente, rumo a uma “*ponzificação*”, trilhando os rumos da fragilização financeira.

As unidades em posição *hedge* são aquelas cujas receitas esperadas de seus ativos, quando convertidas em fluxos de caixa, são suficientes para cobrir os “compromissos financeiros no presente e no futuro” (MINSKY, 1986). No caso da unidade *especulativa*, conforme Bahry e Gabriel (2008), os fluxos futuros são insuficientes para fazer frente ao principal do endividamento, e somente cobrem o pagamento de juros da estrutura de passivo.

Por último, as unidades econômicas *ponzi* são aquelas cujo fluxo de renda esperado é inferior à sua necessidade de recursos para honrar compromissos financeiros. Essas unidades são incapazes, inclusive, de cumprir os pagamentos dos serviços da dívida. (MINSKY, 1986).

Ou seja, quando o número de firmas sob a forma de unidades *ponzi* supera o número de firmas das demais, “acontecimentos inesperados podem desencadear sérias dificuldades financeiras” (MINSKY, 1975).

Uma possível abordagem sobre o surgimento de bolhas de ativos, a partir do trabalho original de Minsky (1986), reduz a importância dos fundamentos básicos do preço de um ativo em cenários de excessivo otimismo no mercado.

Por esse ponto de vista o mercado terá adentrado em fase de instabilidade irreversível, onde qualquer pequeno distúrbio revelará a existência de fragilidade financeira. O “estouro” da bolha ocorreria, portanto, quando a expectativa de retorno do ativo não se concretizasse, ocasionando queda abrupta dos preços abaixo dos níveis iniciais e desmoronamento financeiro subsequente.

Contribui também para explicar a constituição de bolhas e crises na economia a escola novo-keynesiana. À essa literatura, coube acrescentar novamente conceitos como assimetria de informação e outras interpretações adicionais baseados na teoria comportamental.

Krugman (1998), por exemplo, adiciona fatores institucionais às causas da fragilidade financeira. Afinal, segundo o autor, é possível haver conflitos de interesse entre gestores e controladores dentro de uma mesma firma, fazendo com que o interesse dessa às vezes não seja amplamente defendido pelo seu gestor, causando distorções no mercado.

Existe também, de acordo com Krugman (1998), consenso de que certas instituições financeiras seriam “imunes” ao risco, resguardadas pela proteção governamental. Estas, portanto, poderiam assumir maiores riscos sem sofrer perdas financeiras relevantes. Decorre disso, ainda segundo esse autor, o chamado *Pangloss value*, “os valores que um ativo assumiria caso vivêssemos no melhor mundo possível”.

Em outras palavras, a “imunidade” dos intermediários financeiros proposta por Krugman (1998) possibilitaria a eles inflacionar o preço, procurando obter apenas o valor máximo de rendimento desses ativos, ainda que na prática essa probabilidade de ganho seja baixa.

Harras e Sornette (2011), utilizam aspectos da física e da economia comportamental para determinar o que leva o investidor a adotar estratégias mais arriscadas ao longo do tempo, fragilizando sua posição financeira.

O modelo de informação em cascata é a chave para o entendimento desses eventos. A cada período t , cada investidor forma sua opinião conforme a expectativa do valor futuro do ativo. Essa opinião é baseada, resumidamente, em 3 aspectos: i) através de informações públicas, exemplo: revistas; televisão; sites; jornais ii) informações da “rede de amigos”, ou

seja, pessoas influentes para os agentes; iii) e por meio de informações privadas, as *inside informations*.

A bolha, portanto, emerge da maré de sorte aleatória de boas notícias que, devido ao *feedback positivo* sobre as estratégias dos agentes, evolui para um novo regime de expectativas.

Paradoxalmente, é a tentativa dos investidores em se adaptar ao regime de mercado atual que conduz à amplificação drástica da volatilidade. A retroalimentação positiva é criada pelos dois mecanismos dominantes (adaptação e imitação) que, reforçando-se um ao outro, resultam em bolhas e falhas. (HARRAS; SORNETTE, 2011).

Portanto, é notável a diferença estrutural na argumentação entre as escolas neoclássicas e keynesianas. Se a primeira sustenta toda argumentação na hipótese da racionalidade dos agentes e do caráter exógeno de bolhas nos ativos, a teoria keynesiana baseia-se na endogeneidade desse fenômeno, introduzindo a incerteza e o poder das expectativas no modelo para justificar o comportamento dos agentes nessas situações.

Enfim, torna-se difícil explicar as crises e bolhas especulativas em um cenário onde eles não são sistêmicos, pois o que se observa empiricamente é a recorrência dessas flutuações parecerem comuns ao funcionamento do mercado. Logo, a geração endógena desses fenômenos assemelha-se mais à realidade.

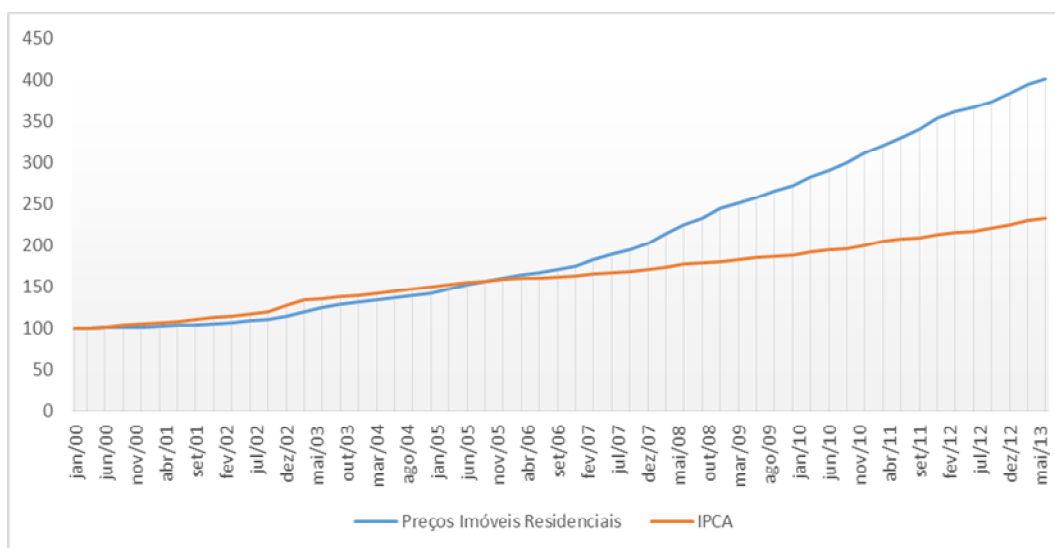
Por isso, apesar de não serem imunes a falhas, os trabalhos de Keynes (1983), Minsky (1986), Harras e Sornette (2011), Krugman (1998) e Kindleberger e Aliber (2005) apontam para uma explicação mais coerente sobre a formação e a constituição das bolhas especulativas, sendo, portanto, utilizados em conjunto como base teórica para a análise do escopo desse trabalho.

