



Texto para discussão

284

Riqueza Imobiliária

Fernando Nogueira da Costa
Tatiana Rimoli Gzvitauski
Marcel Roberto Santos Dias
Rafael Bertazzi Costa Rosa
Daniel Herrera Pinto

Dezembro 2016

Instituto de Economia
UNICAMP



Riqueza Imobiliária

Fernando Nogueira da Costa¹
Tatiana Rimoli Gzvitauski²
Marcel Roberto Santos Dias³
Rafael Bertazzi Costa Rosa⁴
Daniel Herrera Pinto⁵

Resumo:

O objetivo deste Texto para Discussão é o estudo de caso da riqueza imobiliária no Brasil com novo método de análise econômica. A Economia da Complexidade propicia a integração de diversos *insights* e escalas de análises interdisciplinares. A hipótese central é que a emergência dos valores de mercado da riqueza imobiliária advém das interações dinâmicas entre os participantes do mercado imobiliário brasileiro. Seus diversos comportamentos são moldados por lógicas de ação institucionais. A evolução dinâmica desse sistema de preços de imóveis auto organizado é o resultado das cadeias de interconexões que emergem e submergem em uma rede de relacionamentos entre seus componentes, tanto na formalidade, quanto na informalidade. A riqueza imobiliária é valorizada ou subvalorizada, periodicamente, dentro desse sistema complexo com múltiplos agentes interativos.

Palavras-chave: Riqueza Imobiliária – Complexidade

Abstract:

Real estate wealth

The purpose of this Text for Discussion is the case study of real estate wealth in Brazil with a new method of economic analysis. The Complexity Economy provides the integration of diverse insights and scales of interdisciplinary analysis. The central hypothesis is that the emergence of the market values of real estate wealth comes from the dynamic interactions between the participants of the Brazilian real estate market. Its various behaviors are shaped by institutional action logics. The dynamic evolution of this self-organized property price system is the result of chains of interconnections that emerge and submerge in a network of relationships between its components, both in formality and informality. Real estate wealth is valued or undervalued, periodically, within this complex system with multiple interactive agents.

Keywords: *Real estate wealth - Complexity*

Classificação JEL / JEL Classification: B41

(1) Professor-Titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas ([IE-Unicamp](http://www.ie.unicamp.br)).

(2) Doutoranda do IE-Unicamp.

(3) Aluno Especial do Doutorado do IE-Unicamp.

(4) Aluno Especial do Doutorado do IE-Unicamp.

(5) Graduado e Mestrando do IE-Unicamp.

1. Introdução

A “realização do sonho da casa própria” se tornou um lugar-comum usado em discursos para designar a democracia da posse imobiliária. A propriedade de maior valor das famílias é a residência. Contrastado com o passado, quando a propriedade fundiária era quase exclusiva da casta dos aristocratas, a possibilidade dessa conquista social foi um progresso histórico.

A democracia da posse do lar foi construída na América. O *New Deal* de Franklin Delano Roosevelt, em reação política aos efeitos da Grande Depressão de 1929, foi a tentativa do governo norte-americano cobrir o déficit habitacional e gerar empregos, onde o mercado livre fracassou. Foi também o antídoto para a ameaça de revolução comunista, inspirada pela revolução soviética, ocorrida uma década e meia antes.

A expansão mundial dessa “democracia da propriedade” prometia tornar a maioria dos eleitores possuidora de residência. Favoreceu o sentimento conservador de proprietários, diferentemente do modelo de locação social da moradia, que tinha sido adotado na maioria dos países europeus.

Margaret Thatcher, nos anos 80, encorajou esse sentimento conservador ao vender as casas das locações sociais a preços baixos para um milhão e meio de famílias da classe trabalhadora inglesa, base eleitoral do Partido Trabalhista. Dispararam tanto o estoque de propriedades de donos residentes quanto o apoio à privatização do Partido Conservador.

Foi George Bush quem assinou a *American Dream Downpayment Act* [Lei do Pagamento Inicial do Sonho Americano], em 2003, como medida destinada a subsidiar as compras da primeira casa para os grupos de baixa renda. Os credores foram encorajados pela administração Bush a não pressionar os tomadores de empréstimos *subprime* com exigências de documentação integral.

Os NINJA – *No Income No Job or Assets* (Sem Renda Sem Emprego ou Bens) – foram transformados em bodes expiatórios da crise imobiliária norte-americana. Os negros e latinos desempregados e despejados simbolizaram o apogeu da democracia da propriedade imobiliária. Sempre, e em todos os lugares, a culpa das mazelas acaba sendo atribuída à fragilidade financeira do P.O.V.O.: Passivo Oneroso, Vida Ordinária.

Em termos simples, os conservadores (ou republicanos) buscam dar uma “solução de mercado” para um problema que é de natureza social e política. Os trabalhistas (ou democratas) dão outra solução com implementação de política habitacional que usa recursos públicos. Por exemplo, a urbanização das favelas é a socialização dos benefícios com o compartilhamento social do custo via impostos.

