

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DANIEL KAROL ROCHA

BOLHA IMOBILIÁRIA

Revisão teórica conceitual sobre bolha imobiliária e o comportamento dos preços dos imóveis na cidade de Curitiba

Curitiba
2014

DANIEL KAROL ROCHA

BOLHA IMOBILIÁRIA

Revisão teórica conceitual sobre bolha imobiliária e o comportamento dos preços dos imóveis na cidade de Curitiba

Artigo apresentado à Universidade Federal do Paraná, como parte dos requisitos para conclusão do curso de MBA em Finanças, turma 2013/2014.

Curitiba, 09 de Setembro de 2014.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Orientador: Marcelo Tardelli, Msc

Prof. Coordenador: Rodrigo Oliveira Soares, Dr.

BOLHA IMOBILIÁRIA:

Revisão teórica conceitual sobre bolha imobiliária e o comportamento dos preços dos imóveis na cidade de Curitiba¹

Daniel Karol Rocha²

Prof. Marcelo Tardelli, Msc (orientador)³

RESUMO:

Resumo: O comportamento dos preços de imóveis no mercado brasileiro tem se caracterizado pelo elevado índice de crescimento, superando bastante os índices de inflação. Na cidade de Curitiba também observou-se o mesmo fenômeno. Este crescimento ocorrido em um curto espaço de tempo, aparentemente sem uma explicação racional, tem levantado preocupações no mercado financeiro, no que tange à existência ou não de uma bolha imobiliária. Este estudo tem como objetivo buscar um melhor entendimento a respeito deste fenômeno, a luz da teoria existente sobre o tema e avaliar se o comportamento dos preços dos imóveis na cidade de Curitiba poderia ou não se caracterizar, como um prenúncio de uma possível bolha imobiliária. Uma análise preliminar sugere a existência da possibilidade da ocorrência tal fenômeno, entretanto, recomenda-se a realização de uma pesquisa empírica utilizando-se de ferramentas estatísticas e dados quantitativos a fim de avaliar ou não a hipótese desta ocorrência.

Palavras-chave: Bolha imobiliária. Comportamento do preço dos imóveis. Crise financeira. Crédito imobiliário.

1. INTRODUÇÃO:

O crédito imobiliário brasileiro apresentou um forte crescimento nos últimos anos. Dados do Banco Central do Brasil apontam que o crescimento médio anual de

¹ Artigo apresentado à Universidade Federal do Paraná – UFPR, como parte dos requisitos para conclusão do curso de MBA em Finanças – Turma 2013/14

² Aluno do MBA em Finanças pela Universidade Federal do Paraná – daniel1krocha@gmail.com

³ Orientador, Mestre em Administração. Professor da Universidade Federal do Paraná – tardellimarcelo@gmail.com

financiamento imobiliário SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) apresentou o seu pico entre os anos de 2009 e 2012, chegando aos notáveis 83% ao ano. Entre os anos de 2004 a 2012, o crescimento médio anual foi de aproximadamente 52% (Banco Central Do Brasil [BACEN], 2014). Como possíveis propulsores desse crescimento, poderíamos citar os incentivos promovidos pelo Governo Federal buscando facilitar o acesso a financiamentos de residências populares, como por exemplo, o programa “Minha Casa, Minha Vida”. Além destes incentivos constatou-se um fenômeno de ascensão da classe média, onde foi possível observar o aumento do volume de pessoas que pertencem especificamente à classe C no Brasil de 66 milhões em 2003 para 105 milhões em 2013 (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE], 2014). Esse fenômeno de crescimento potencialmente possa ter possibilitado o acesso de mais pessoas ao financiamento imobiliário, que anteriormente não seria possível, em função da renda dessa população, entre outros fatores tais como o acesso e/ou a disponibilidade de crédito. Dados do Banco Central do Brasil e Banco Mundial apontam que o crédito imobiliário no Brasil corresponde a cerca de apenas 6% do PIB, o que é muito pequeno se comparado a países desenvolvidos, como por exemplo: Alemanha 47%, Espanha 64%, EUA 77%, Reino Unido 85% (Bain & Company, 2013). Esta condição nos leva constatar um enorme potencial para crescimento. A combinação explosiva da facilitação do crédito e os incentivos por parte do governo, podem resultar em um “boom” imobiliário, pois cada vez mais pessoas poderiam buscar a aquisição de um imóvel, apresentando aumento na demanda. Neste contexto observa-se um aumento abrupto no preço dos imóveis em um curto espaço de tempo, aparentemente em função da especulação por parte de alguns investidores, aproveitando-se do momento favorável para o setor de aumento de preço exagerado dos imóveis sem uma fundamentação plausível. Um exemplo desse efeito pode ser notado no caso de terrenos, no Estado do Paraná, cujo preço médio avançou mais de 300% desde 2007, segundo o Sindicato da Habitação e Condomínios do estado (Gazeta do Povo, 2013). Esse crescimento foi muito superior ao crescimento da inflação, acumulada em 41,7% no mesmo período (IBGE 2014).

Com perspectivas promissoras neste setor várias construtoras – desde as de menor até as de maior porte – investiram em vários lançamentos de novos empreendimentos imobiliários. Além disso, houve a entrada de mais “players” no

setor de construção civil. Como exemplo disto podemos citar o número de lançamentos imobiliários no mercado de Curitiba que cresceu 85% entre 2009 e 2013, segundo dados da Associação dos Dirigentes do Mercado Imobiliário do Paraná (Ademi-PR). O pico de novos lançamentos na cidade se deu em 2010, com a liberação de 33,5 mil alvarás para novas construções (Gazeta do Povo, 2013). Este número é três vezes maior do que no período entre 2005 e 2007, que totalizou 11,4 mil liberações de alvarás para novas construções (Gazeta do Povo, 2013). Com base no referencial teórico apresentado têm-se as condições para estabelecer a situação problema da pesquisa

Pergunta de pesquisa: A supervalorização dos imóveis residenciais observada nos últimos anos na cidade de Curitiba poderia resultar em uma bolha imobiliária especulativa?

O objetivo geral do presente artigo é identificar se o contexto geral do mercado imobiliário da cidade de Curitiba, caracterizado por aumento abrupto de preços aparentemente sem uma explicação plausível, poderia resultar em uma bolha imobiliária. Os objetivos específicos deste estudo buscam (i) revisar a literatura sobre bolhas financeiras; (ii) apresentar exemplos de bolhas financeiras ocorridos ao longo da história; (iii) coletar informações do mercado de Curitiba sobre os preços dos imóveis residenciais; (iv) avaliar se o comportamento dos preços dos imóveis residenciais na cidade de Curitiba entre os anos de 2000 e 2014 poderia sugerir a ocorrência de uma bolha imobiliária especulativa.