3. A VALORIZAÇÃO DOS IMÓVEIS EM BELO HORIZONTE: ARGUMENTOS E JUSTIFICATIVAS

3.1 Evidências do aquecimento do mercado imobiliário em Belo Horizonte

A análise da evolução dos preços de imóveis ainda é muito limitada no Brasil. Poucas são as instituições que fazem esse tipo de levantamento e, dentre elas, a grande maioria iniciou tal pesquisa e a construção de uma base de dados só recentemente. Com isso, perde-se um grande potencial analítico temporal de comparação entre os valores imobiliários dos estados e cidades brasileiras.

Gráfico 5 - Preço médio de venda dos imóveis residenciais em BH x IPCA – Base JAN/00 = 100.



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IPEAD e IBGE

Segundo esses dados, a valorização dos preços médios dos imóveis residenciais em Belo Horizonte superou consideravelmente o Índice de Preços do Consumidor Amplo (IPCA).

Enquanto o IPCA valorizou 132,4%, no período de jan/2000 a jun/2013, o Preço Médio do Imóvel Residencial em Belo Horizonte mais que quadruplicou, atingindo 301,3% de valorização no mesmo período, superior a outros rendimentos financeiros como o Índice IBOVESPA, a Poupança e outros índices de inflação. Em especial, o ano de 2009 apresentou

o pico de valorização anual de toda a série, com 19,4% de apreciação dos preços médios de venda dos imóveis nos 12 meses desse ano.

Também são relevantes quatro intervalos na escalada dos preços imobiliários. Pelo cálculo das variações entre cada valorização anual média de preços revelam-se quatro períodos com as maiores alterações positivas, respectivamente 2002/2003, 2003/2004, 2007/2008 e 2008/2009.

O agravante, porém, está na reversão dessa tendência altista. Há um processo gradual de desaceleração da valorização ano após ano em Belo Horizonte. A partir de 2009 o ritmo de aumento anual dos preços médios dos imóveis caiu, saindo de um patamar de 19,4% em 2009 para 6,8% entre janeiro e junho de 2013.

3.2 Análise das causas da valorização imobiliária em Belo Horizonte

Em busca de argumentos que possam elucidar tamanho aquecimento no mercado imobiliário brasileiro, seguem listadas hipóteses separadas conforme as causas resultantes da oferta e da demanda.

3.2.1 Oferta Habitacional

- **Pressão nos custos**

Foram estudados três indicadores dos custos de construção, afinal um aumento nessa variável poderia ser responsável por grande parte da valorização nos preços imobiliários em Belo Horizonte no período de 2000-2013.

O primeiro indicador analisado foi a evolução no valor médio do cimento, afinal é o mais importante produto básico na construção civil, estimado em 7% a 9% do custo total de uma empreitada. (J. MENDES CONSULTORIA, 2009)

Segundo dados da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), o preço médio desse item em Minas Gerais valorizou 101,8% entre jan/2000 e jun/2013, contra 132,4% de valorização do IPCA no mesmo período.

Outro indicador analisado foi o CUB/m² (Custo Unitário Básico por m²), também divulgado pela CBIC. Ele representa a média ponderada dos principais custos de uma construção por metro quadrado. O fator negativo reside em sua série histórica, disponível somente a partir de 2007. Entre jan/2007 e dez/2012, esse índice apresentou valorização de 50,3%, contra 37,1% do IPCA .

Por último, temos o INCC (Índice Nacional de Custos da Construção), divulgado pela FGV, que reflete o ritmo dos preços de materiais de construção e da mão-de-obra no setor. Esse índice é um dos componentes do IGP-M com peso de 10%, ao lado do IPA, com 60% e IPC, com 30%.

Levantamento do percentual real de impacto do INCC sobre o IGP-M entre jan/2000 e dez/2012, mostra o INCC numa média de 14,3% de influência no IGP-M, com desvio padrão de 13,4%. Esse resultado indica que o INCC, apesar de média superior à sua ponderação natural de 10%, não evoluiu de maneira anormal ao longo do período apurado.

Portanto, através da exposição desses três diferentes indicadores e, uma vez que todos apresentaram valorização real negativa, com exceção do CUB, cujo índice foi o único capaz de superar o IPCA no período, concluímos que não houve aumento relativo no valor dos custos de construção que justificasse a valorização dos imóveis residenciais em Belo Horizonte entre 2000-2013.

- **Falhas de mercado**

O mercado imobiliário não pode ser considerado de concorrência perfeita, já que os bens negociados não são idênticos e há assimetria de informações, devido à dificuldade de acesso aos preços e da própria incerteza sobre a condição do ativo.

Em Varian (2006), um monopólio implicaria a existência de único produtor ou vendedor, e a Concorrência Monopolista exigiria produto homogêneo de alta elasticidade de demanda, o que inexistente no mercado imobiliário. Assim, só seria possível um oligopólio nesse mercado.

Entretanto, devido ao grande potencial de crescimento do setor, o *market-share* ainda pode ser considerado pulverizado. O Serviço Social do Comércio de São Paulo (SESC-SP) estima haver entre 60 e 80 mil construtoras no país. Dentre essas, as cinco maiores respondem por não mais do que 3% do *market-share*. Logo, ainda há espaço para a atuação de pequenas construtoras e a formação de preços continua independente de influências oligopolistas que feririam a livre competição.

3.2.2 Demanda Habitacional

A demanda habitacional varia por inúmeros fatores, afinal esse mercado engloba ativos heterogêneos e é extremamente sensível às condições socioeconômicas da população.