Embora alguns economistas definam *riqueza* como o conjunto dos bens e serviços à disposição de uma coletividade, um grupo social ou um indivíduo, adotaremos aqui o conceito de riqueza relacionado não a *fluxo de renda recebida*, mas sim ao *estoque de ativos*. Estes são formas de manutenção de riqueza acumulada ao longo do tempo. Ela é apropriada, avaliada e reavaliada de forma dinâmica por indivíduos interagindo entre si em determinada estrutura social. A participação de cada grupo ou de cada indivíduo na riqueza social depende do nível de renda individual e/ou da doação/herança recebida.

O *Efeito Riqueza* é descrito pelos economistas como um aumento na percepção de riqueza pelas pessoas em decorrência da valorização dos ativos por elas possuídos. Dependendo da forma de manutenção da riqueza, esse sentimento pode ou não levar a um aumento no consumo. No caso de capital financeiro, é hábito deixar a renda fixa se capitalizando com juros compostos. Em renda variável, gasta-se os dividendos, mas o ganho de capital propiciado por compra-e-venda de ações costuma ser reinvestido.

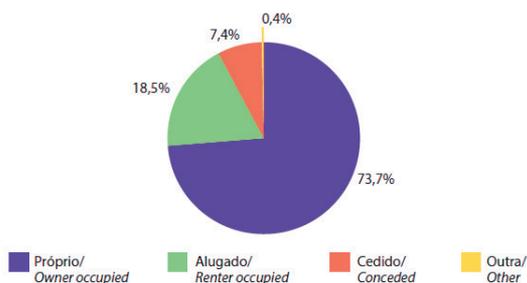
Esse *Efeito-Riqueza* proveniente da valoração de ativos imobiliários, em fase de euforia, pode até ter algum impacto sobre o consumo, mas se o investidor/especulador já antecipa a explosão de eventual bolha imobiliária, o medo do arrendimento previsto em futura fase de pânico pode sugerir cautela nos gastos pessoais para evitar a necessidade de recomposição patrimonial. Sendo assim, o estudo dos efeitos da riqueza imobiliária merece a atenção especial dos economistas, embora a literatura econômica brasileira a respeito – citada na Bibliografia – não seja muito vasta.

Dimensionando a riqueza imobiliária, segundo os Bens e Direitos declarados nas DIRPF 2014-13, em valores históricos, a soma de Ativos Imobiliários representava 40% do total de R\$ 5,825 trilhões (120% do PIB), reunindo apartamentos (15%), casas (12%), terreno (5%), terra nua (3%), construção (1%), prédio residencial (1%), prédio comercial (1%), salas (1%). Não sendo declarados em valores-de-mercado, não atingiam o percentual da soma dos Ativos Financeiros (44% do total). Veículos automotores terrestres, entre os quais automóveis, caminhões, motos, etc., representavam 8% dos Bens e Direitos. Os demais equivaliam a 7%.

Em 2014, a PNAD estimou o número de domicílios particulares permanentes no Brasil em 67 milhões de unidades. A média de pessoas por domicílio no Brasil foi de 3,9. Ao considerar a propriedade da habitação (Gráfico 3.1), o Brasil alcançou 73,7% de domicílios próprios contra 18,5% de alugados e 7,4% cedidos. Referentes aos declarados como próprios, 5,3% estavam em aquisição. O aumento do percentual de domicílios alugados indica um reforço ao setor rentista na moradia brasileira. Estes dados acompanham o padrão recente, registrado pelas PNAD, de crescimento dos domicílios alugados que, em 2004, respondia por 15,4%. Ao analisar historicamente, vemos que – segundo o Censo Demográfico do IBGE – há uma reversão no ritmo de queda observado desde os anos de 1960 – quando os domicílios alugados alcançaram 27,61% no Brasil.

Gráfico 3.1 - Distribuição dos domicílios particulares permanentes, por condição de ocupação - 2014

Graph 3.1 - Distribution of permanent private housing units, by tenure - 2014



Fonte/Source: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento, Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios 2014.

O objetivo deste artigo é avançar no estudo da riqueza imobiliária brasileira, aplicando a nova capacidade analítica propiciada pelo conhecimento de Economia Comportamental, Institucional, Evolucionária e Complexa. Usa esses novos métodos de análise.

As Finanças Comportamentais permitirão o estudo dos comportamentos dos vendedores e compradores de imóveis. Apresenta a lógica comportamental dos investidores, que contempla a avaliação do custo de oportunidade do investimento financeiro face ao imobiliário, comparando-a com a dos moradores, que analisam o custo de oportunidade do aluguel face à compra. Os investidores brasileiros examinam também a alternativa do FII (Fundo de Investimento Imobiliário), cujas cotas são mais líquidas.