A principal justificativa para a possível ocorrência deste fenômeno baseia-se no cenário atual do mercado imobiliário, o qual apresentou nos últimos anos uma supervalorização nos preços dos imóveis, atualmente com um excesso de oferta, gerado pelo “boom” imobiliário vivenciado. Somente em 2013, os imóveis subiram 37,3% na cidade de Curitiba, segundo o índice FipeZap. Este cenário contrasta com a elevação do nível de endividamento das famílias, que apresentou crescimento de 36% de 2009 a 2013, chegando a 43,7% de acordo com dados do Banco Central do Brasil (BACEN, 2014). Além disso, cabe citar o possível impacto da redução no nível de crescimento da economia com base no PIB – 2.2 pontos percentuais abaixo da meta inicial do Governo em 2013, segundo o IBGE, e consequente retração da demanda. As construtoras e incorporadoras atualmente contam com um estoque de

imóveis acabados ou em fase final de acabamento, suficientes para suprir a demanda por um período de tempo razoável sem a necessidade de novos lançamentos. A Associação dos Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário no Paraná (Ademi-PR) estima que 11 mil unidades estejam nas mãos das incorporadoras e construtoras, enquanto a demanda não passa de 6 mil em Curitiba. Segundo a revista Exame, as incorporadoras e construtoras por todo o país vem apresentando queda nos lucros e aumento de prejuízos. Das 20 empresas relacionadas pela consultoria Econômica, sete apresentaram prejuízo na primeira metade do ano. Outras cinco viram seu lucro cair em relação ao mesmo período do ano anterior (EXAME, 2013).

Os desequilíbrios observados no mercado imobiliário podem levar a possíveis desequilíbrios também no preço dos imóveis. Por essa razão, várias discussões relacionadas a existência ou não de uma bolha imobiliária vem sendo cada vez mais abordadas, tanto nos meios acadêmicos, como em jornais, revistas e periódicos.

Este trabalho encontra-se organizado em cinco seções distintas que podem ser sumarizadas da seguinte forma: na primeira seção tem-se a parte introdutória; na segunda seção têm-se o referencial teórico com algumas considerações a respeito da teoria das bolhas financeiras, bem como exemplos internacionais; na terceira seção apresenta-se a metodologia utilizada na pesquisa; na quarta seção são apresentados os resultados da pesquisa e na última seção têm-se as considerações finais e recomendações.

2. REFERENCIAL TEÓRICO:

2.1 TEORIA DAS BOLHAS FINANCEIRAS

As definições de bolha financeira apresentam linhas similares de pensamento. Segundo Münchau (2013, p.148), “Quando os preços ficam acima da linha de tendência por um tempo suficiente e por um valor grande o suficiente, você tem uma bolha”.

D’Agostini (2013, p.6) apresenta a seguinte definição para bolha de preços:

Define-se bolha de preços como o aumento rápido e bem acima do preço normal histórico e em curto espaço de tempo, tendo como consequência, em algum momento, o estágio de deflação/desalavancagem.

Para Sligtz (1990, p.13), “se a razão pela qual o preço está alto hoje é decorrente 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”.

A literatura sobre bolha financeira apresenta desafios tanto na (i) visão convencional, que defende que existe bolha financeira quando o preço de um determinado ativo se desvia dos fatores determinantes de seus fundamentos, tendo como premissa os modelos de mercado eficiente – onde se entende que os mercados são eficientes em relação à informação – e de expectativas racionais, Canuto e Laplane (1995); quanto a (ii) visão contemporânea, que defende que as tomadas de decisão dos agentes podem ser sustentadas em "estruturas institucionais" geradas por meio de "convenções comportamentais" que "se desenrolam dentro de cenários estruturais agregados, que tanto dão formas às dinâmicas econômicas como estabelecem limites aos resultados compatíveis", Dimisky (1998, p. 84).

Toda discussão em torno de bolhas financeiras concentra-se na tentativa de entender se o comportamento de um determinado ativo pode ser devidamente justificado pelo movimento natural de oferta e demanda ou se algum outro fator está influenciando na formação do preço de forma insustentável, caracterizando a formação de uma bolha financeira.

Segundo Gremaud, et. al. (2004, p.133) podemos entender como demanda “a quantidade de um determinado bem ou serviço que o consumidor deseja adquirir em certo período de tempo”. Já a oferta, para os autores “é a quantidade de bem ou serviço que os produtores desejam vender por unidade de tempo”. O movimento dos preços é naturalmente influenciado pelo volume de oferta e de demanda de um determinado ativo (bem) ou serviço. Se o volume de oferta de um determinado produto ou serviço aumenta e a sua demanda se mantém ou diminui, os preços tendem a diminuir. Se o volume da oferta de um determinado bem ou serviço diminui e a sua demanda se mantém ou aumenta, a tendência é que haja um aumento nos preços.

Durante o processo de formação da bolha financeira, o impulso é de tentar explicar de forma racional o motivo pelo qual os preços continuariam a subir mesmo depois de duplicados ou triplicados em um curto espaço de tempo.

D'Agostini (2013, p.6) sugere que:

A bolha surge por mecanismos de mercado e de comportamento humano que forcem a correção indevida da inflação de ativos. Os principais antecedentes para formação de bolhas de preços são derivados do: (i) crédito; (ii) demanda acima do normal; (iii) da oferta acima do normal ou; (iv) combinação dos três.

Quando há um descolamento de preço em razão principalmente devido à expectativa de investidores e consumidores de que o preço de amanhã será consideravelmente superior ao preço atual, sem que os fatores “oferta” e “demanda” possam suportar esse movimento, o resultado é um fenômeno cíclico de aumento de preços motivado pela especulação (gerando a bolha financeira). Esse fenômeno torna-se contínuo até que algum outro fator econômico ocorra, resultando no estouro ou não da bolha.

De acordo com Kindleberger (2009) a bolha financeira tem sua evolução típica em 5 fases: deslocamento, expansão, euforia, auge e colapso, onde o deslocamento seria o fator que dispara a especulação, que pode ser causado por uma crise, guerra, mudança de política econômica, etc. A expansão seria o passo seguinte, onde ocorre um rápido crescimento do endividamento, com uma forte alavancagem no setor financeiro. Na fase da euforia é quando os preços começam a subir, gerado principalmente pelo fator especulativo, onde investidores aproveitando-se do cenário econômico favorável aumentam os preços muito além do que poderia ser justificado pelo aumento da demanda. O auge ocorre quando se busca explicar a irracionalidade do mercado, a fim de defender que ‘desta vez o ciclo de expansão é diferente’. Quando ocorre o colapso, o preço dos ativos cai e acontece o “estouro da bolha”, gerando crise financeira e retração da economia.