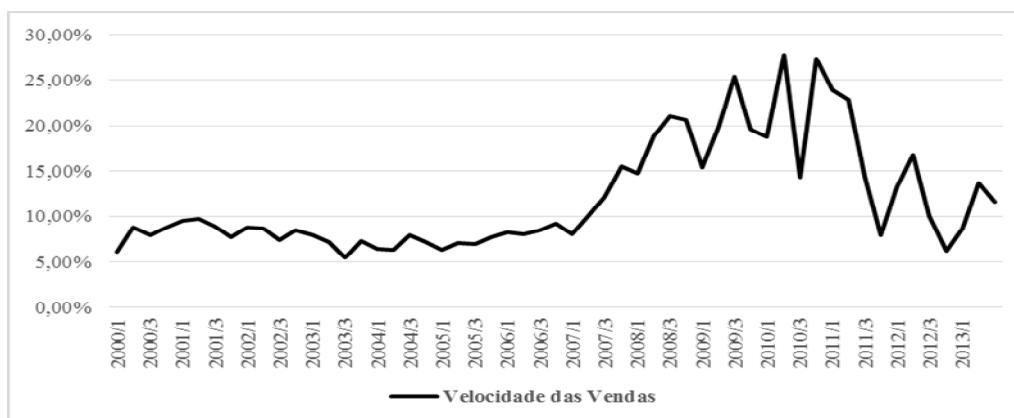
De acordo com Ferreira (2004), essa variável depende, principalmente, dos seguintes critérios:

- a) preço da habitação e de bens substitutos, bem como as expectativas dos consumidores em relação a futuros aumentos de preços;
- b) renda dos compradores;
- c) características das habitações;
- d) gosto ou preferência dos compradores;
- e) taxas de crescimento ou declínio da população, mudanças nas características da população;
- f) valor dos aluguéis;
- g) acessibilidade e condições de financiamentos;
- h) programas públicos governamentais.

O Índice de Velocidade de Vendas (IVV) é considerado uma *proxy* do comportamento da demanda imobiliária, ao relacionar o número de unidades comercializadas no mês de referência com a oferta de imóveis residenciais disponível no início do período.

O IVV pode ser considerado a medida de eficiência na realização de negócios imobiliários, pois reflete o grau de atratividade que o seu produto tem no mercado. Por isso, de acordo com Ilha (2012), a velocidade de vendas é tomada como indicador ou termômetro que mede a “temperatura” do mercado imobiliário.

Gráfico 6 – Índice de velocidade de vendas de imóveis em Belo Horizonte



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IPEAD

Ao analisar a evolução desse índice em Belo Horizonte desde 2000, percebemos uma mudança na demanda por imóveis a partir de meados de 2007.

No período compreendido entre 2007-2013 houve aumento na velocidade de vendas, com média de 16,6%, contra 7,9% entre 2000-2007.

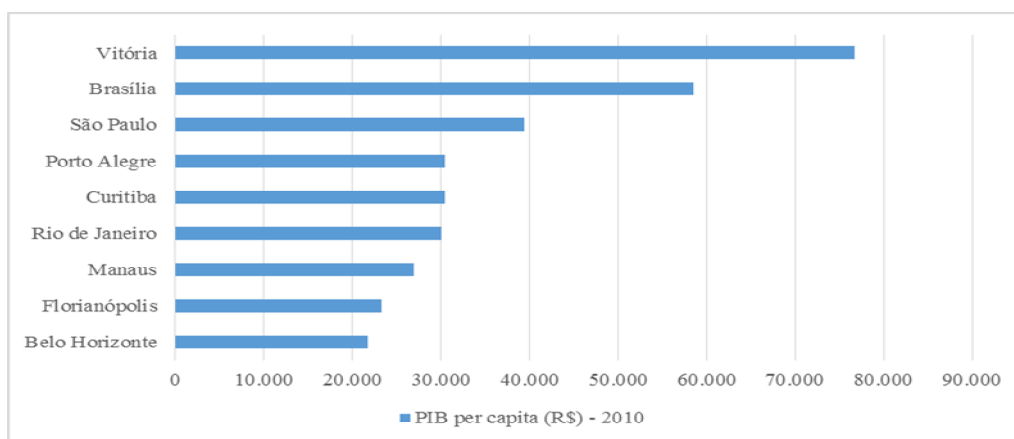
Porém, esse movimento também foi acompanhado de maior volatilidade do IVV, expressa por desvio padrão de 6,0% em 2007-2013 contra apenas 1,0% em 2000-2007.

- **Renda dos Compradores**

Dados disponíveis na seção Estatísticas e Indicadores do site da Prefeitura de Belo Horizonte mostram o avanço do PIB *per capita* da cidade de R\$ 7.008,21 em 2000 para R\$ 21.748,25 em 2010, indicando elevado aumento de renda da população, equivalente a 210,3%.

Ainda assim, Belo Horizonte figura apenas na 9ª posição entre os maiores PIB *per capita* das capitais brasileiras, abaixo de todas as do Sul e do Sudeste. Além disso, ocupa somente a 19ª posição dentre as maiores valorizações desse índice entre todas as capitais do país no período 2003-2010.

Gráfico 7 – PIB per capita: amostra de capitais brasileiras



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IBGE

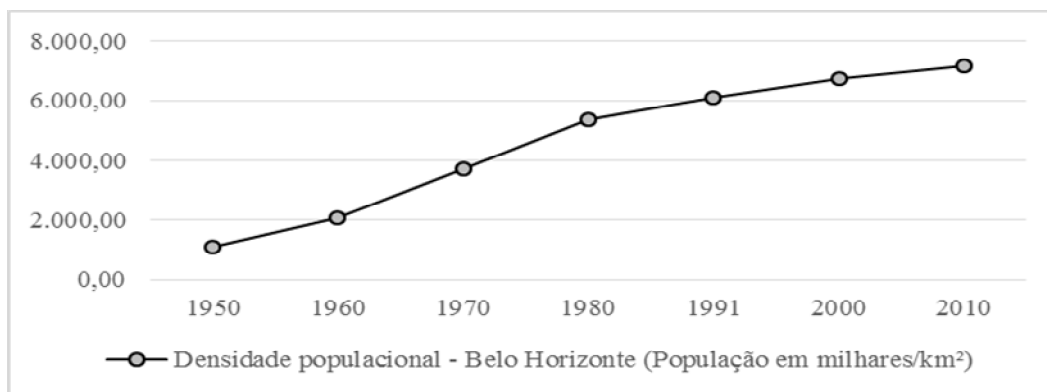
- **Evolução Demográfica**

A migração e aglomeração em centros urbano é fator intrínseco à evolução da densidade populacional de metrópoles como Belo Horizonte. Decorre disso o equivalente aumento na procura por habitação.

Dados do IBGE desde 1950 para Belo Horizonte assinalam o aumento populacional ter sido maior entre as décadas de 60 e 70, quando o número de habitantes aumentou em 160,3% na capital mineira.

A partir dos anos 80 esse ritmo desacelerou, culminando com o registro do menor avanço da densidade demográfica da cidade no período de 2000 a 2010.

Gráfico 8 – Evolução da densidade populacional em Belo Horizonte (população em milhares/km²)



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IBGE

Portanto, o aumento populacional continua ocorrendo, mas em menor medida a cada período, e pode explicar parte da evolução dos preços dos imóveis nos últimos anos, mas também não é a razão principal desse fenômeno.

