

14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil

17 a 20 de Setembro de 2014



ELEVAÇÃO DE PREÇOS NO MERCADO RESIDENCIAL NO BRASIL: QUESTÕES ESTRUTURAIS, DESEMPENHO DO SETOR E RISCO DO SISTEMA ECONÔMICO

Paulo Pereira¹

¹ Auster Brasil Real Estate, Av. das Nações Unidas, 8501, 17º andar, São Paulo - SP, Brasil –
ppereira@austerbrasil.com.br

RESUMO

Desde a crise de 2007/2008 nos Estados Unidos o mercado imobiliário vem sendo motivo de preocupação em vários países, tendo inclusive o BIS (Bank for International Settlements) e o FMI (Fundo Monetário Internacional) sugerido que os bancos centrais monitorassem esse mercado com o objetivo de evitar que os sistemas financeiros dos países, ou mesmo em escala global, sejam atingidos por problemas do mercado imobiliário. No Brasil, nos últimos anos, dada a grande elevação dos preços dos imóveis, a questão da existência de uma bolha de preços que estaria inflando para em seguida estourar vem sendo levantada pela imprensa e por pesquisadores. A abordagem desse artigo não é se temos ou não uma bolha, o que nos levaria a uma discussão teórica a qual não é o propósito aqui. O propósito desse texto, é analisar as condições estruturais da economia que permitiram essa grande elevação dos preços dos imóveis residenciais, tais como a acentuada queda da taxa de juros e a significativa elevação dos custos de construção, para em seguida verificar, com dados das empresas de capital aberto, que esse grande aumento de preços não se traduziu em qualidade de desempenho das empresas do setor, como também, baseando-se em dados do Banco Central do Brasil, verificar que não há, até agora, risco para o sistema financeiro e consequentemente para o sistema econômico.

Palavras-chave: elevação de preços, imóveis residenciais, riscos, sistema financeiro, crise.

14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil

17 a 20 de Setembro de 2014



PRICES RISING IN HOUSING MARKET IN BRAZIL: STRUCTURAL ISSUES, SECTOR PERFORMANCE AND ECONOMIC SYSTEM RISK

ABSTRACT

Since 2007/2008 United States crisis the real estate market has been a reason of concern in several countries, as BIS (Bank for International Settlements) and IMF (International Monetary Fund) suggested the central banks monitored this market with the objective of avoid the countries financial systems, or even in a global scale, being reached by problems in the real estate market. In Brazil, in the recent years, given the huge rising in the residential market prices, the issue of the existence of a price bubble, that would be inflating to burst in a following moment, has been broadcasted by the press and some researchers. This article's approach is not about having or not a bubble, that would lead us to a theoretical discussion which is not the intention here. This article objective is analysing the structural conditions of the economy that permitted the huge residential prices rising, as the slump of the interest rates and the boost of the construction costs, next verifying, using the listed companies data, that this huge prices rising did not improved the performance of the companies in this sector, as well as, based in the Banco Central do Brasil data, verifying that, so far, there is no risk for the financial system and consequently to the economic system.

Key-words: prices rising, housing market, risks, financial system, crisis.

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário, apesar das não desprezíveis particularidades geográficas e locais, como qualquer outra atividade econômica está imerso no contexto geral da economia, de forma que ao mesmo tempo em que influencia as variáveis macroeconômicas, tais como emprego, renda e taxa de juros, também é influenciado por elas.

Por outro lado, as interações entre os agentes consumidores e produtores de imóveis, como também fornecedores de insumos e mão-de-obra, conformam o mercado imobiliário do ponto de vista da microeconomia.

Assim, as condições estruturais da economia são os ambientes macro e microeconômico nos quais os agentes do mercado imobiliário interagem entre si e com a economia como um todo, resultando nos últimos anos em movimento de expressiva alta de preços dos imóveis.

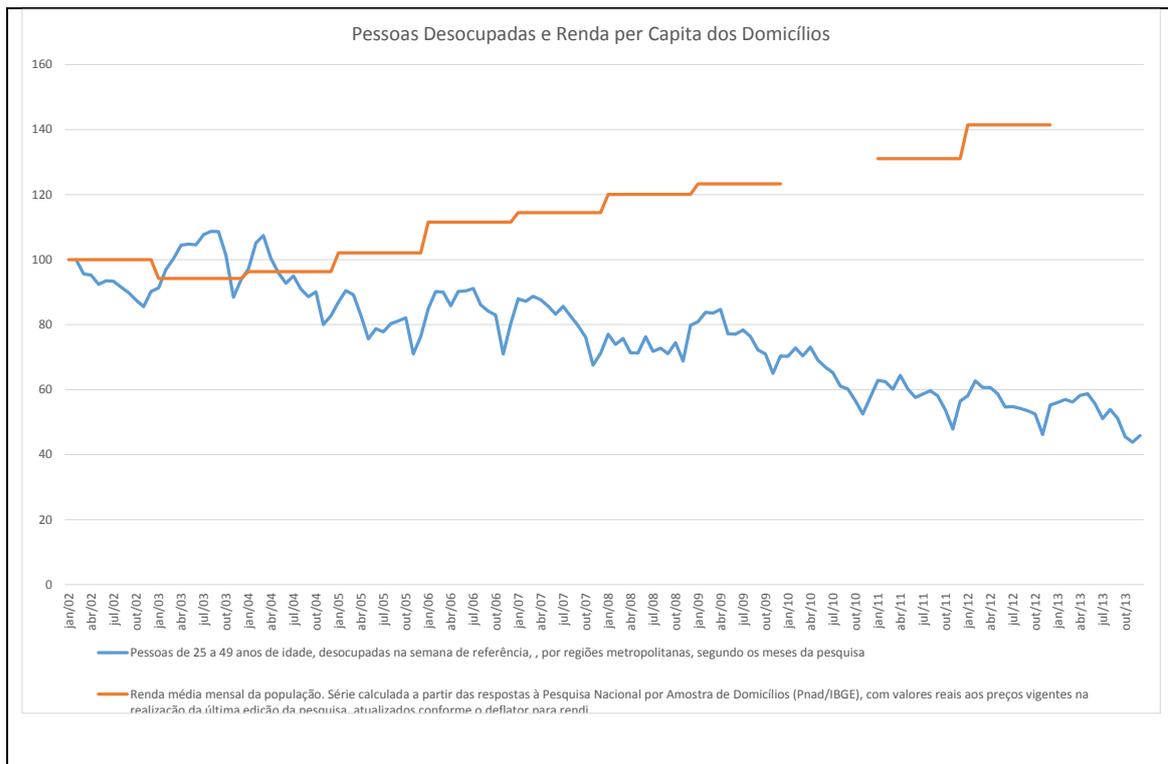
Na primeira parte desse artigo nos ateremos aos aspectos macroeconômicos, especialmente ao custo do dinheiro, emprego e renda, assim como aos microeconômicos, especialmente vendas e produção do setor imobiliário residencial, e suas relações com os preços das residências. A relação dos preços com os resultados do setor produtor de residências será analisada na segunda parte e, ao final, o foco será colocado na relação do mercado imobiliário com o sistema financeiro e econômico, especialmente com relação aos riscos.

Procurou-se o maior período possível para a análise, de acordo com a disponibilidade dos dados e do interesse desse trabalho. Para a análise estrutural o período considerado foi de 2002 a 2013, de forma que alongamos eventualmente o período quando as séries utilizadas permitiram. Para a análise envolvendo as incorporadoras de capital aberto adotamos especialmente período de 2007 ao 1T2014, pois apesar de haver dados disponíveis antes de 2007 a atividade era tímida, sendo que somente a partir de 2007 ocorreram a maior parte das aberturas de capital e o grande movimento de aumento da oferta de imóveis.