D'Agostini (2013, p.7-8), define bolha imobiliária dividida em 4 estágios (figura 1). Na primeira fase é quando são detectadas oportunidades, gerando dinheiro de forma inteligente. Na segunda fase ocorre a entrada de investidores institucionais, fazendo com que os preços comecem a descolar do preço médio histórico. Esta fase ainda seria marcada pelo investimento consciente, com pouca especulação. A terceira fase é marcada pela especulação e pela mania, onde os preços sobem de forma vertiginosa em um curto espaço de tempo. Na quarta fase, os preços dos ativos podem cair (caracterizando o estouro da bolha, que pode ser fraca, média, forte ou fortíssima) ou se manter, paralisando o setor e também gerando graves danos na economia.

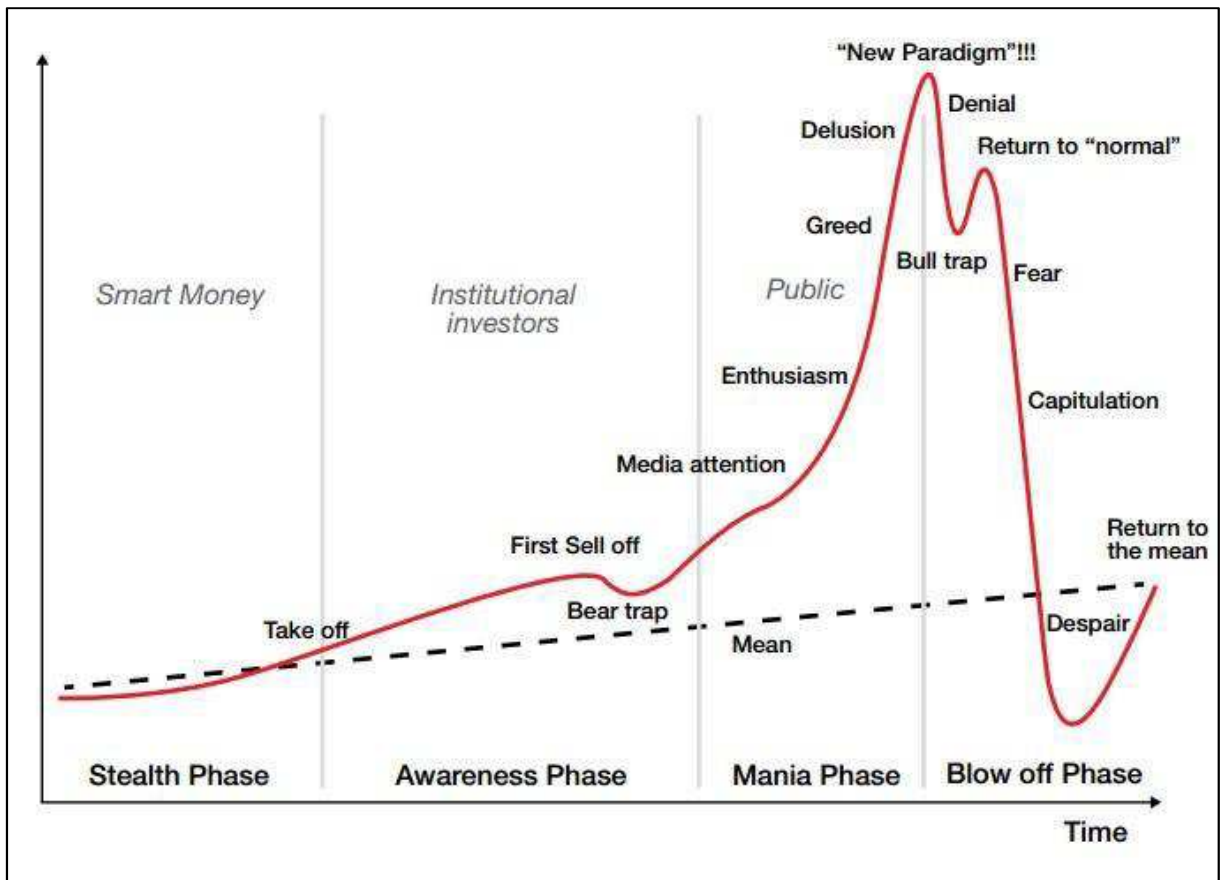


Figura 1 – Os 4 estágios de uma bolha imobiliária
 Fonte: D'Agostini (2013, p.8).

Para o autor, “Bolhas não estouradas também podem causar danos graves à economia”. O autor também define:

“Bolha fraca, queda de preços 5% a 15%; bolha média, queda de preços de 15% a 30%, bolha forte, queda de preços de 30% a 45%, bolha fortíssima, queda de preços acima de 45%. Quanto mais alavancado, maior a queda de preços no futuro.”

Apesar de apresentarem diferenças com relação às divisões das fases, ambos os autores seguem ideias similares, defendendo que em primeiro momento é identificada uma oportunidade no mercado, que começa a ser explorada por investidores fazendo com que os preços descolem da média histórica de forma abrupta gerando a bolha. Quando algum outro fator econômico ocorre modificando o cenário, acontece a dúvida sobre o valor real do ativo, motivando a redução da demanda e resultando na queda dos preços (estouro da bolha). Esse fenômeno gera retração do setor, que pode causar graves impactos na economia.

Shiller (2008) indica que mesmo pessoas racionais podem interpretar as informações de forma que a levar à tomada de decisões erradas. De acordo com estudo *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational* (1992), mesmo as pessoas que tendem a tomar decisões racionais, baseadas nos dados e informações disponíveis, podem ter a sua decisão ofuscada pelo movimento realizado por outras pessoas. Este comportamento é conhecido como “efeito manada”, onde as pessoas de um grupo reagem da mesma forma a determinadas condições – cada indivíduo decide imitar a reação/decisão do um grupo maior. Individualmente, nem todos fariam a mesma escolha, Brízidio (2013).

Candido (2012, p. 22), afirma:

“Os imóveis possuem algumas características que dificultam a sua precificação via formação clássica. Na análise de preços para tomada de decisão, a utilização de metodologias usuais pode levar o indivíduo a cometer erros de sobrevalorização ou subvalorização de um imóvel. Um exemplo clássico são as bolhas imobiliárias.”

Esse “efeito manada” pode fazer com que até mesmo pessoas com nível de informação eficiente tenham dificuldades em identificar a existência ou não de uma bolha. Mesmo com todos os modelos e metodologias existentes na economia atualmente, é extremamente difícil estabelecer certezas sobre a existência ou iminência de qualquer tipo de bolha financeira.