Afinal, justamente no período de maior valorização imobiliária observada, o número de habitantes da cidade apresentou a menor taxa de crescimento dos últimos 60 anos.

- **Valor do Aluguel**

Comparando a evolução dos preços dos imóveis residenciais em Belo Horizonte com a dos preços médios dos aluguéis na cidade, nota-se um descasamento. Entre 2000-2013 o imóvel valorizou-se 272,4%, enquanto o aluguel apenas 187,2%.

Ou seja, assumindo jan/2000 como base da relação entre valor médio dos aluguéis sobre o preço médio de venda dos imóveis residenciais, essa razão cai para 76,2% em jun/2013:

Gráfico 9 – Índice de preços de aluguel / Índice de preços do valor de imóvel residencial (BASE: Jan/00 = 1)



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IPEAD

Dessa forma, o decréscimo na relação aluguel/preço faria com que, *ceteris paribus*, a demanda por ativos imobiliários se reduzisse, afinal o retorno pelo investimento (unicamente representado pelos aluguéis) está em queda acelerada em Belo Horizonte desde 2002.

3.2.3 Fatores de Demanda e Oferta

Existem também fatores cujo desencadeamento interferem tanto na oferta quanto na demanda imobiliária, sendo os principais as iniciativas governamentais e o comportamento do mercado financeiro. Facilitar os negócios diminuindo a burocracia, criar leis de segurança entre as partes e programas de incentivo à moradia, entre outras ações do Governo, ao mesmo tempo que o mercado financeiro disponibiliza mais linhas de financiamento, reduz taxas de juros e alonga os prazos do crédito podem favorecer tanto a oferta quanto a demanda imobiliária.

- **Legislação e Incentivos Governamentais**

a) Lei nº 9.514/97

Criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e dispôs sobre a concessão, aquisição e securitização de créditos imobiliários.

b) Lei nº 10.931/04

Alterou a Lei de Incorporação, instituindo o Regime do Patrimônio de Afetação.

c) Lei nº 11.434/06

Flexibilizou o uso da TR nos financiamentos, permitindo taxas de juros prefixadas no SFH.

d) Lei nº 9.514/07

Introduziu a Alienação Fiduciária em Garantia de Bens Imóveis.

e) Lei nº 11.977/09

Criou o Programa “Minha Casa, Minha Vida” (PMCMV)

f) Promoção de eventos esportivos

Tanto a Copa do Mundo de 2014 quanto os Jogos Olímpicos de 2016 exigiram do Governo inúmeras obras públicas, gerando grande perspectiva de valorização dos imóveis nessas proximidades.

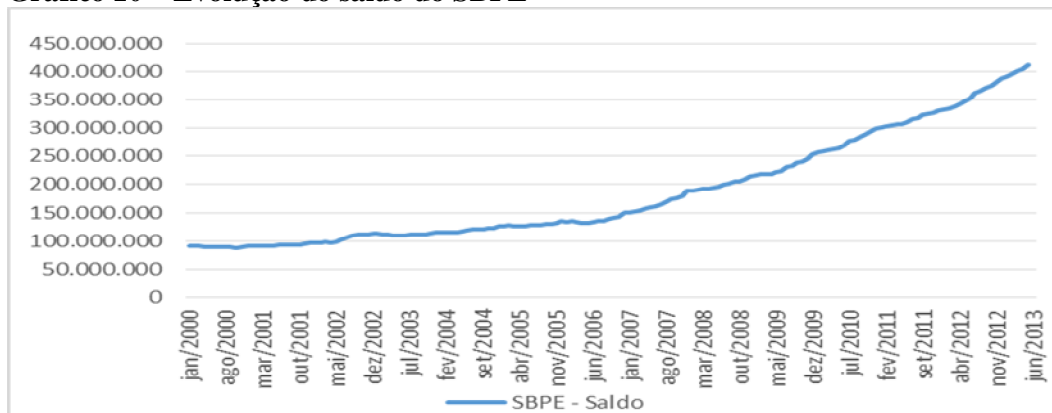
- **Crédito Imobiliário**

No Brasil, onde o mercado de crédito é bastante regulado, a expansão do financiamento habitacional depende majoritariamente do crescimento de recursos do FGTS e da caderneta de poupança, embora fontes alternativas estejam se tornando cada vez mais comuns.

O FGTS subiu consideravelmente nos últimos anos, devido ao aumento do salário médio do brasileiro. Já no caso da poupança, as entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) dedicam, obrigatoriamente, um mínimo de 70% dos recursos captados em depósitos dessa modalidade para financiamentos habitacionais.

Houve grande aumento na captação para poupança no período entre 2000 e 2013. Há, porém, um incremento a partir de 2006, quando o volume total desse recurso aumentou 188,6% em ago/2006-jan/2013, contra apenas 48,2% no período jan/2000-ago/2006.

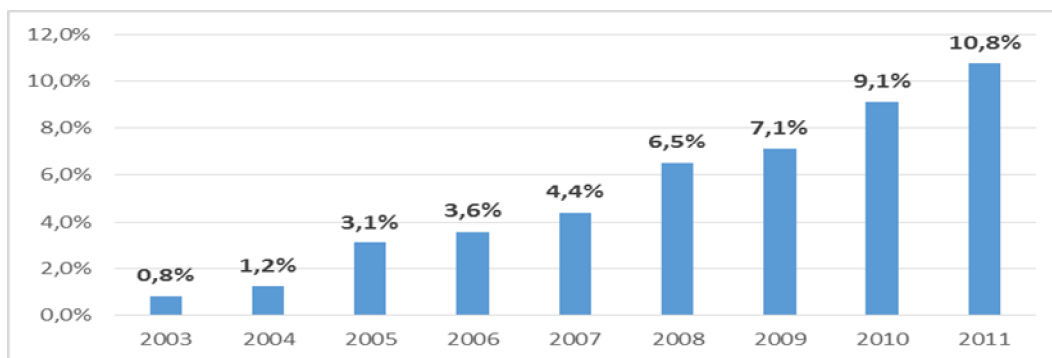
Gráfico 10 – Evolução do saldo do SBPE



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de Banco Central do Brasil (BCB) – SFH – Captação em depósitos de poupança

Outras fontes alternativas de financiamento também vêm sendo cada vez mais utilizadas. O CRI, por exemplo, é um títulos de crédito lastreado em créditos imobiliários, sendo livremente negociável em mercados secundários.