2. O AMBIENTE MACROECONÔMICO: EMPREGO, RENDA, TAXA DE JUROS; E PREÇOS

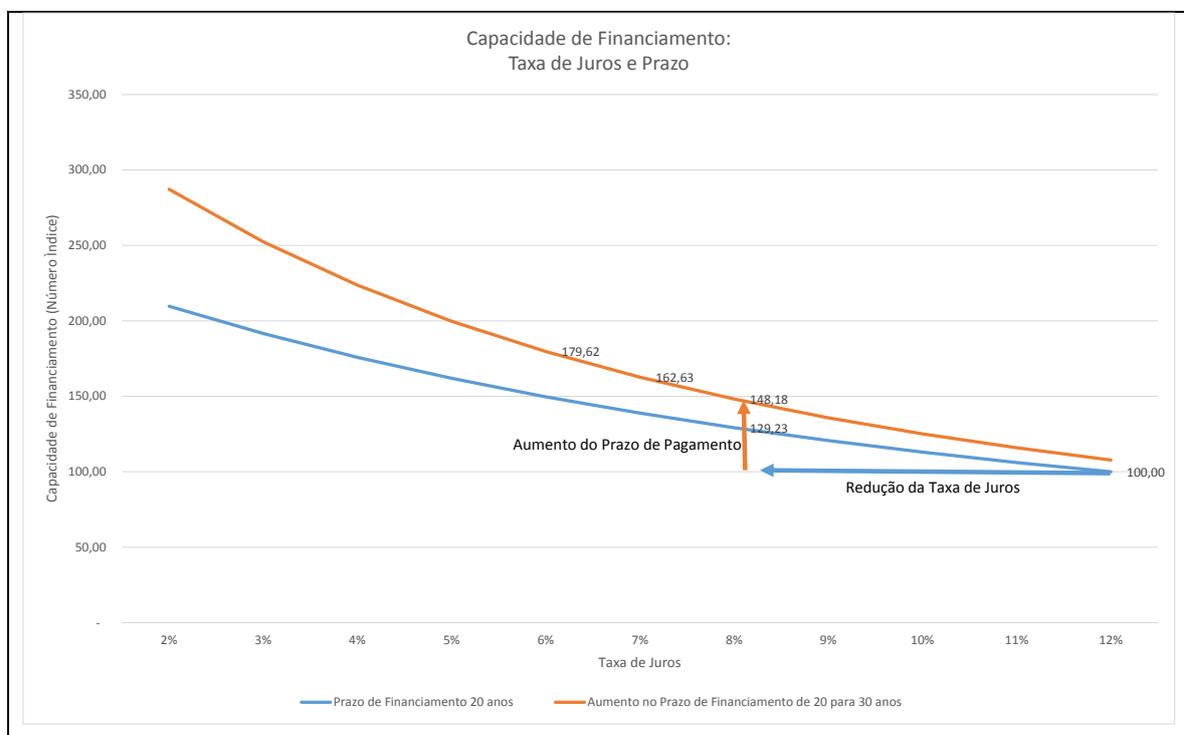
No Gráfico 1 abaixo ilustramos o processo ocorrido nos últimos anos de redução do desemprego e aumento da renda em função do crescimento da atividade produtiva. Nesse gráfico temos os números índices com base em janeiro de 2002, de pessoas de 25 a 49 anos desocupadas nas regiões metropolitanas coletado pelo IBGE na Pesquisa Mensal do Emprego e da renda real média da população, também coletada pelo IBGE, na Pesquisa por Amostra de Domicílios (PNAD). Notamos nesse gráfico que o desemprego caiu 55% de janeiro de 2002 a dezembro de 2012, enquanto a renda real média aumentou 41% no mesmo período.

Gráfico 1: Pessoas Desocupadas e Renda per Capita dos Domicílios



Fonte: IBGE – Elaborado pelo autor – Os dados de 2010 da PNAD não estão disponíveis.

Gráfico 2: Capacidade de Financiamento em Função da Taxa de Juros e do Prazo



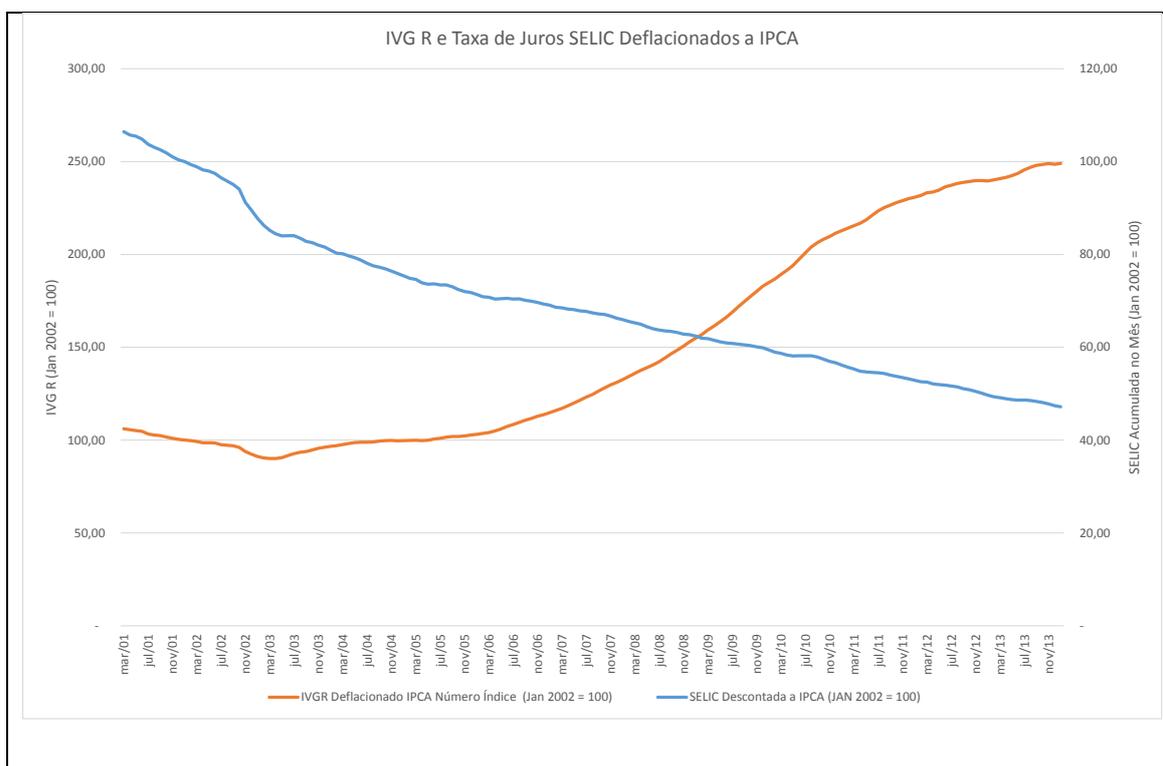
Elaborado pelo autor

No Gráfico 2, acima, podemos observar como a redução da taxa de juros e o aumento do prazo para o financiamento imobiliário impactou na capacidade de compra das famílias. Ou seja, houve

um deslocamento da curva para cima (aumento da capacidade de pagamento) como também um aumento da inclinação da curva (maior variação na capacidade de pagamento para cada variação na taxa de juros). Dessa forma, aumentando-se o prazo de pagamento e reduzindo-se as taxas de juros reduziu-se o valor as parcelas de financiamento, criando-se um efeito renda, de forma que a capacidade de financiamento dos compradores aumentou 48% quando o prazo foi alongado de 20 para 30 anos e a taxa de juros reduzida de 12% ao ano para 8 % ao ano, ou ainda, nos casos das taxas especiais para baixa renda a capacidade de pagamento cresceu até 80% quando as taxas de juros alcançaram 6% ao ano.

A seguir, no Gráfico 3, temos os índices, com base em 2002, Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R)¹ e da taxa de juros SELIC mês a mês de março de 2001 a dezembro de 2013, tendo sido tanto IVG-R quanto a taxa SELIC² deflacionados pelo IPCA-IBGE. Nota-se muito claramente a relação inversa entre as curvas, enquanto o índice da taxa de juros cai de 106 no início do período para 47 no final, o índice de preços das residências subiu de 105 para 249, ou seja, em 12 anos notamos um corte nos juros pela metade e um aumento nos preços das residências de duas vezes e meia.