Franco (2010, p. 168) comenta que o ciclo econômico ou a ocorrência periódica de bolhas ou crises é um desafio permanente para a profissão de economista, pois as crises se repetem e continuam imprevisíveis.

Um exemplo disso foi a crise financeira nos Estados Unidos em 2008, decorrente do estouro de uma bolha imobiliária, que ficou conhecida como “*subprime*”.

De acordo com Bezzera *et al*, (2013, p.2):

“O movimento especulativo com imóveis na última década não ficou restrito aos Estados Unidos, mas se estendeu a outros países centrais e incorporou em maior ou menor grau, países em desenvolvimento. A propagação desse fenômeno em escala mundial foi sustentada, em parte, pela elevada liquidez internacional, alimentada pela política monetária americana, que manteve baixas taxas de juros durante grande parte do período e, pela redução das barreiras à mobilidade de capitais ensejada pelos processos de desregulamentação e abertura financeira observados em vários países.”

2.2 EXEMPLOS INTERNACIONAIS

Ao longo da história, vários exemplos de bolha financeira culminaram em grandes crises. Suas principais características são muito semelhantes, envolvendo o aumento desenfreado de preços em um curto espaço de tempo, especulação, euforia e depressão/crise financeira. Alguns casos podem ser citados como os mais emblemáticos, devido ao seu contexto histórico ou grande impacto na economia mundial. Estão entre eles: Crise das Tulipas (1637), Mississippi Company (1720), Railway Mania – Ferroviária Grã Bretanha (1840), Bolha imobiliária da Flórida, EUA (1926); a Grande Bolha Americana (1922-1929); a Especulação de Minerais na Austrália (1970), Bolha Japonesa (1980s), Bolha dos tigres Asiáticos (1997), e mais recentemente a Bolha Imobiliária Americana (2000-2008), também conhecida como “Crise do Sub-prime”.

Para fins de análise e conhecimento histórico, abordaremos neste estudo primeiramente o caso que é considerado a primeira bolha financeira conhecida, que ocorreu nos países baixos entre os séculos XVI e XVII, denominada Crise das Tulipas. Considerando que o objeto do estudo está voltado para “bolhas imobiliárias”, também será abordado o caso mais recente ocorrido entre os anos de 2000 e 2008 nos Estados Unidos, que ficou conhecido como “Crise Sub-prime”.

2.2.1 A crise das tulipas

Um exemplo clássico – também considerado a primeira de bolha financeira especulativa que se tem conhecimento – aconteceu nos países baixos, entre os séculos XVI e XVII, envolvendo uma planta pela qual atualmente a Holanda é famosa: a tulipa. Essa crise ficou denominada como a “Crise das Tulipas”, “Tulipomania” ou “Mania das Tulipas”. De acordo com Sciulli (1999), a tulipa é atualmente uma das flores mais populares e cultivadas do mundo. Com uma grande variedade de espécies, sua flor possui seis pétalas e é sempre solitária. É uma planta que germina por meio de um bulbo, que é um órgão vegetal subterrâneo formado por numerosas folhas que ficam bastante unidas e é onde ficam armazenadas as reservas nutritivas que permitem a renovação das partes aéreas das plantas (folhas, caule e flor) anualmente. Apesar de não ser originária da região, a tulipa foi introduzida na Europa no século XVI, vindo de Constantinopla. Sua

beleza e delicadeza fizeram com que a flor rapidamente se tornasse sinônimo de luxo e ostentação (Münchau, 2014). O preço para variedades com cores lisas e pétalas brilhantes começaram a subir regularmente, enquanto que para variedades mais raras, multicoloridas os preços disparavam, atingindo patamares absurdos no início do século XVII.

Segundo Strathern (2003, p. 24):

“Na região francófona dos Países Baixos, (o sul da Bélgica moderna), um único bulbo foi trocado por uma pequena fábrica de cerveja (*brasserie*), o que levou essa variedade a se tornar conhecida como *Tulipe Brasserie*.”

Galbraith (1990) comenta que “em 1936, um único bulbo custava tanto que poderia ser trocado por uma carruagem com dois cavalos”.

O mercado de tulipas ganhou tanta relevância que na década de 1630 foram estabelecidos mercados regulares para sua compra e venda em Bolsa de Valores.

Segundo Strathern (2003, p. 24):

“Os preços se elevaram tanto que técnicas inovadoras de especulação foram introduzidas. Por uma soma relativamente pequena uma pessoa podia obter o direito de comprar uma tulipa numa data futura, a um preço determinado. Se naquela data o preço da tulipa estivesse mais alto do que aquela, o lucro estava garantido – sem nenhum desembolso pesado.”

Esse processo de compra e venda no mercado futuro ganhou grande proporção, em função da entrada cada vez maior de investidores querendo auferir lucros por meio do aumento especulativo dos preços. Esse processo fazia com que os preços aumentassem cada vez mais, gerando confiança nos investidores precursores e instigando a entrada de novos especuladores no mercado. Algumas pessoas venderam seus bens, terras e propriedades e outros tomaram empréstimos, com intuito de gerar capital para investimento especulativo no mercado de tulipas.

De acordo com Galbraith (1990):

“Pessoas de todas as classes converteram suas propriedades em dinheiro e investiram em flores. Casas e terras eram postas à venda a preços baixíssimos, ou dadas como pagamento por barganhas feitas no mercado de tulipas”.

Toda essa euforia terminou quando grandes investidores e especuladores venderam suas tulipas e saíram do mercado de forma repentina. Este movimento foi

impulsionado principalmente por dúvidas da sustentabilidade dos preços e incertezas sobre a realização dos lucros no longo prazo.

Strathern (2003, p. 26) descreve que:

“De repente todo mundo queria vender seus bulbos, um pânico instalou-se e o mercado ruiu. O preço da tulipa despencou para o preço de sua realidade funcional: um simples bulbo de flor para se plantar no jardim. Enquanto isso, opções eram cobradas aos preços ajustados previamente, e investidores eram arruinados”.

O movimento de saída e realização dos lucros por grandes investidores gerou pânico em todo o mercado, fazendo com que os preços despencassem da noite para o dia. Muitos ricos e nobres perderam tudo o que possuíam. Esse cenário culminou em forte recessão econômica e miséria que perdurou por vários anos na região.