Gráfico 11 – Evolução do estoque de CRI sobre recursos do SBPE E direcionados a aplicações imobiliárias



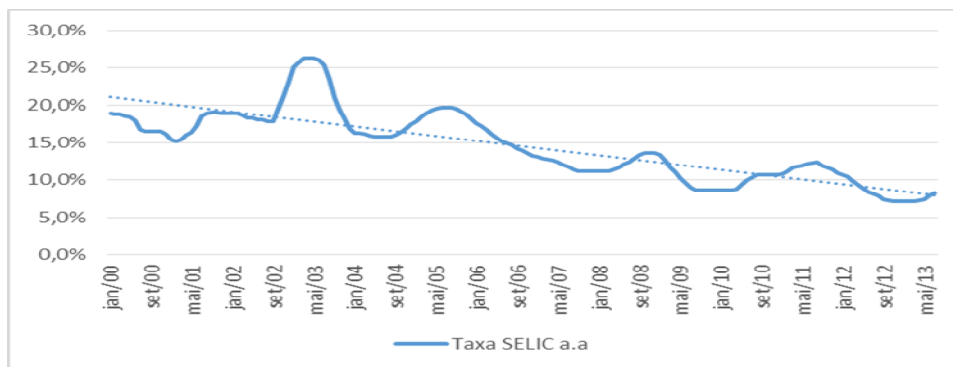
Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de BCB, Cetip e Bovespa apud RB Capital

Cresceu o estoque de CRI sobre recursos do SBPE direcionados a aplicações imobiliárias entre 2003 e 2011. O volume total de CRI's no SFH em 2003, que era de 0,80%, passou a 10,75% em 2011. Também a expansão das Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) foram alternativas encontradas pelo mercado para aumentar a disponibilidade de recursos fora do âmbito do SFH.

Além da disponibilidade de recursos, outro aspecto fundamental para viabilizar um financiamento é o comportamento da taxa de juros, que representa o preço da antecipação de renda futura.

Nesse sentido, entre 2000 e 2013 houve queda de 1070 pontos-base da taxa SELIC, índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelo mercado se balizam no Brasil, mesmo que ela apresentasse também comportamento volátil no período, com desvio padrão de 4,67%.

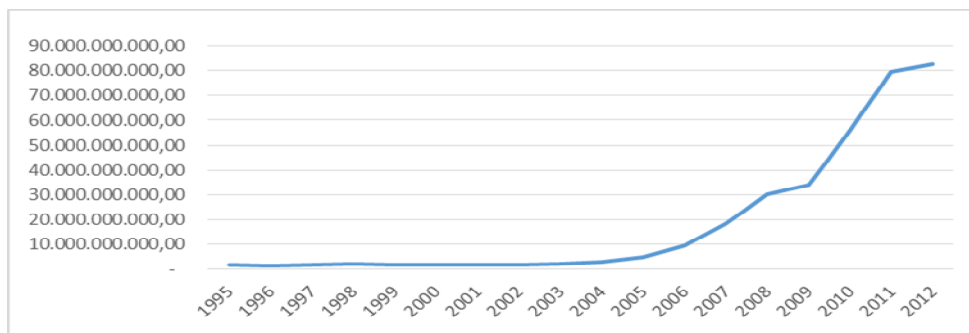
Gráfico 12 – Evolução da taxa SELIC



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de Banco Central do Brasil (BCB)

Ou seja, através do aumento de recursos disponíveis, da queda das taxas de juros no mercado e da iniciativa governamental amplamente favorável à expansão do mercado imobiliário nos últimos anos no Brasil, observou-se um aumento incomum do volume de financiamentos imobiliários concedidos pelo SFH.

Gráfico 13 – Evolução do volume de financiamento imobiliário - SFH

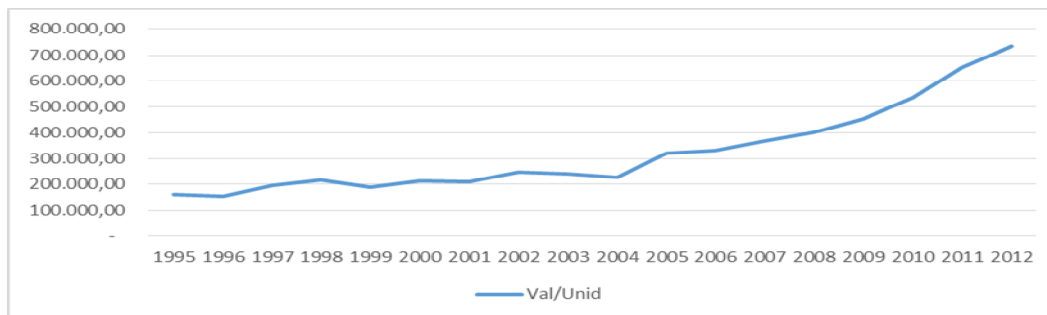


Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de Banco Central do Brasil (BCB)

Nota-se uma mudança na tendência do total de financiamentos imobiliários através do SFH desde 2004. A partir desse ano ocorreu uma escalada constante do volume de crédito contratado, atingindo valores consideravelmente maiores do que a média de toda a série histórica anterior.

Além disso, também a partir de 2004 cresceu o valor absoluto de financiamentos em relação ao número de unidades beneficiadas. Ou seja, houve aumento médio do volume emprestado tanto para a reforma quanto para construção de imóvel novo.

Gráfico 14 – Evolução do volume de financiamento imobiliário por unidade - SFH



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de Banco Central do Brasil (BCB)

3.3 Considerações sobre a possibilidade de uma bolha imobiliária

Mensurar o grau de valorização imobiliária em Belo Horizonte comparando-a aos níveis de preços mundiais é essencial, assim como foi determinar os fatores que levaram ao aumento dos preços dos imóveis na cidade e no Brasil.

A valorização imobiliária ocorrida em Belo Horizonte nos últimos anos levantou suposições sobre uma bolha imobiliária. Porém, segundo Himmelberg, C Mayer, T Sinai (2005), a alta dos preços *per se* não evidencia sobrevalorização imobiliária, ainda que em determinadas regiões o preço dos imóveis exceda a taxa média nacional de valorização por longo tempo.