Gráfico 3: IVG-R e Taxa de Juros SELIC Deflacionados pelo IPCA-IBGE



Fonte: Bando Central do Brasil – Elaborado pelo autor

Assim, como vimos até aqui, o aumento do emprego e da renda das famílias juntamente com a redução da taxa de juros conformaram uma mudança estrutural no campo da macroeconomia que causou o aumento da demanda por residências, potencializado pelo aumento da capacidade de

¹ Índice calculado pelo Banco Central com base nas informações dos valores das avaliações dos imóveis objeto operações de crédito imobiliário.

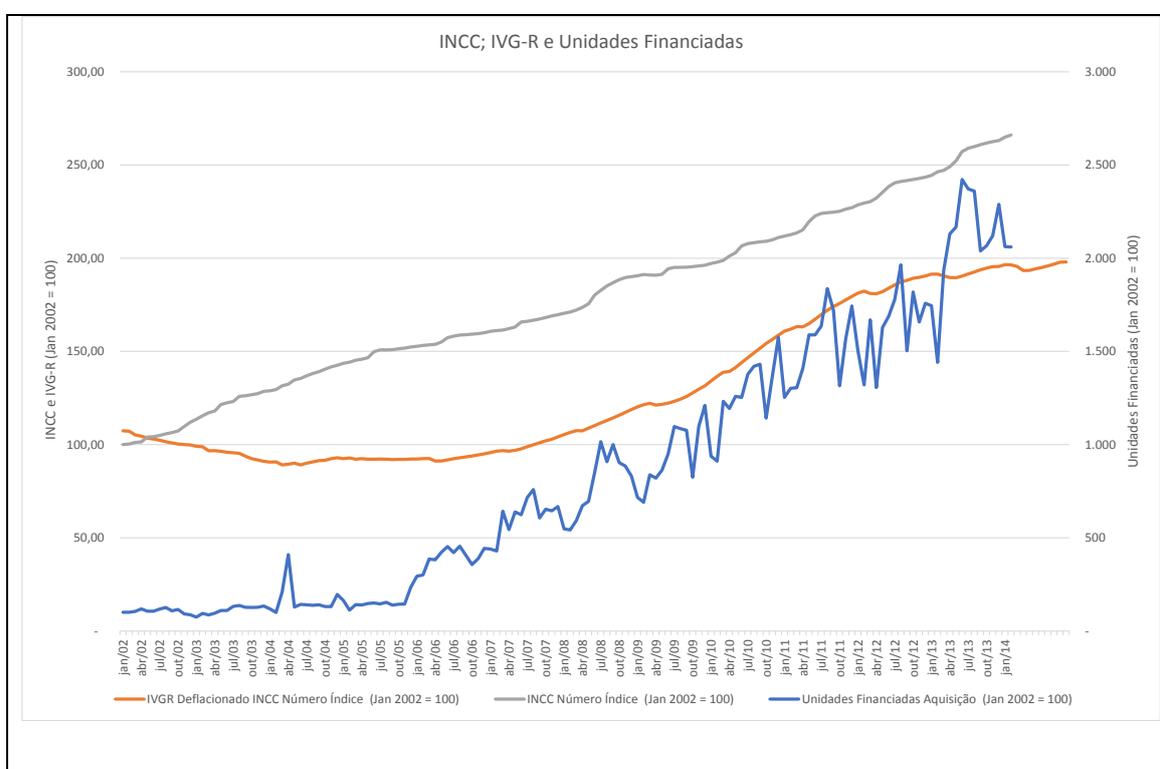
² Taxa de juros dos títulos públicos referencial do mercado.

financiamento dos compradores. O aumento dos preços foi compensado, até certo ponto³, pelo aumento da capacidade de financiamento dos compradores. Outrossim, a baixa remuneração do dinheiro nas aplicações financeiras também colaborou para estimular a aquisição de imóveis, entre outros bens.

3. O AMBIENTE MICROECONÔMICO: CUSTO DE PRODUÇÃO, VOLUME DE VENDAS E PREÇOS

Do ponto de vista da microeconomia, utilizaremos as informações sobre os custos de construção, a quantidade de operações de aquisição financiadas (vendas) e os preços dos imóveis residenciais como proxy da relação entre produtores, fornecedores de insumos e compradores.

Gráfico 4: Aquisições Financiadas, IVG-R e INCC-FGV



Fontes: ABECIP, BCB e FGV – Elaborado pelo autor

No Gráfico 4 acima temos os números índices, de janeiro de 2002 a janeiro de 2014, com base em janeiro de 2002, do número de operações de aquisição de imóveis divulgado pela ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), ou seja, as vendas do setor⁴; dos preços dos imóveis residenciais objetos de garantia das suas operações de

³ Nota-se pelo gráfico que o IVG-R após atingir aproximadamente o índice 200, por volta do fim de 2009 e início de 2010, cresce a taxas decrescentes.

⁴ Os números da ABECIP incluem operações de aquisição de imóveis novos e usados. Na falta de dados exclusivos para o mercado de imóveis novos vamos assumir aqui que as operações com imóveis novos e usados ocorreram de maneira uniforme.

financiamento (IVG-R) divulgado pelo Banco Central, deflacionado pelo INCC-FGV ; e do próprio INCC-FGV⁵ divulgado pela Fundação Getúlio Vargas.

O primeiro destaque nesse gráfico é o grande salto das vendas (contratos de financiamentos para aquisição), as quais estavam praticamente estáveis entre 2002 e boa parte de 2005, a partir do final de 2005 essas operações decolaram atingindo um patamar pouco mais de 20 vezes maior em 2013, enquanto os preços das residências deflacionados pelo INCC-FGV aumentaram 2 vezes e os custos (INCC) aumentaram 2,7 vezes.

Quando as vendas estavam estáveis, entre janeiro de 2002 e outubro de 2005, nota-se que os preços (IVG-R) deflacionados pelos custos (INCC) apresentaram uma leve baixa de 8% enquanto os custos (INCC) aumentaram 50%, demonstrando que o nível de atividade do mercado não permitia repassar o aumento de custos medidos pelo INCC ou que houve algum ganho de produtividade, ou ainda as duas coisas⁶. A partir de novembro de 2005 os preços decolaram juntamente com as vendas e com os custos, atenuando a inclinação da curva a partir do final de 2011, apesar da curva do INCC manter o mesmo padrão de crescimento, indicando novamente diminuição da capacidade de repassar os custos para os preços ou, não exclusivamente, algum aumento de produtividade.

A partir desses dados podemos afirmar que o aumento expressivo do nível de atividade da indústria da construção de residências tem uma relação importante com o aumento dos preços. Um crescimento do volume de vendas dessa magnitude – mais de 20 vezes em 12 anos – não acontece sem impactar em preços em todo o processo produtivo – desde a aquisição do terreno até a assinatura do contrato de financiamento do comprador com o banco e entrega da unidade – como também em toda a cadeia produtiva – dos custos gerais de administração das incorporadoras, insumos, equipamentos e mão-de-obra das construtoras, até os custos de indenização por atraso de obra ou ainda cancelamento de projetos. Assim, o crescimento da produção foi de tal forma intenso que as deseconomias de escala devem ter superado os eventuais ganhos de produtividade decorrentes do maior volume de produção, impactando em custos e consequentemente em preços. Como os preços aumentaram duas vezes, independentemente do INCC, isso pode significar duas coisas: 1) parte importante dos custos não estavam contempladas nesse índice de preços, conforme argumenta Rocha Lima Jr. em Carta do NRE⁷ e; 2) os produtores aproveitaram as circunstâncias do mercado para aumentar a margem de lucro. Veremos em seguida sobre essa segunda hipótese.