2.2.2 A crise Sub-prime

Uma das maiores e mais impactantes crises da última década ocorrida nos Estados Unidos, iniciou na década de 90, quando com o objetivo de estimular a economia e desenvolver o setor imobiliário, o governo americano passou a estimular a obtenção de empréstimos com garantias hipotecárias. Havia também uma grande preocupação do governo em possibilitar o acesso à aquisição da casa própria por famílias menos favorecidas e de baixa renda. Para isso, o governo passou a adotar medidas que podem ser consideradas “assistencialistas”, com o intuito de aumentar o índice de aquisição de imóveis por famílias de baixa renda. Essas medidas foram tanto por meio de marketing quanto em alterações no ambiente regulatório por meio de ajustes na legislação.

De acordo com Cassedy (2011, p.246):

“O presidente George W. Bush, quando assumiu o cargo, em 2001, adotou o programa do governo Clinton, promovendo uma “sociedade de proprietários”. Em 2002, pediu aos financiadores de hipotecas que ajudassem a criar um adicional de 5,5 milhões de proprietários de imóveis entre as minorias, até o fim da década. Um ano depois, ele assinou a lei de Sinal de Entrada para o Sonho Americano, que oferecia até US\$ 10 mil para famílias de baixa renda que lutavam para dar o sinal de entrada na compra de uma casa nova.”

Esse movimento fez com que o índice de aquisição imobiliária atingisse recorde histórico em 2004, sendo quase a metade das aquisições composta por financiamentos a famílias que antes desses incentivos, não haveria possibilidade de adquirir um imóvel. Esses estímulos no financiamento dos imóveis tanto por parte do governo, quanto por parte dos bancos e empresas hipotecárias fez com que os preços dos imóveis disparassem motivados, principalmente, pelo aumento na demanda por famílias de baixa renda. Esse cenário também abriu espaço para a entrada de especuladores no mercado, com intuito de aproveitar a oportunidade de comprar um imóvel utilizando-se de uma taxa de juros muito baixa, com a expectativa de revenda no futuro por um valor superior, obtendo lucro na operação. Esse cenário contribuiu para que os preços dos imóveis disparassem (figura 2), considerando a demanda gerada e expectativa de altos ganhos através principalmente da especulação imobiliária.

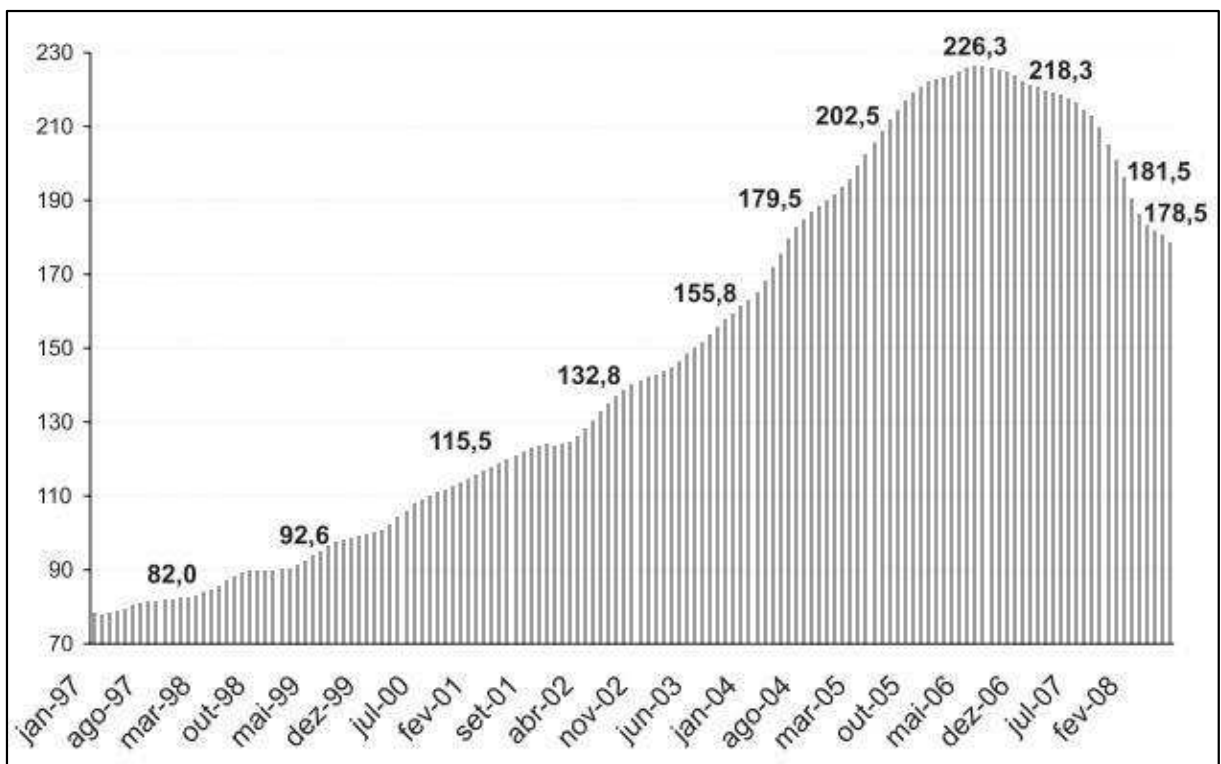


Figura 2 – Evolução do índice de preços dos imóveis nos EUA no período de Jan/97 a Ago/08
 Fonte: S&P/Case Shiller Home Price Indices

Ao mesmo tempo em que o governo estimulava o desenvolvimento do setor, o mercado financeiro passava por um processo de inovação, onde a tecnologia e internet passaram a ser cada vez mais empregada nas instituições. Este processo

fez com que os custos das operações ficassem mais baixos, criando um ambiente mais competitivo entre os bancos e empresas hipotecárias. Com isso, os produtos oferecidos por essas instituições também passaram por um processo de inovação, resultando na criação de produtos cada vez mais exóticos, complexos e sofisticados. Segundo Cassedy (2011, p.247):

“Bancos e empresas hipotecárias começaram a oferecer, além de hipotecas padrão de juros fixos e de juros ajustáveis, empréstimos só-juros, empréstimos sobre renda declarada (“empréstimos para mentirosos”) e hipotecas com várias opções de juros ajustáveis”

A partir daí, criou-se a possibilidade, por exemplo, de aquisição de uma propriedade de valor maior do que o comprador pudesse adquirir por meio de um empréstimo com características mais tradicionais. Além disso, havia possibilidade de refinanciamento dos imóveis – já financiados – com base no valor ajustado, o que fazia com que o endividamento das famílias (principalmente de baixa renda) aumentasse cada vez mais, uma vez que os valores dos empréstimos eram utilizados principalmente para bens de consumo e subsistência.