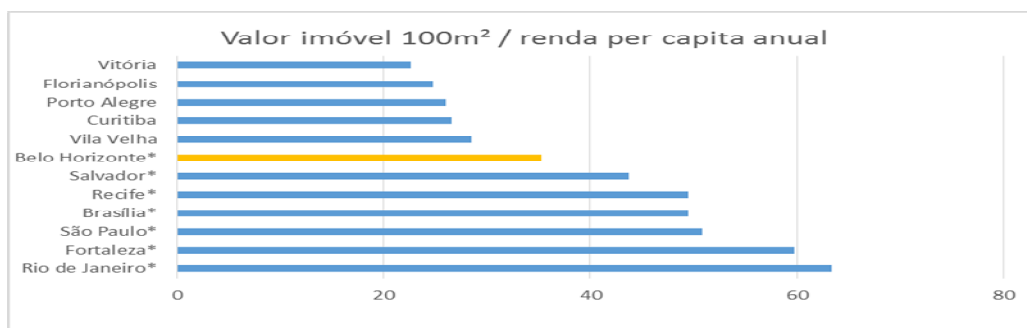
Conforme Stiglitz (1990), quando os fundamentos não parecem capazes de justificar o preço do ativo e se a razão para esses preços estarem elevados é devido, unicamente, à expectativa de ganho futuro, então a bolha existe. (>) Enfim: bolha no mercado imobiliário somente ocorrerá quando houver elevação dos preços acompanhada de inconsistência dos fundamentos básicos do mercado, (>)pois, de acordo com Schiller e Case (2003), a simples valorização dos preços dos imóveis não oferece evidências suficientes para nenhuma conclusão definitiva.

Para identificar a consistência dos fundamentos desse movimento de alta existe o índice *price-to-income*. Ele indica a medida entre os preços imobiliários em relação à capacidade de pagamento da média da população, calculando a quantidade de anos necessária para que um comprador, com renda média da região, possa adquirir um imóvel residencial médio.

McCarthy e Peach (2004) estudaram o mercado de imóveis norte-americano no período pré-crise de 2008, e o *price-to-income*¹ foi crucial para deflagrar a bolha imobiliária naquele país.

Em Belo Horizonte, o *price-to-income* encontra-se abaixo da média dos municípios disponíveis na amostra colhida pelo Índice FipeZap. Ou seja, enquanto na capital mineira leva-se quase 35 anos para pagar um imóvel de 100m² com o PIB per capita local, nas demais cidades brasileiras pesquisadas essa média sobe para 40 anos.

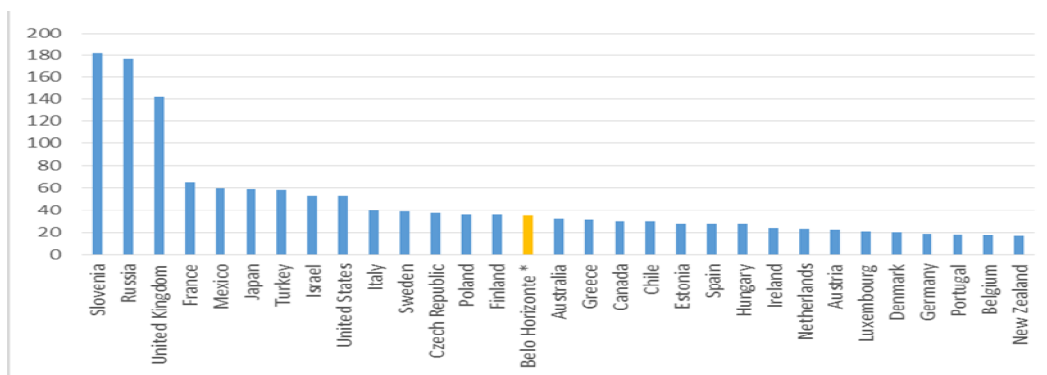
Gráfico 15 – Price-to-income das capitais brasileiras



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de FIPE-ZAP; IBGE; IPEAD

Na comparação mundial Belo Horizonte também ocuparia posição intermediária, com o 15º maior índice *price-to-income* entre 32 países da OCDE.

Gráfico 16 – Price-to-income de Belo Horizonte comparado a países



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de IBGE; IPEAD; Global Property Guide; FMI

Outro aspecto fundamental na análise comparativa dos níveis de preço mundiais é o volume de crédito disponível no mercado imobiliário.

Através do índice *Mortgage-to-GDP*, que mede o volume disponível para financiamento habitacional em comparação ao PIB de uma nação, podemos acompanhar a

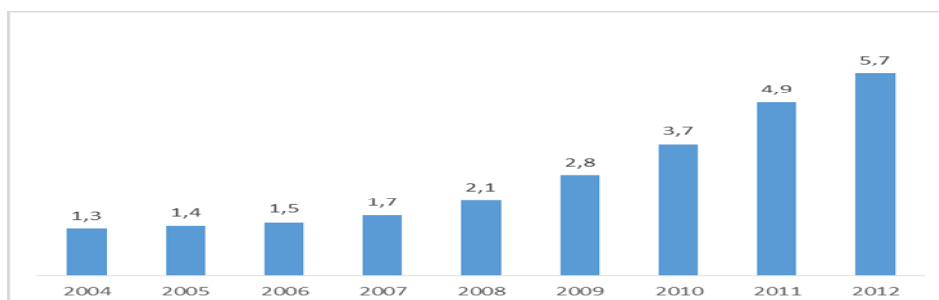
¹ Himmelberg, C Mayer, T Sinai (2005) ponderam sobre a eficácia do uso desses indicadores

evolução do sistema financeiro habitacional brasileiro ao longo dos anos, bem como compará-lo aos de outros países.

Nesse sentido, observa-se a evolução desse índice no Brasil, estimulado por medidas governamentais para a habitação e queda na taxa básica de juros.

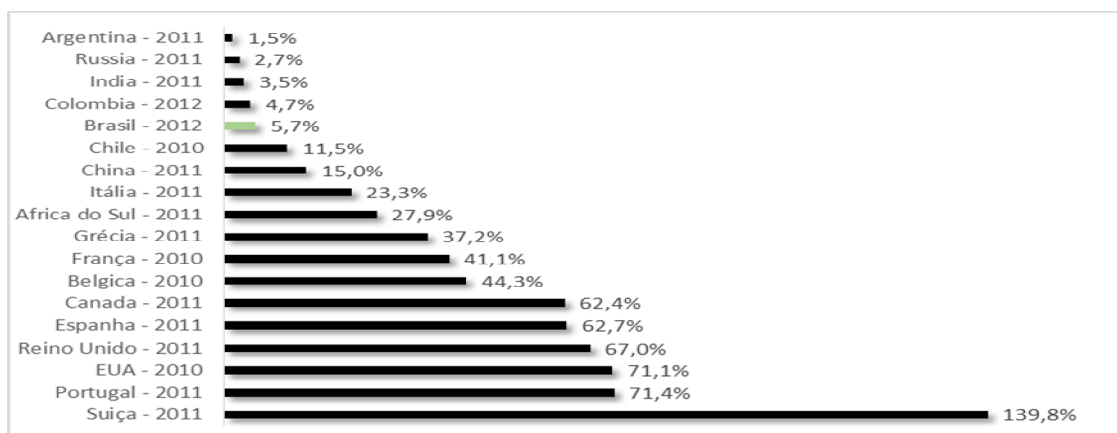
Porém, percebe-se que Brasil ainda possui o quinto menor indicador *Mortgage-to-GDP* em relação aos seus pares na América do Sul, aos BRIC's e à maioria dos países desenvolvidos. Ou seja, enquanto, nos EUA, pouco antes da queda nos preços dos imóveis em 2006, essa relação era de 79% do PIB. No Brasil, mesmo com essa grande valorização observada, esse número hoje ainda não superou os 6% do PIB.