3.1. A Formação Dos Preços Na Incorporação Imobiliária

Para avançarmos em nossas reflexões vamos admitir uma simplificação da realidade que nos permita criar um modelo de análise. O processo de criação de um produto imobiliário se inicia com a aquisição do terreno. Nesse momento o incorporador trabalha com expectativas de preços

⁵ A escolha do deflator se deu pela prática do mercado de utilizar o INCC para reajuste de preços de estoques, assim como de parcelas e saldo devedor durante a obra. Todavia é de conhecimento geral entre os incorporadores que o INCC, um índice médio de preços de insumos da construção, não retrata o aumento real dos custos de cada um dos incorporadores ou de seus projetos, podendo ocorrer descolamentos entre os custos de um determinado incorporador em uma determinada região que não esteja contemplado plenamente no INCC.

⁶ Sobre a questão da produtividade não seria razoável supor que não houve nenhum ganho de produtividade durante todo o período, todavia essa questão mereceria ser melhor analisada em outro trabalho.

⁷ Carta do NRE-POLI nº. 36-14.

de venda e de custos, para determinado produto cujo projeto ainda não tem muito detalhamento. Dessa forma a aquisição do terreno se dá diante de incertezas de qual será efetivamente o preço de venda e o custo de construção⁸.

Após a aquisição do terreno os projetos avançam, a aprovação na prefeitura e o registro da incorporação – os quais permitirão o lançamento e início de vendas – ocorrerão em aproximadamente 12 meses⁹. Após 6 meses de vendas inicia-se a obra a qual levará 24 meses para ficar pronta e mais 6 meses para obter habite-se e entregar as unidades para os compradores¹⁰. Da aquisição do terreno até a entrega das unidades e recebimento da parte significativa do preço, quando pode-se auferir o resultado do empreendimento, passaram-se 48 meses.

Durante as vendas o preço de venda é reajustado na medida que a velocidade de vendas permite e durante a obra as parcelas das unidades vendidas e seu saldo são corrigidos pelo INCC. Após o habite-se até a entrega das chaves o saldo é corrigido não mais pelo INCC mas por índice geral de preços (IPCA ou IGPM). Mas o INCC é, como qualquer índice, uma média ponderada dos custos, o que não significa que os custos de determinada obra em determinado bairro de determinada cidade estejam plenamente protegidos pelo fato de ser possível repassar a variação do INCC para o comprador.

Se levarmos em consideração que $PV = CC + CT + L$, sendo PV o preço de venda do imóvel; CC o custo de construção; CT o custo do terreno; e L o lucro; sendo CC e PV dados pelo mercado e somente conhecidos plenamente no futuro, resta ao incorporador na hora da decisão de comprar o terreno uma troca entre pagamento de mais preço para o terreno hoje e menor lucro esperado no futuro ou menor preço para o terreno hoje e maior lucro esperado no futuro. Quando L fica muito pequeno para os padrões de decisão do incorporador, o terreno não é comprado, ou então estuda-se assumir certo risco de praticar um preço de venda acima do que o mercado estaria praticando hoje para a região e para o produto em questão. Durante esses anos de aumento persistente dos preços das residências esse processo de decisão e tomada de risco pelos incorporadores veio acontecendo persistentemente, ou seja, os incorporadores ao negociarem os terrenos colocavam em seus modelos preços de venda esperado maiores do que o mercado vinha praticando, dados os aumentos nos preços dos terrenos, e o mercado veio validando até aqui boa parte desses aumentos.

Dessa forma, podemos concluir que L depende: primeiro, de pagar um preço pelo terreno que seja compatível com o produto, seu custo de implantação e preço de venda estimados; segundo, da capacidade de balizar expectativas de custo de construção e de preço de venda, pois quando o mercado não consegue pagar preços maiores na aquisição para acomodar os custos de produção crescentes, os lucros são comprimidos ou mesmo tornam-se prejuízos. Conforme L aumenta e diminui no tempo, interagindo com os custos e os preços de venda, o ciclo do mercado se forma.

⁸ O preço efetivo de venda é estabelecido no início das vendas, antes do início da construção, quando se tem um orçamento de construção, mas o custo efetivo somente será conhecido após início das vendas, ou mesmo no final do empreendimento.

⁹ Raramente é menor e não tão raro é maior, mas para efeito de modelo estamos adotando 12 meses para lançamento desde a aquisição do terreno.

¹⁰ Após o habite-se os compradores precisam fechar os contratos de financiamento com o banco, o que não ocorre instantaneamente.

Esse comportamento não é uma exclusividade do mercado imobiliário, tendo sido observado especialmente por Hyman Minsky¹¹ nos anos mais recentes, quem afirmava que por esse tipo de comportamento ser comum os ciclos eram inerentes à atividade econômica. O trabalho de Minsky foi muito lembrado na crise do “subprime” americano, não somente pela questão do ciclo mas porque classificava o comportamento dos investidores de acordo com a sua alavancagem, de forma que, conforme o mercado respondia positivamente às decisões de investimento e aumento de preços gerando altos lucros, a alavancagem aumentava no processo de aumento da oferta até que em determinado momento os preços despencavam por estarem exageradamente descolados de seus fundamentos e os agentes mais alavancados empurravam a economia ladeira abaixo num efeito multiplicador negativo no processo de desalavancagem. Não é esse o caso dos produtores ou dos compradores do mercado residencial brasileiro hoje, pois mesmo os compradores – exceto uma minoria não significativa – não estão tomando recursos para comprar imóveis para especular¹², mas sim para morar¹³.

3.2. Os Preços Das Habitações E Os Lucros Do Setor Da Construção Civil

Como observamos até aqui, as taxas de juros cadentes e o aumento da renda compensaram em alguma medida a alta dos preços das residências permitindo grande elevação da oferta. Por outro lado, o crescimento da oferta foi acompanhado por aumento dos custos. Dada a grande expansão do setor – 20 vezes no período – poderíamos supor que, apesar dos custos, altos lucros poderiam explicar em grande parte o aumento dos preços.

Analisaremos a seguir como vêm se comportando os lucros nesse contexto de alta expressiva de preços e de vendas utilizando as informações disponíveis das empresas de capital aberto.

No Gráfico 5 abaixo podemos verificar, no período de 2003 ao 1T2014, que as margens líquidas das empresas incorporadoras de capital aberto apresentaram um comportamento, na média, muito ruim, de forma que a Margem Líquida Média¹⁴ do setor e as Médias das Margens Líquidas¹⁵ de cada empresa do setor calculadas anualmente apresentaram desempenho muito baixo – aproximadamente 3% no caso da média do setor e 9% no caso da média das empresas.

Gráfico 5: Margem Líquida do Setor de Incorporação Imobiliária da BOVESPA – 2003 a 1T2014