Como as principais empresas hipotecárias dos Estados Unidos não faziam emissão de hipotecas diretamente, estas empresas compravam as carteiras de empréstimos de outros bancos e convertiam parte desses empréstimos em títulos lastreados por hipotecas, para venda a investidores. Com o aumento na operação de hipotecas por famílias de baixa renda, aumentava assim também a proporção de títulos lastreados por esse tipo de hipotecas no mercado.

O estouro da bolha começou a ocorrer quando o banco central americano (Federal Reserve [FED]) aumentou a taxa básica de juros. Como consequência, as prestações das hipotecas ficaram mais altas, aumentando a inadimplência principalmente dos clientes “*subprime*”. De acordo com Catty (2011 p. 13), o termo “*subprime*” “se refere a empréstimos hipotecários concedidos a compradores de imóveis com crédito debilitado”.

Shiller (2012) comenta que “a queda dos preços foi mais intensa entre os mutuários “*subprime*”, ou seja, considerados com maior probabilidade de inadimplência, em consequência de fatores como antecedentes creditícios e profissionais”.

Com base nisso, os investidores passaram a acreditar que o risco poderia ser muito maior do que estava sendo divulgado, gerando uma corrida para resgate dos

investimentos. Isso contribuiu para que os títulos lastreados por hipotecas perdessem liquidez. Os bancos suspenderam os resgates das quotas de fundos imobiliários sob sua administração, como ocorreu com o maior banco francês, o BNP-Paribas. Em 2008 a falta de liquidez afetou as principais agências privadas garantidas pelo governo norte-americano - Fannie Mae e Freddie Mac - que juntas representavam em torno de 40% do mercado de hipotecas nos EUA (Borça Junior e Torres Filho, 2008). A fim de tentar melhorar a percepção do mercado quanto à liquidez, o Tesouro americano efetuou uma injeção de capital de aproximadamente US\$ 200 bilhões nas duas instituições, além de assumir o controle de ambas.

O panorama piorou quando o governo americano decidiu por não suportar financeiramente o quarto maior banco de investimento americano – Lehman Brothers – que também estava enfrentando dificuldades e apresentando prejuízos bilionários. Isso fez com que o banco entrasse com pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York, aumentando o pânico nos mercados globais.

Para evitar consequências ainda maiores, o FED realizou empréstimo na ordem de US\$ 85 bilhões para a maior companhia de seguros dos EUA – a American Interegonal Group (AIG), a fim de ajustar as suas necessidades de liquidez, assumindo também o controle e gerenciamento dos seus negócios (Borça Junior e Torres Filho, 2008).

Vários outros bancos também apresentaram dificuldades, tendo alguns, recebido ajuda financeira das autoridades federais e outros sendo adquiridos por outros bancos, mudando completamente o panorama do sistema financeiro norte-americano.

Além dos EUA, vários outros mercados que haviam realizado investimentos em títulos lastreados pelas hipotecas americanas sofreram os efeitos da crise, cada qual de acordo com o seu nível de envolvimento com tais títulos.

A fim de mitigar os efeitos da crise e buscar a recuperação da economia mundial, ações foram realizadas tanto de forma isolada nos países, como conjuntamente, como por exemplo, o corte nas taxas básicas de juros pelos principais Bancos Centrais do mundo, além da injeção de liquidez nos mercados de crédito. Essas ações começaram a reverter a tendência de deterioração das expectativas dos mercados no mundo.

3. METODOLOGIA:

A metodologia a ser utilizada será do tipo descritiva, onde de acordo com Andrade (1995), utiliza a pesquisa qualitativa para identificar alguns aspectos que são considerados essenciais. O ambiente e as pessoas nele inseridas não são reduzidos a variáveis, mas observados como um todo; o ambiente natural é a fonte direta dos conteúdos e o pesquisador é o instrumento fundamental; a preocupação do investigador está no significado que as pessoas dão às coisas e, porque não partem de hipóteses *a priori*, utilizam o enfoque indutivo na análise das informações. A pesquisa não tem o compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.

Também será amplamente utilizada a pesquisa documental por meio de relatórios, tabelas, estatísticas, periódicos, notícias que serão utilizados nas análises.

A pesquisa bibliográfica será necessária a fim de fundamentar e melhor entender o tema proposto. Nesta etapa serão utilizados livros de teoria econômica, monografias, textos e artigos acadêmicos.

Também serão utilizadas informações que serão obtidas através de relatórios conjunturais produzidas por instituições especializadas (exemplo: BACEN, IPEA, IBGE, IBOVESPA, Secovi-PR, Ademi-PR, INPESPAR, etc), bem como informações públicas relacionadas a projetos governamentais de domínio público, que sejam relacionados ao tema proposto.

A análise dos dados será realizada a partir das informações teóricas obtidas no estudo, em conjunto e comparação com os dados levantados sobre os preços dos imóveis no mercado de Curitiba.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os preços dos imóveis no mercado de Curitiba apresentaram um crescimento muito forte nos últimos anos, especialmente entre os anos de 2008 e 2012, como pode ser observado na figura 3. O gráfico em questão foi utilizado o modelo "Base 100", onde se estabelece uma data específica para como ponto de partida. Nesta data, assume-se o valor de 100% para ambas as linhas consideradas na análise.

Sendo assim ambas as linhas partem de um mesmo ponto (100%), sendo possível

demonstrar de forma clara e consistente a variação versus o valor na data inicial, de cada uma das linhas dentro de uma mesma perspectiva e de um mesmo ponto de partida. Neste caso, foi considerado o mês de Janeiro/2000 como data de partida, sendo que nesta data o preço médio do m² dos imóveis usados na cidade de Curitiba era de R\$ 483,87, enquanto que o índice de inflação do mês foi de 0,62%.