Gráfico 17 – Evolução *Mortgage-to-GDP* - Brasil



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de Abecip (2012)

Gráfico 17 – *Mortgage-to-GDP* Brasil e outras nações

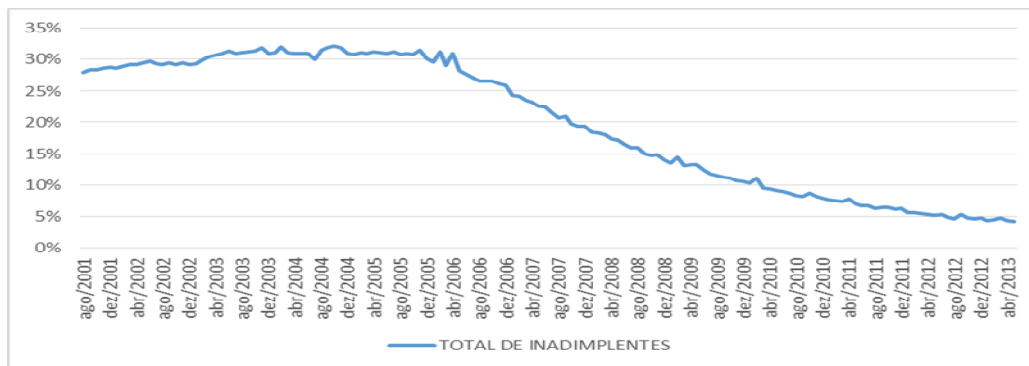


Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de OECD; National Central Bank; Chinese National Bureau of Statistics; Abecip (2012)

O grande risco envolvido nas políticas públicas de facilitar o crédito ao segmento de baixa renda é a capacidade de pagamento desses devedores. Afinal, segundo Mendonça e Sachida (2012), os bancos brasileiros foram incentivados a baixar muito os requisitos para obtenção de crédito.

Ainda assim, isso por enquanto não causou danos à solvência do sistema. O que constatamos empiricamente é o contrário, uma queda no percentual de contratos de financiamento imobiliário com atraso de mais de 3 parcelas no SFH, em especial após 2006.

Gráfico 17 – Taxa de inadimplência em financiamentos habitacionais



Fonte: criado pelo autor com dados extraídos de BCB

Havia uma estabilidade em torno de 30% de inadimplentes entre ago/2001 e jan/2006. Porém, a partir dessa data a tendência reverteu, tornou-se decrescente e atingiu o menor nível do período, 4,1%, em mai/2013.

Logo, observa-se que o nível de crédito brasileiro continua consideravelmente abaixo da maioria das nações, mesmo com todos os esforços feitos pelo Governo Federal para flexibilizar as linhas de crédito à habitação. Aliado a isso, houve uma melhora na qualidade dos financiamentos direcionados à habitação.

CONCLUSÃO

Esse trabalho analisou a ascensão dos preços imobiliários na cidade de Belo Horizonte desde o início da última década. Esse aquecimento, representado pela elevação do índice de velocidade das vendas, teve suas causas estudadas sob as óticas da demanda e oferta.

Através dessa análise foi possível descartar argumentos amplamente utilizados por alguns meios de comunicação, corretores, economistas, dentre outros, para justificar a sobrevalorização dos preços dos imóveis na cidade. Argumentos como falhas de mercado, elevação dos aluguéis e pressão dos custos de construção, por exemplo, se mostraram insuficientes nesse sentido.

Deve-se resumir essa valorização em quatro causas básicas. Primeiro, em menor medida, pelo aumento populacional na capital mineira que, apesar da tendência decrescente,

continua pressionando a demanda por habitação. Em segundo lugar, em média medida, pela elevação considerável do PIB per capita do belo-horizontino nos últimos anos.

Entretanto, ainda que esses fatores tenham influenciado o aquecimento do mercado imobiliário, outros dois argumentos respondem pela maior fatia do fenômeno altista na cidade.

As medidas governamentais de incentivo à habitação e aperfeiçoamento da legislação consolidaram as bases e reforçaram o arranjo institucional do mercado, atraindo novamente investimentos para o setor.

E por último, o aumento das linhas de financiamento, associado à facilitação na obtenção de crédito imobiliário, e a queda nas taxas de juros básicas constituíram o fator primordial para a valorização dos imóveis nesse período.

O crédito, ao permitir agilidade nas transações e expansão da economia por meio da intermediação financeira e liquidez aos agentes econômicos, é essencial para o desenvolvimento do setor e da própria economia brasileira.

Ao mesmo tempo, sendo também o ar que infla uma bolha especulativa, torna-se imprescindível analisar a relação entre seus componentes (a quantidade de recursos disponíveis e a qualidade dos mesmos) diante das variações nos preços imobiliários.

Nota-se que o volume de crédito imobiliário brasileiro, proporcional ao nosso PIB, ainda é significativamente menor do que na maioria das nações. Além disso, a taxa de inadimplência das linhas de financiamento para o setor imobiliário está em queda contínua desde 2006. Logo, o sistema não possui grandes riscos, se comparado ao que se observava nos Estados Unidos pouco antes da crise financeira de 2008.

Portanto, é inegável que houve um aumento incomum no valor dos imóveis em Belo Horizonte e no restante do Brasil. No entanto, a análise dos indicadores mostra que isso deveu-se muito mais à readequação no nível de preços do que a uma bolha especulativa propriamente dita, uma vez que mercado imobiliário brasileiro esteve reprimido ao longo de décadas.

De fato, percebe-se gradualmente a redução no ritmo de valorização dos imóveis, e isso pode significar a entrada numa fase de maior estabilidade dos preços. No entanto, ainda há um grande déficit habitacional a ser superado. O desafio será preencher essa lacuna em um cenário de menos terrenos livres para construção e num patamar de preços mais altos do que anteriormente.