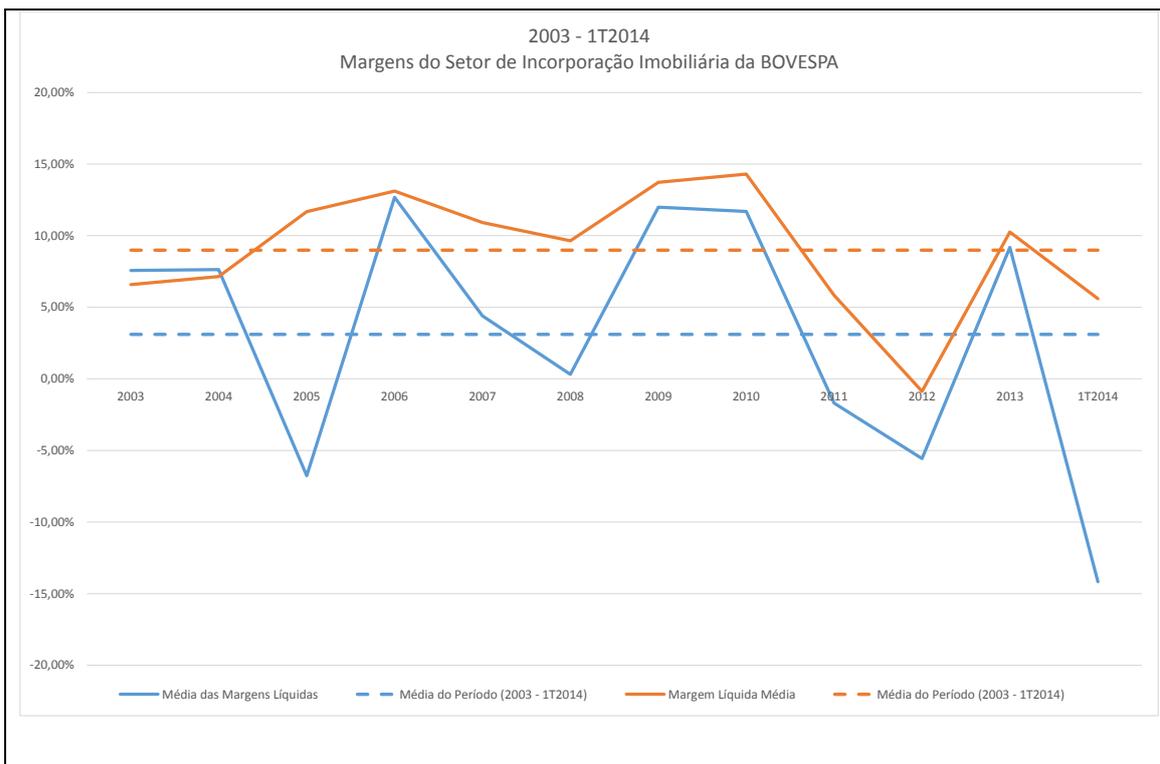
¹¹ Economista americano que viveu entre 1919 e 1996 e cujo trabalho foi dedicado às questões dos movimentos dos preços dos ativos e os ciclos econômicos, vem sendo muito lembrado desde a crise do “subprime”.

¹² Especular no sentido de comprar no momento presente com a expectativa de vender no momento futuro com lucro.

¹³ Como também não é o caso dos agentes financeiros como veremos mais à frente.

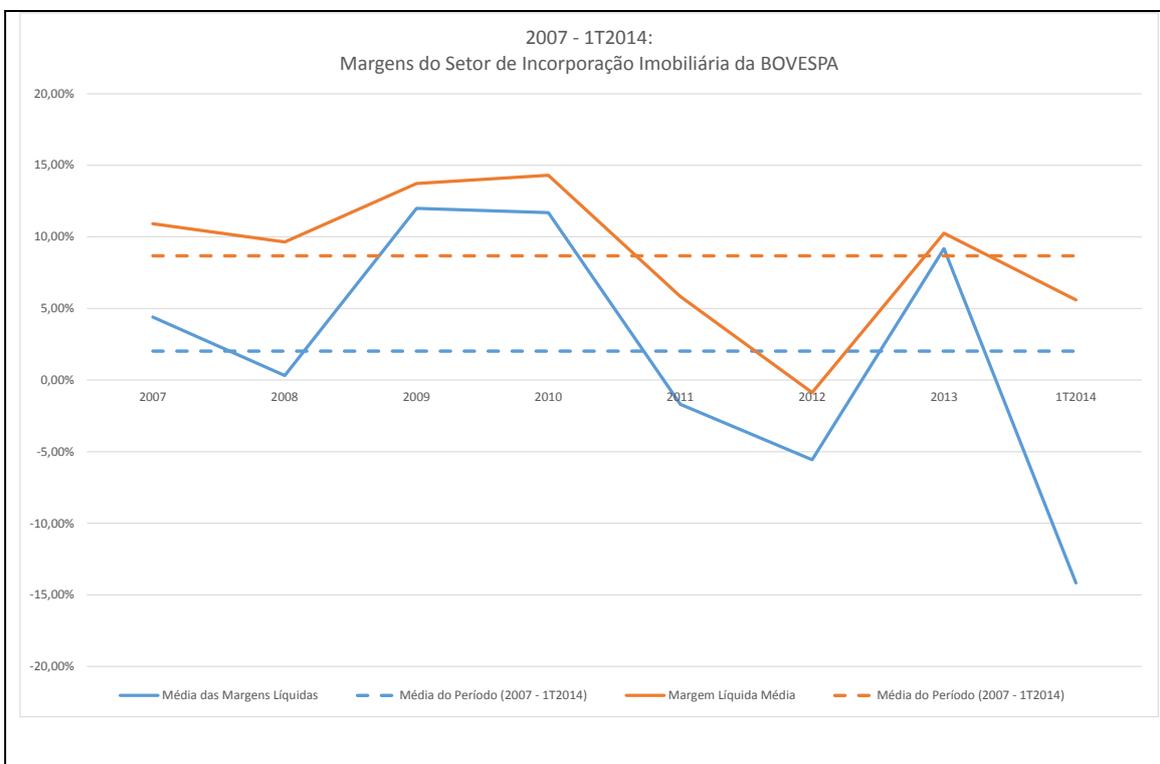
¹⁴ A margem líquida média do setor é calculada para cada ano pela soma de todos os resultados líquidos, dividido pela soma de todas as receitas líquidas, como se o setor fosse uma única empresa.

¹⁵ A média das margens líquidas das empresas para cada ano é calculada pela soma das margens líquidas de cada uma das empresas, dividido pelo número de empresas. A média das margens líquidas poderá ser maior ou menor do que a margem líquida média do setor conforme os resultados individuais das empresas. Pode ser que uma grande empresa tenha volume suficiente para influenciar o resultado do setor para cima ou para baixo, enquanto que na média das empresas seu peso é igual aos demais.



Fonte: Instituto Assaf, RI das Incorporadoras – Elaborado pelo autor

Gráfico 6: Margem Líquida do Setor de Incorporação Imobiliária da BOVESPA – 2007 a 1T2014