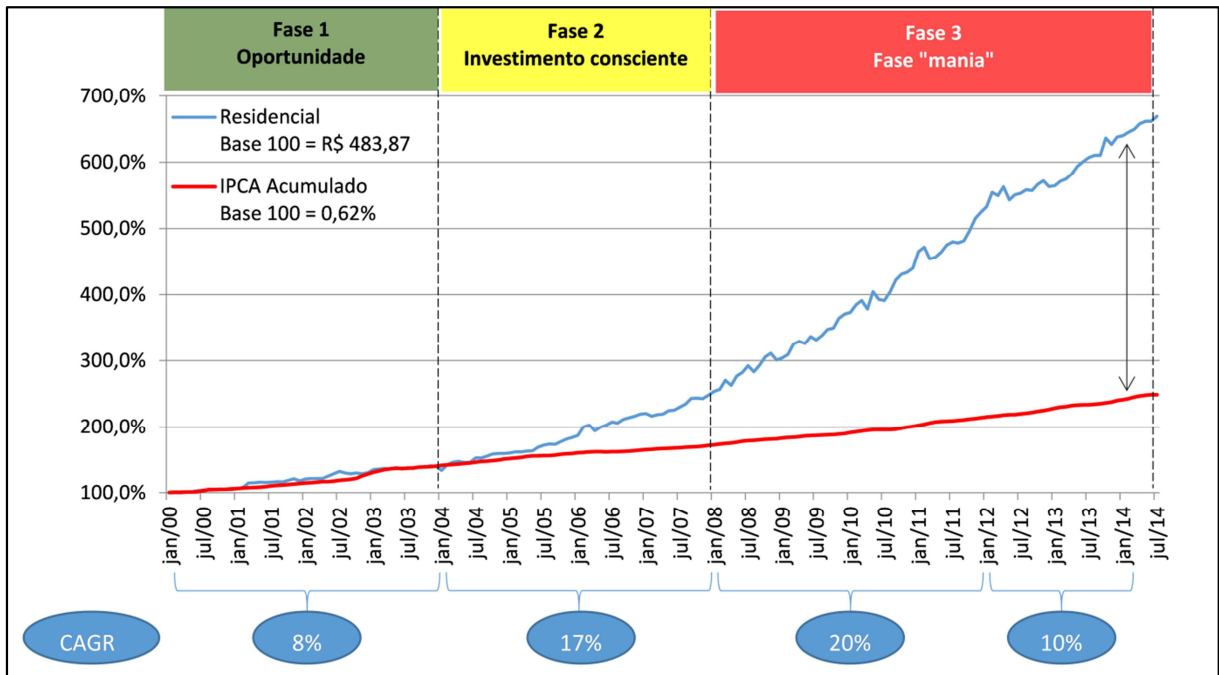


Figura 3 – Evolução do preço médio do m² de imóveis residenciais usados na cidade de Curitiba - PR no período de Jan/2000 a Jul/2014

Fontes: Inpespar, IBGE

Pode se notar através do gráfico (figura 3) que a variável preço possui um crescimento ascendente, em ritmo muito superior ao crescimento do índice de inflação, sendo representado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo [IPCA].

Ao dividirmos a série histórica apresentada na figura 3, aplicando as fases apresentadas de uma bolha financeira imobiliária, temos que a primeira fase – onde as oportunidades são identificadas – ocorre entre os anos de 2000 e 2004. A partir de 2005 acontece a entrada de investidores institucionais no mercado, que buscam aproveitar as oportunidades observadas no mercado, por meio de investimentos ainda considerados conscientes. Nesta fase – que se estende até início de 2008, os preços dos imóveis começam a descolar do seu patamar médio histórico, apresentando também um crescimento superior ao da inflação acumulada. O

crescimento composto anual (CAGR) neste período é de 17%, muito superior aos 8% apresentados na fase anterior. A fase mania pode ser considerada entre os anos de 2009 e 2012, onde os preços dos imóveis dispararam, apresentando um CAGR de 20%, sendo muito acima da inflação acumulada no período. Esse cenário pode ser justificado pelo entusiasmo e movimentos especulativos. A partir de 2013, ainda é possível observar um forte crescimento, mas já em um patamar inferior aos crescimentos apresentados nos anos anteriores. Neste período o mercado começa a questionar até quando esse cenário irá se sustentar. As pessoas começam a se questionar o motivo de um preço tão alto, e se realmente é o momento de comprar ou se seria melhor esperar para ver se os preços irão baixar. Outra questão que surge e é fortemente discutido em meios acadêmicos, periódicos, estudos e mercado, é a existência ou não de uma bolha financeira, buscando, de várias formas, tentar explicar o inexplicável – forte alta dos preços em um espaço de tempo tão curto. Com base nos exemplos apresentados anteriormente, é possível inferir a luz do referencial teórico que esta fase pode preceder uma estabilização dos preços, estagnando o setor, ou até mesmo uma redução dos preços, gerando um impacto negativo na economia.

5. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES FINAIS

Uma bolha financeira ocorre quando há um aumento abrupto do preço de um ativo em um curto espaço de tempo, sem que haja uma explicação plausível com base em variáveis econômicas. Este aumento dos preços pode ocorrer principalmente devido à entrada de investidores no mercado que buscam altos ganhos por meio de especulação – compra de ativos por um determinado preço com a expectativa de aumento dos preços no futuro a fim de auferir lucro. Exemplos históricos mostram que os movimentos de uma bolha financeira seguem esse padrão. Entretanto, é muito difícil prever quando o auge da euforia será atingido, gerando dúvida no mercado, e quando ocorrerá a explosão da bolha. Nos casos apresentados, tanto no caso da Tulipomania quanto no caso do *Subprime*, observa-se que há uma questão relacionada a comportamento, onde em primeiro momento há o investimento consciente, seguido por uma fase onde ocorre a entrada de especuladores e descolamento dos preços em comparação com a média histórica. Em seguida acontece a fase da euforia, onde o mercado busca de todas as formas justificar o

forte aumento dos preços e fundamentar a sustentabilidade e continuidade da tendência. Isso acontece até o momento que surge dúvida no mercado com relação a essa manutenção da tendência, fazendo com que os investidores de forma generalizada comecem a realizar seus lucros ou se desfazer dos seus ativos a fim de minimizar suas perdas. Esse movimento faz com que o preço dos ativos apresente uma queda de forma inesperada, ou ao menos parem de crescer. Esse cenário apresenta fortes consequências negativas na economia, estagnando o mercado – no melhor dos cenários ou apresentando fortes crises, provocando recessão econômica. Analisando a evolução do preço médio do m² dos imóveis na cidade de Curitiba, é possível observar que acontece um forte crescimento entre os anos de 2008 e 2012, que é muito superior à média histórica e muito acima da inflação acumulada no período, representada pelo IPCA, chegando a um crescimento médio anual de 20%. Esse crescimento apresenta uma forte desaceleração no período entre 2013 e 2014, chegando a um crescimento médio anual de 10%. Na comparação deste cenário com os exemplos observados na pesquisa bibliográfica realizada, é possível levantar uma suspeita de que o mercado imobiliário da cidade de Curitiba possa estar vivenciando a iminência de estouro de bolha imobiliária, no que diz respeito a imóveis residenciais. Apesar dos indícios apresentados, é necessário aprofundar a discussão e a análise por meio de ferramentas estatísticas e dados quantitativos, a fim de buscar identificar indicadores que possam comprovar eventual causalidade entre determinados fatores que justifiquem a existência de uma bolha financeira imobiliária. Outros fatores podem ser incluídos na análise, como o índice de desemprego, evolução do Produto Interno Bruto [PIB], evolução dos preços das ações das construtoras listadas em bolsa de valores, entre outros.