REFERÊNCIAS

ABECIP. **Informações Estatísticas**. 2012 Disponível em: <http://www.abecip.org.br/m22_redir.asp?cod_pagina=833&cod_link=5570>. Acesso em: Setembro 2013.

BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos. **Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política**, 2008.

BOETTKE, Peter J.; LEESON, PETER T. Hayek, Arrow, and the Problems of Democratic Decision-Making. **Journal of public finance and public choice**, v. 20, n. 1, p. 9-21, 2002.

BONDUKI, Nabil. Política habitacional e inclusão social no Brasil: revisão histórica e novas perspectivas no governo Lula. **Arq.urb Revista eletrônica de arquitetura e urbanismo**. n.1, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim Regional do Banco Central do Brasil – janeiro 2011**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletimregional/port/2011/01/br201101b3p.pdf>>. Acesso em: janeiro 2013.

CASE, K.E; SHILLER, R.J. Is there a bubble in the housing market?. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 34, n. 2, pp. 299-362, 2003.

CURADO, Marcelo. Flutuações nos preços dos ativos: uma comparação entre as bolhas especulativas racionais e a contribuição keynesiana. **Revista Economia e Sociedade, Campinas**, v. 15, n. 1, p. 57-77, 2006.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS (DIEESE). Mercado de trabalho na região metropolitana de belo horizonte em 2012. **Pesquisa de Emprego e Desemprego 2012**. Disponível em: <<http://www.dieese.org.br/analiseped/2012/2012pedbh.pdf>>. Acesso em: Fevereiro 2013.

EATWELL, John. Useful bubbles. **Contributions to Political Economy**, v. 23, p. 35-47, 2004.

EDMONDS, G. A. The construction industry in developing countries. **International Labour Review**, v.118, p. 355-369, 1979.

FAMA, Eugene F. Banking in the Theory of Finance. **Journal of monetary economics**, v. 6, n. 1, p. 39-57, 1980.

FERREIRA, Frederico Poley Martins. Demanda habitacional: uma metodologia de acompanhamento e previsão para as regiões administrativas do Distrito Federal. **XIV Encontro Nacional de Estudos Populacionais, ABEP. Caxambu**, 2004.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO (FJP). **Déficit habitacional no Brasil 2008**. Brasília, 2011.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **When bubbles burst**. World Economic Outlook. 2003.

GONTIJO, Cláudio. **A teoria das crises financeiras: uma apreciação crítica**. Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2011.

GONTIJO, Claudio. **Introdução à econômica: uma abordagem lógico-histórica**. Editora CRV. Belo Horizonte, 2013.

GONTIJO, Claudio. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. (Texto para discussão). CEDEPLAR/ UFMG. Belo Horizonte, 2009.

GRIMES, Arthur; AITKEN, Andrew. **House prices and rents: socio-economic impacts and prospects**. Wellington: Motu Economic and Public Policy Research, 2007.

HARRAS, Georges; SORNETTE, Didier. How to grow a bubble: a model of myopic adapting agents Sornette. **Journal of Economic Behavior & Organization**, n.80, p. 137-152, 2011.

HIMMELBERG, Charles; MAYER, Christopher; SINAI, Todd. **Assessing high house prices: Bubbles, fundamentals, and misperceptions**. National Bureau of Economic Research, 2005.

ILHA, João Carlos Godoy et al. **Análise do mercado da oferta e velocidade de vendas de imóveis novos em Florianópolis-SC**. (Dissertação de mestrado). Florianópolis, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa Anual da Indústria da Construção**, v.20, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais**, 2011b.

J. MENDES CONSULTORIA. **A transformação mineral no Brasil: Perfil do cimento**, 2009

KEYNES, John M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Abril Cultural, Coleção Os Economistas, 1983

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, Panics, and Crashes**. Hoboken, 2005

KIRZNER, Israel M. **Entrepreneurship and competition**. University of Chicago Press. Chicago, 1973.

KRUGMAN, P. **What happened to Asia?** 1998. Disponível em: <<http://www.mit.edu>>. Acesso em 15 de Julho de 2013.

MACHLUP, Fritz. **Knowledge: its creation, distribution and economic significance, volume II: the branches of learning**, 1982.

MATA, Milton. **Migrações internas no Brasil: aspectos econômicos e demográficos**. IPEA,

Coleção Relatórios de Pesquisa, n. 19. Rio de Janeiro, 1973.

MENDONÇA, Mário Jorge; SACHSIDA, Adolfo. **Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro?**. (Texto para discussão). IPEA. Brasília, 2012.

MERCÊS, Mônica. **Posicionamento estratégico das empresas da construção civil em Pernambuco/Brasil, nos anos 2007 e 2008, diante da volta dos financiamentos bancários de longo prazo e do aumento da concorrência de grandes empresas**. (Tese de Mestrado). ISCTE. Lisboa, 2009.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MYERS, Danny. **Construction economics: a new approach**. London: Spon Press, 2004.

MOREIRA, Daniel. As 10 cidades que mais ganharam novos imóveis em 2011. **Revista Exame online**. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/brasil/noticias/as-10-cidades-que-mais-ganharam-novos-imoveis-em-2011>>. Acesso em 1 de Junho de 2013.

OREIRO, José Luís. Bolhas racionais, ciclo de preços de ativos e racionalidade limitada: uma avaliação crítica dos modelos neoclássicos de bolhas especulativas. **Revista Análise Econômica**, n. 40. Porto Alegre, 2003.

POLICARPO Jr., PATURY Felipe e SIMONETTI Eliana. A usina de falcatruas da Encol. **Revista Veja**, p.26. São Paulo, 1997.

ROTHBARD, Murray N. (1999). **America's great depression**. Auburn: The Ludwig von Mises Institute, 2000. Quinta edição. Primeira edição em 1963.

SMITH, Adam. 1976. **A riqueza das nações. investigação sobre a sua natureza e as suas causas**. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

STIGLITZ, Joseph E. Symposium on bubbles. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 4, n. 2, p. 13-18, 1990.

TEIXEIRA, Luciene. **A indústria de construção brasileira sob a ótica da demanda efetiva**. Tese (Doutorado). Universidade Feral de Viçosa, 2009.

TEIXEIRA, L., GOMES, M., SILVA, A.. Construção civil mineira: dinâmica e importância para a economia estadual. **Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional**, v. 7, n. 1, p. 69-95, 2011.

VAN ORDER, Robert. A experiência dos EUA pode ajudar o Brasil. **Revista do SFI**, ano 1, n. 1, 1996.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia-princípios básicos**. Elsevier Brasil, 2006.