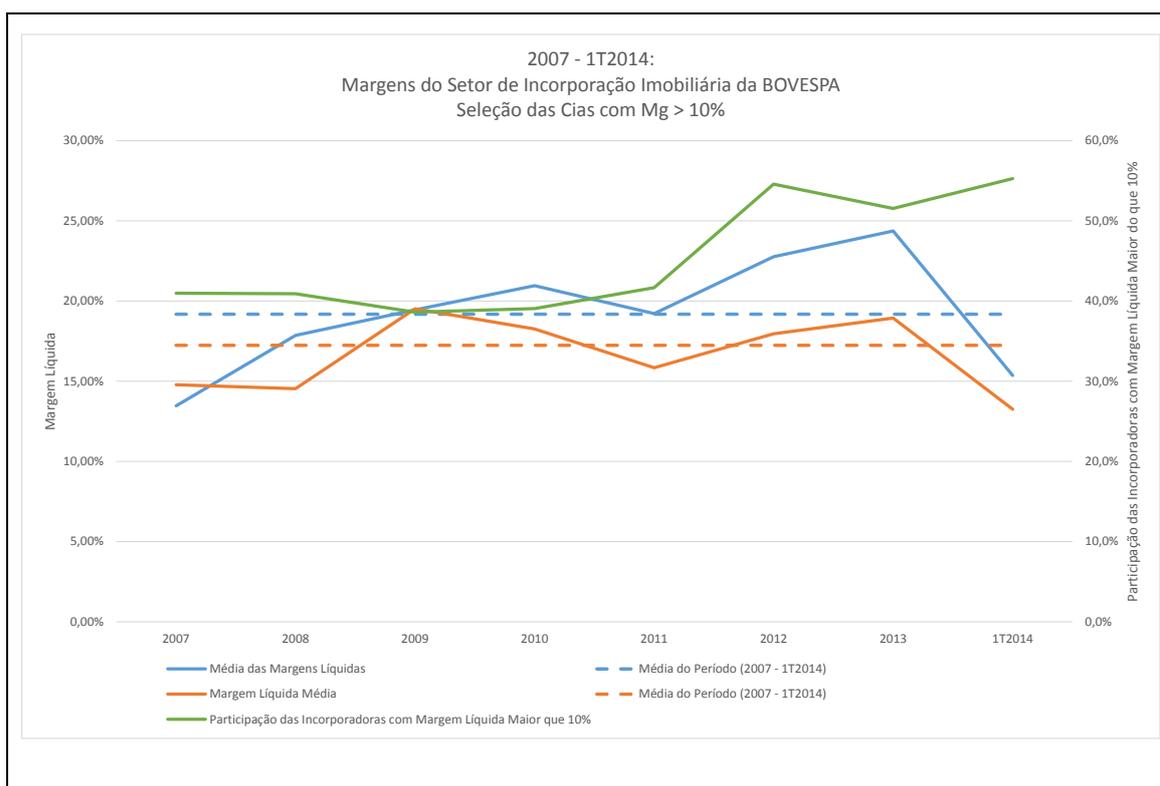


Fonte: Instituto Assaf e RI das Incorporadoras; Elaborado pelo autor

Encurtando o período da análise para 2007 a 1T2014, para focarmos o período de maior expansão da indústria, como podemos observar no Gráfico 6, quando as incorporadoras aumentaram substancialmente suas atividades nota-se que a média da Margem Líquida Média do setor ficou em 2%, ligeiramente abaixo da média do período ampliado (2003-1T2014) e a média das Margens Líquidas de cada uma das empresas ficou no mesmo patamar de aproximadamente 9%. Assim, apesar do aumento da produção as empresas, na média, não apresentaram ganho de margem.

Excluindo-se todas as incorporadoras que, individualmente, apresentaram Margens Líquidas Médias abaixo de 10% para o período de 2007 ao 1T2014 temos os resultados no Gráfico 7. Foram excluídas 16 incorporadoras, ou 70% do total de 23 incorporadoras de capital aberto na BOVESPA, que representavam 59% da receita líquida do setor em 2007, de maneira que as 7 empresas restantes, ou 30% do total de 23 empresas, concentravam 41% da receita líquida. Ao final do período, 1T2014, o número de empresas com Margens Líquidas Médias acima de 10% aumentou para 8¹⁶ em um total de 17, ou 47% das incorporadoras, concentrando 55% da Receita Líquida.

Gráfico 7: Margem Líquida do Setor de Incorporação Imobiliária da BOVESPA – Empresas com Margens Líquidas Maior do que 10% e Participação da Receita Líquida dessas Empresas no Total do Setor – 2007 a 1T2014



Fonte: Instituto Assaf e RI das Incorporadoras; Elaborado pelo autor

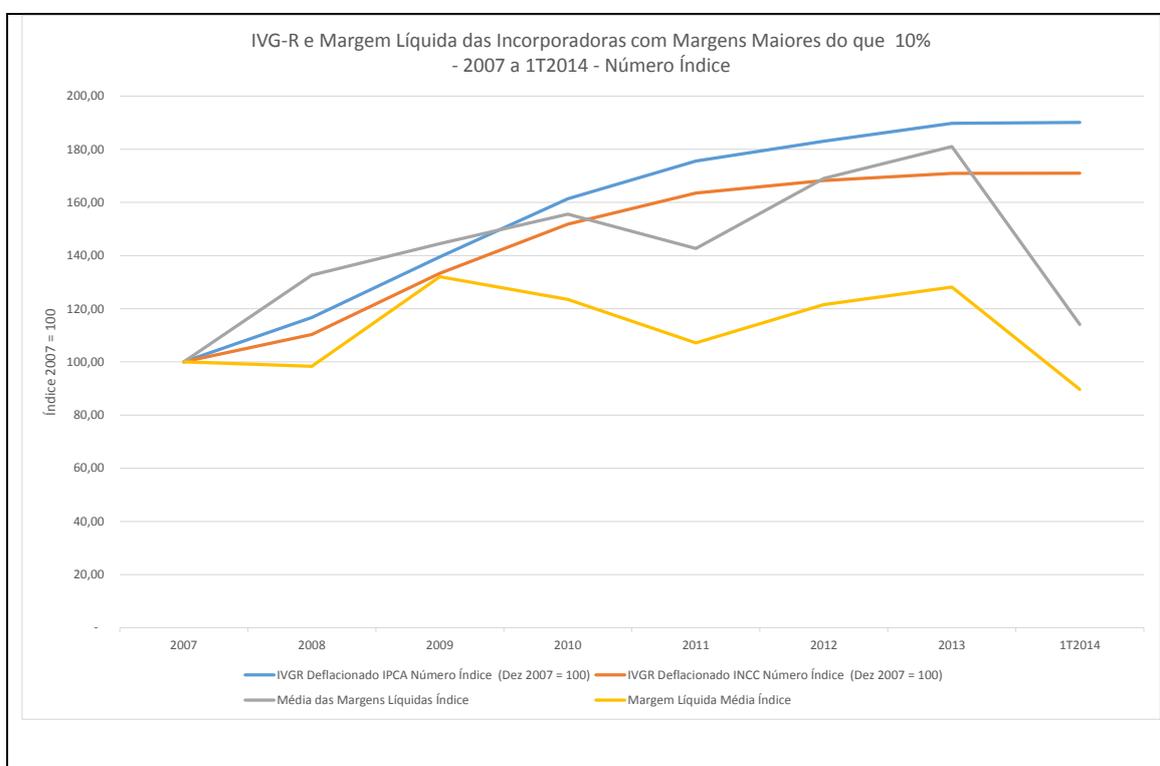
Notamos no Gráfico 7 que as incorporadoras com maiores margens foram aumentando sua participação no mercado especialmente a partir de 2011 e que a Margem Líquida Média ficou em 17% e a Média das Margens Líquidas das empresas ficou em 19%.

¹⁶ Com a abertura do capital da Direcional o número de empresas com margem líquida acima de 10% aumentou de 7 para 8.

Dos dados apresentados acima podemos concluir que parte significativa do mercado (59% no início do período e 45% ao final do período) obteve margens muito baixas nos anos de grande alta dos preços, enquanto que outra parte, não menos significativa (41% no início do período e 55% ao final do período) obteve margens melhores mas, na média, não tão excepcionais (aproximadamente entre 17% e 18%) para um mercado onde as operações são naturalmente com alta alavancagem e portanto com resultados muito sensíveis às variações nos custos.

Assim, as margens do setor não explicam o aumento dos preços como podemos verificar no Gráfico 8 abaixo, onde podemos notar momentos de queda de margem e preços crescentes (2001) ou constantes (1T2014). Ao contrário, as margens do setor demonstram, conforme vimos acima, que apesar dos preços crescentes metade do setor vem apresentando lucros modestos, quando apresentam lucros.