Levando isto em consideração, recomenda-se que para trabalhos futuros seja realizado um estudo complementar por meio de uma pesquisa empírica utilizando-se de dados quantitativos e ferramentas estatísticas, com objetivo de buscar comprovar a hipótese apresentada.

Housing bubble:

Theoretical review on housing bubble and behavior of property prices in the city of Curitiba

ABSTRACT

The behavior of real estate prices in the Brazilian market has been characterized by high growth rate, which is rising well above inflation. This phenomenon can also be observed in the city of Curitiba. Such growth in a short space of time, without explicit fundamental economic drivers, has raised concerns in the market regarding the possible existence of a financial bubble. This study aims to provide a better understanding of this thematic space, by leveraging a theoretical approach and as a result, determining whether the behavior of property prices in the city of Curitiba implies or not the existence of a housing bubble. A preliminary analysis suggests that there is indeed the possibility of this phenomenon. However, the key recommendation is to conduct applied research and modelling to get a more detailed handle on the existing and extrapolated information in order to support or reject this hypothesis through quantitative data analysis.

Keywords: Financial bubble. Behaviour of property prices. Financial crises. Mortgage.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKER, D. A. **Administração Estratégica de Mercado** (5ª Ed). Porto Alegre: Bookman, 2001.

ADEMI-PR. **Pesquisa Imobiliária**. Disponível em <<http://www.ademipr.com.br>> Acesso em 05 Junho 2014.

AGUIAR, J. S. **Mercado imobiliário para onde caminha a demanda?** Disponível em: <<http://www.cbic.org.br/sites/default/files/apresentacao-jose-aguiar-abecip.pdf>> Acesso em 02 Julho 2014.

ALLEN, B. M. **Princípios de Finanças Corporativas** (10ªEd). São Paulo:AMGH, 2011.

ANDRADE, J. **Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades** .RAE – Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, vol. 35, n. 2, p. 57-63, São Paulo, 1995.

BACEN. **Relatório de estabilidade financeira**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201403>> Acesso em: 05 maio 2014.

BACEN. SFH – Dados estatísticos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFHEST022014>> Acesso em: 10 junho 2014.

BEZZERA, M. [et al]. **Formação, sustentação ou implosão de uma bolha imobiliária? A dinâmica de preços no mercado de imóveis de Natal no período de 2005-2010.** Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, 2013.

BIKHCHANDANI, S. [et. al]. **A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades.** Journal of Political Economy, Vol. 100, No. 5, p. 992-1026, Chicago, 1992.

BORÇA Junior, G. R. e TORRES Filho, E. T. **Analisando a Crise do Subprime.** Revista do BNDES, vol. 15, p. 129-159, Rio de Janeiro, 2008.

BRÍZIDIO, M. **Dinheiro que dorme a onda leva.** Rio de Janeiro: Leya, 2013.

CANDIDO, B. **Mercado Imobiliário: Uma análise sobre o comportamento dos preços dos imóveis na cidade de São Paulo.** Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Santa Catarina, 2012.

CANUTO, O.; LAPLANE, M. **Especulação e instabilidade na globalização financeira.** Economia e Sociedade, Campinas, n. 5, p. 31-60, 1995.

CASSIDY, J. **Como os mercados quebram.** Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011.

CATTY, J. P. **Princípios de Finanças Corporativas** (10^a Ed). Porto Alegre: AMGH – 2011.

COBRA, M. **Administração de Marketing no Brasil** (3^a Ed). Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

D'AGOSTINI, L. **O aumento do preço dos imóveis no Brasil 2008-2012.** Revista Economista, Brasília, p. 6-11, 2013.

DYMSKI, G. A. **“Economia de bolha” e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky.** Economia e Sociedade, Campinas, n. 11, 1998.

EXAME. **O mercado imobiliário sob suspeita.** Disponível em <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1010/noticias/o-mercado-imobiliario-sob-suspeita>> Acesso em 15 maio 2014.

FIPEZAP. **Índice FIPEZAP de preços de imóveis anunciados.** Disponível em <<http://www.fipe.org.br/web/index.asp?aspx=/web/indices/FIPEZAP/index.aspx>> Acesso em 18 julho 2014.

FRANCO, G.H. B. **Cartas a um jovem economista. Conselho para seus planos econômicos.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

GALBRAITH, J.K. **Short History of Financial Euphoria.**, New York: Penguin Books, 1990.

GAZETA DO POVO. **Rumo à acomodação**. Disponível em <<http://www.gazetadopovo.com.br/economia/perfilimobiliario/conteudo.phtml?id=1430354&tit=Rumo-a-acomodacao>> Acesso em 21 junho 2004.

GREMAUD, A. P. [et. al]. **Manual de Economia** (4ª Ed.). São Paulo: Saraiva, 2004.
IBGE. Indicadores - IPCA. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultseriesHist.shtm> Acesso em: 28 agosto, 2014.

IBGE. **Indicadores - Produto Interno Bruto**. Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaulttabelas.shtm>> Acesso em: 12 maio 2014.

IBGE. **Mobilidade social**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/mobilidade_social/defaulttab.shtm> Acesso em 05 maio 2014.

INPESPAR. **Pesquisa de Mercado**. Disponível em: <<http://www.inpespar.com.br/Pesquisa+de+mercado+42+307.shtml>> Acesso em: 10 Agosto, 2014.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, Pânico e Crashes – Uma história das crises financeiras**. São Paulo: Abril, 2009.

MÜNCHAU, W. **Os anos do Colapso: O Estouro da Crise Econômica Mundial**. Porto Alegre: Bookman, 2014.

RODRIGUES, L e CARNEIRO, L. **Entenda: A grande Recessão**. Disponível em <<http://oglobo.globo.com/infograficos/crise-eua/>> Acesso em: 06 abril 2014.

SCIULLI, E. **Tulipas – Guia Prático**. São Paulo: Quantum/Nobel, 1999.

SHILLER, R. **Finanças para uma boa sociedade**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

SHILLER, R. J. **How a Bubble Stayed Under the Radar**. New York Times. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2008/03/02/business/02view.html?pagewanted=all&_r=0>. Acesso em: 15 junho 2014.

SLIGTZ J. E. **Symposium on Bubbles**. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2., p. 13-18, Spring, 1990.

SPIELMANN, R. [et al]. **Risco de bolha ou motor de crescimento?** Bain & Company, São Paulo, 2013.

STRATHERN, P. **Uma breve história da economia**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 2003.