Gráfico 8: Preços das Residências e Margens dos Incorporadores

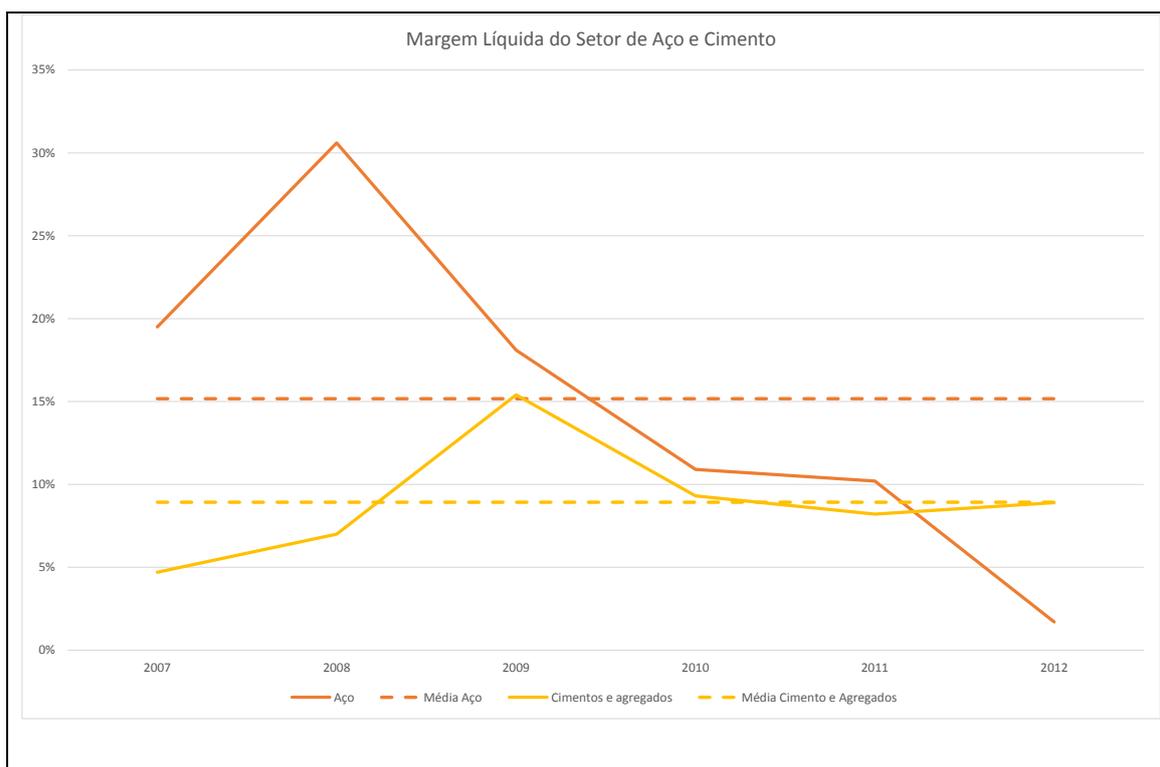


Fonte: Instituto Assaf, RI das Incorporadoras e Banco Central; Elaborado pelo autor

Além do fato de não ter havido lucros excepcionais no setor de incorporação imobiliária que justificassem os altos preços, tampouco houve no setor dos fornecedores de insumos, como podemos verificar no Gráfico 9 as Margens Líquidas do setor de cimento e aço. No caso do aço é evidente a queda acentuada de margem quando os preços internacionais caem após a crise de 2008. Quanto ao cimento, as margens cresceram até 2009, quando começaram a cair e se estabilizaram de 2010 a 2012¹⁷.

Gráfico 9: Margem Líquida do Setor de Aço e Cimento

¹⁷ A indústria do cimento vem sendo alvo de acompanhamento próximo e multas pelo CADE.



Fonte: Instituto Assaf – Elaborado pelo autor

4. O MERCADO IMOBILIÁRIO E OS RISCOS PARA O SISTEMA FINANCEIRO

Em outubro de 2003, portanto 4 anos antes do início da crise do “subprime” americano¹⁸, houve uma reunião em Washington DC organizada em conjunto pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Bank for International Settlements (BIS) com o propósito de discutir “Indicadores para o Real Estate e Estabilidade Financeira”. Nessa reunião o objetivo foi chamar a atenção para o mercado imobiliário, o qual não apresentava indicadores confiáveis para seu monitoramento, dada sua importância para o sistema econômico como um todo. Seu resultado foi o estabelecimento de um conjunto de orientações para a criação de indicadores que pudessem auxiliar os responsáveis por política econômica a evitar que eventuais problemas nesse mercado contaminassem o sistema econômico.

Um tanto tarde para evitar a crise do “subprime” que já se gestava mas em tempo para ajudar outros países. Atualmente o BIS recomenda que os bancos centrais monitorem o mercado imobiliário e divulguem seus estudos para que sejam de amplo conhecimento. Assim, 54 países enviam ao BIS periodicamente informações sobre os preços dos imóveis em seus mercados, entre outros dados, e tais informações são divulgadas em seu site na Internet¹⁹.

No Brasil, o Banco Central vem monitorando os preços dos imóveis residenciais por meio de índice de preços desenvolvido por ele mesmo, o Índice de Valores de Garantia de Imóveis

¹⁸ A crise de 2008 marcada pela quebra do banco Lehman Brothers teve início em agosto de 2007 com o congelamento de saques pelo BNP Paribas em três fundos os quais investiam em operações geradas no mercado imobiliário americano. “Subprime” refere-se às operações de crédito envolvendo maior risco por parte das instituições fornecedoras de crédito, dadas precárias condições de pagamento por parte dos tomadores.

¹⁹ Ver Property Price Statistics em <http://www.bis.org/statistics/pp.htm>

Residenciais Financiados (IVG-R), como também vem divulgando as informações desse índice e estudos relacionados nos Relatórios de Estabilidade Financeira²⁰ desde março de 2013.

4.1. A Relação De Contágio Do Mercado Imobiliário Para O Mercado Financeiro E A Economia

Sendo o imóvel um produto caro, independentemente do nível de renda do comprador, sem o crédito esse mercado somente existiria para aqueles que pudessem comprar ou construir com recursos próprios à vista, reduzindo tanto o número de transações que é impossível pensar um mercado funcionando nessas condições.

Assim, está dada a conexão entre o mercado imobiliário e o mercado financeiro. Portanto, os riscos para a economia dependem de como são realizadas essas operações de crédito, do peso que essas operações têm para as instituições financeiras individualmente, e para o sistema como um todo, como também como se inter-relacionam as instituições financeiras entre si e com o mercado de capitais.

No Brasil, onde a alta inflação e também alta taxa de juros dificultavam as operações de crédito imobiliário, com a redução das taxas e o alongamento dos prazos o estoque dessas operações para pessoa física alcançou R\$ 341 bilhões no final de 2013²¹, ou seja, aproximadamente 7% do PIB. Em importantes economias do mundo essa relação entre crédito imobiliário e PIB é consideravelmente mais alta²²: na França é 43%; na Alemanha é 45%; nos Estados Unidos é 69%; no Reino Unido é 81%; na Austrália e no Canadá é 95%.²³

Apesar de relativamente pequena a participação das operações de crédito imobiliário no PIB brasileiro, não significa que problemas nesse setor não possam contaminar o sistema financeiro e a economia. Esses R\$ 341 bilhões de estoque da carteira de crédito imobiliário dos bancos em 2013 representam aproximadamente 25% do total da carteira de crédito dos bancos, sendo que os bancos públicos concentram 83% desse estoque, ou seja, em dezembro de 2013 os bancos públicos tinham um estoque de R\$ 282 bilhões em suas carteiras de crédito imobiliário, ou 5,8% do PIB. Além disso, 77% desse estoque foi concedido nos últimos três anos, apresentando crescimento muito acima do crescimento do PIB. Isto significa que o risco de contágio do sistema financeiro está altamente concentrado no setor público e que sem os estímulos da política governamental dos últimos anos o mercado imobiliário estaria operando em patamares bem mais modestos, sem pressionar tanto os preços.

Ainda sobre o relatório do Banco Central, o LTV²⁴ no ano de 2013 esteve acima de 80% para 20% do estoque do crédito imobiliário sem correção de preços e para 9% do estoque com correção de preços, sendo que LTV acima de 90% para somente para 2% do estoque sem correção e 1% com correção. A importância do LTV deve-se ao fato de, nos casos de inadimplência que resultem em retomada do imóvel por parte do banco, haver um desconto no

²⁰ O Relatório de Estabilidade Financeira é uma publicação semestral (recentemente em março e setembro) e fica disponível para acesso em <http://www.bcb.gov.br/?relestab>

²¹ Conforme Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central publicado em março de 2014.

²² Como também são consideravelmente mais baixas as taxas de juros.

²³ Conforme dados de 2013 do European Mortgage Federation: <http://www.hypo.org/Content/Default.asp>; e dados de 2012 do Federal Reserve Bank of Saint Louis: <http://research.stlouisfed.org/>

²⁴ O LTV ou “Loan To Value” é a razão entre valor do financiamento e preço do imóvel. Quanto menor o LTV maior a garantia que o imóvel representa em relação ao financiamento, ou ainda maior a capacidade do valor da garantia fazer frente a uma desvalorização dos preços.

preço para que o banco consiga vender o imóvel rapidamente. Outrossim, a razão LTV é importante para o caso de haver uma desvalorização generalizada nos preços dos imóveis desestimulando os mutuários a cumprirem com os compromissos do financiamento quando o saldo devedor fica maior do que o valor do imóvel no mercado.

Dessa forma, o LTV no mercado brasileiro está em nível que oferece segurança ao sistema, pois uma desvalorização de 20% nos preços impactaria em até 20% do estoque das operações de crédito.

O teste de stress realizado pelo Banco Central e publicado no mesmo relatório mostra que as instituições financeiras brasileiras, a partir de 45% de desvalorização dos preços dos imóveis residenciais, ficariam desenquadradas de acordo com os índices de Basileia, e a partir de 55% de desvalorização apresentariam insolvência. Esse teste de stress assumiu que desvalorizações dos preços dos imóveis implicariam em que os mutuários deixassem de pagar as parcelas conforme o saldo da dívida superasse o preço desvalorizado.

Tal estudo transmite certo conforto olhando exclusivamente para o cenário de queda de preços, mas é importante destacar que tal queda de preços muito provavelmente não ocorreria de maneira isolada do contexto geral da economia e que dependendo da forma como se formaria uma eventual “perfect storm” os impactos do mercado imobiliário no sistema financeiro seriam mais graves e se retroalimentariam. No limite, num cenário de séria crise econômica com inflação e desemprego, o impacto será fundamentalmente nos bancos públicos e por consequência no Tesouro e na Dívida Pública. O que aconteceria de qualquer maneira caso o impacto fosse nos bancos privados, pois o Banco Central seria obrigado a entrar como prestador em última instância para conter uma crise bancária que abalasse gravemente a economia. Ao contrário dos Estados Unidos, o setor financeiro privado brasileiro vem assumindo posições mais conservadoras do que o setor público.

5. CONCLUSÕES

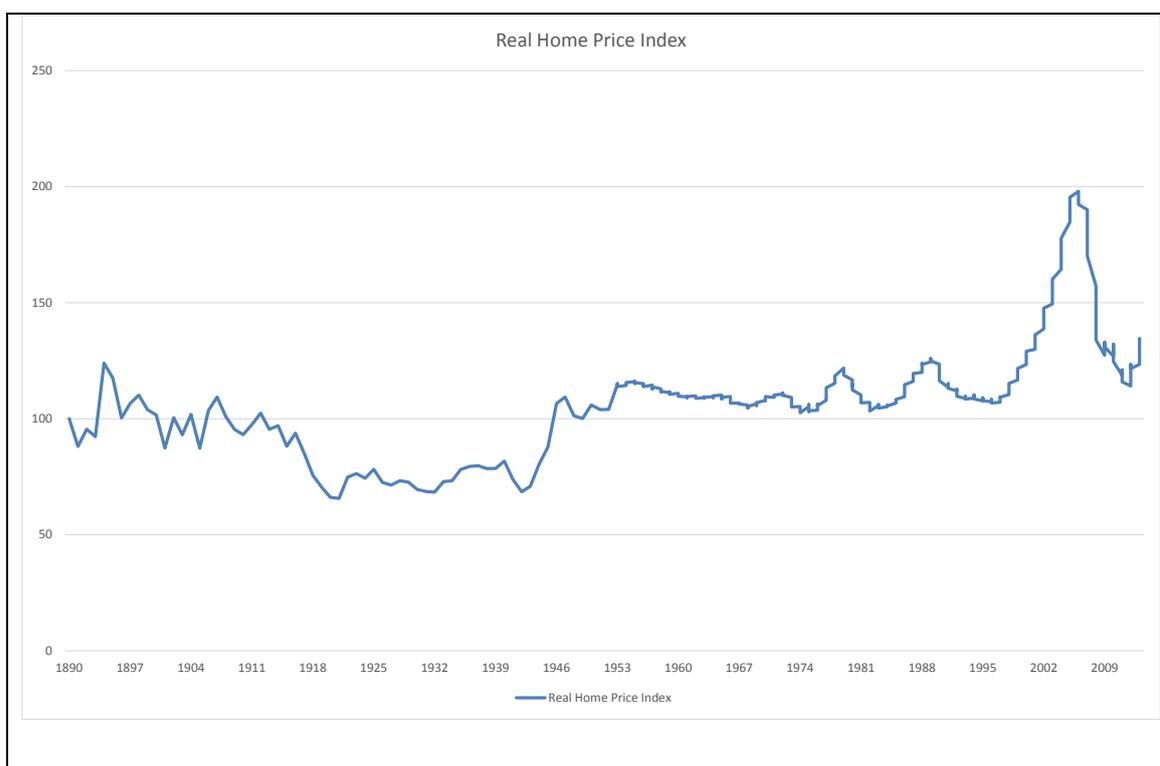
Do que vimos até aqui podemos destacar em relação ao movimento dos preços das residências no Brasil:

- A elevação dos preços das residências no Brasil está associada a uma demanda reprimida de muitos anos, especialmente em decorrência das altas taxas de juros e inflação. Quando esses freios foram liberados a demanda cresceu vigorosamente.
- O substancial aumento da produção em curto período de tempo para satisfazer a grande demanda levou a aumento de custos que foram repassados aos preços.
- Apesar do grande aumento de preços das residências o setor imobiliário residencial, representado pelas empresas de capital aberto na BOVESPA, como também os fornecedores de insumos, representados pelos setores de aço e cimento da BOVESPA, não apresentaram lucros extraordinários que justificassem o aumento dos preços. Ao contrário, aproximadamente metade das incorporadoras de capital aberto estão trabalhando com margens muito estreitas ou apresentam prejuízos durante boa parte do período da análise.
- As ações de política governamental de redução de juros e de colocar os bancos públicos para realizar as operações de crédito para incentivar o setor têm como resultado um efeito multiplicador positivo na economia, mas o efeito colateral dessa política é a elevação dos preços das residências e a assunção de riscos por parte dos bancos públicos.
- Diferentemente da crise recente do mercado americano os preços das residências no Brasil estão associados a questões estruturais e não a questões especulativas no sentido do Minsky.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para tomar o mercado americano como referência, estamos no Brasil hoje mais parecidos com os Estados Unidos logo após a segunda guerra mundial, quando os preços das residências aumentaram abruptamente em 60% devido a questões estruturais e se mantiveram nesse novo patamar, com algumas oscilações, até o “boom” recente do “subprime”, o qual lançou os preços 50% para cima antes de despencar em 2008 como podemos observar no Gráfico 10 abaixo.

Gráfico 10: Real Home Price Index



Fonte: Robert Shiller em <http://www.irrationalexuberance.com> – Elaborado pelo autor.

7. BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Brasília, 2014. (v. 13, nº 1, mar. 2014, p. 1-69). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201403>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

_____, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Brasília, 2013. (v. 12, nº 2, set. 2013, p. 1-65). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201309>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

_____, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Brasília, 2013. (v. 12, nº 1, mar. 2013, p. 1-59). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201303>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Real Estate Indicators and Financial Stability*, Switzerland, 2005 (BIS Papers nº 21). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap21.htm>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

_____, *Determinants of House Prices in Nine Asia-Pacific Economies*, 2008 (BIS Working Papers nº 263). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/work263.pdf>>. Acesso em: 30 mai. 2014.

FERREIRA, T. e PENIN, G. *A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky*. Boletim de Informações FIPE, Outubro de 2007. Disponível em: <http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2014

LIMA JÚNIOR, J. R. *Lições Sobre Bolhas*. São Paulo: USP, 2014. (Carta do NRE-POLI nº. 36-14). Disponível em: <http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/ Carta_do_NRE/cartanre36_2_14.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2014.

MINSKY, HYMAN P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill, 2008 (First Published in 1986)

SHILLER, ROBERT J. *Irrational Exuberance*. Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2005. 304 p.

_____, *Irrational Exuberance* 2nd Ed. (Updated Information). Disponível em: <<http://www.irrationalexuberance.com/>>. Acesso em: 30 mai. 2014.