A Economia Institucional propiciará entender porque a compra de imóvel não implica somente em pagar o valor do bem. Ainda se gasta cerca de 9% do preço do imóvel só com documentação: taxas de certidões nos cartórios, preço da escritura e impostos: ITBI – Imposto de Transição de Bens Imóveis e/ou ITCMD – Imposto de Transmissão Causa Mortis ou Doação. Pode haver também pagamento de advogado, caso seja necessário o exame minucioso da validade jurídica da documentação. O argumento neoliberal é que esse “custo cartorial”, que infla mais o preço final do imóvel, força vendedores e compradores (ou moradores) irem para a informalidade. O segundo tópico apresentará o cálculo do custo de intermediação imobiliária e dos gastos com vacância (IPTU, tarifas, taxas e condomínios, etc.) para verificar o verdadeiro retorno do investimento imobiliário, inclusive analisando a evolução da razão entre preço anunciado para locação e venda do imóvel por m². Mas discutira também se a informalidade no mercado imobiliário, especialmente no caso de favelas, deve-se ao excesso ou à ausência de Estado.

A Economia Evolucionária focará a evolução do crédito imobiliário ao longo do período considerado (2008-2016), diferenciando entre o financiamento de mercado com recursos de depósitos de poupança (SBPE) e o com recursos subsidiados (FGTS) na execução da política habitacional. O terceiro tópico verificará se houve correlação entre financiamento habitacional e o movimento dos preços dos imóveis e se verificou-se um aumento da fragilidade financeira dos devedores. O resgate de depósitos de poupança reverteu o *boom* de financiamentos imobiliários ou foi a inadimplência dos devedores? E os credores e os incorporadores ficaram imobilizados com a avalanche de distratos?

A Economia da Complexidade, no quarto tópico, analisará a emergência (ou não) de “bolha imobiliária” no Brasil desde 2008. Para tanto, analisará as tendências apresentadas pelas séries temporais disponíveis do Índice FipeZap com a evolução dos preços dos imóveis em diversas cidades brasileiras. As considerações finais sugerirão um *modelo de ciclo de preços de imóveis*, inspirado em ideias de Hyman Minsky, Michael Kalecki e John Maynard Keynes, para transformar essa complexidade em simplicidade analítica.

A *hipótese central* é que a emergência dos valores de mercado da riqueza imobiliária advém das interações das decisões dos múltiplos agentes participantes do mercado: incorporadores - construtores - financiadores - investidores - compradores - locadores – locatários. Seus diversos comportamentos são moldados por lógicas de ação institucionais. A evolução dinâmica desse sistema auto organizado é o resultado das cadeias de interconexões que emergem e submergem em uma rede de relacionamentos entre seus componentes, tanto na formalidade, quanto na informalidade. A riqueza imobiliária é valorizada ou subvalorizada, periodicamente, dentro desse sistema complexo com múltiplos e diversos participantes interativos.

2. Comportamentos dos Componentes do Mercado Imobiliário

Serão tratadas, neste tópico, os comportamentos padrões dos participantes do mercado imobiliário. As diversas psicologias econômicas influentes nas tomadas de decisões interagem, propiciando a emergência deste mercado como um sistema complexo.

Esta primeira etapa do estudo do caso da riqueza imobiliária apresenta, de maneira geral, os protagonistas. Diversos agentes econômicos são identificados nas inter-relações que norteiam o mercado imobiliário, comercial ou residencial. Estes “nódulos-chave” são:

- (a) Empresas Imobiliárias e seus profissionais “Corretores de Imóveis”,
- (b) Proprietários de Imóveis,
- (c) Proponentes Compradores,
- (d) Locatários,
- (e) Incorporadoras,
- (f) Construtoras,
- (g) Administração Pública, e
- (h) Agentes Financeiros.

O mercado imobiliário pode ser dividido em segmentos, como o mercado de apartamentos, casas, lojas, escritórios, andar corrido, terrenos e glebas (urbanas ou rurais), armazéns, vagas de garagem, etc. Outra divisão é entre o mercado para compra/venda e o mercado para locação.

Tanto em contratos de compra-e-venda, quanto nos de locação, das interações entre esses componentes do mercado imobiliário, motivados pela busca da maximização de seus ganhos em meio às operações comerciais das quais participam, emerge de maneira dinâmica as flutuações dos valores de mercado que compõem a riqueza imobiliária. Em outras palavras, a apreciação ou a depreciação dos imóveis emerge da atribuição de valor ou apreçamento de cada qual, interagindo em sucessivas e simultâneas negociações.

A Norma Brasileira para Avaliação de Bens (NBR 14653-1) determina *o valor de um imóvel* como sendo a “quantia mais provável pela qual se negociaria voluntariamente e conscientemente um bem, em uma data de referência, dentro das condições do mercado vigente”. Porém, essas “condições do mercado” são muito dinâmicas e afetadas por outras variáveis, inclusive da taxa de juro de referência, determinada de maneira discricionária pela diretoria do Banco Central e não por forças do mercado. A esfera pública, seja pela política monetária, seja pela política fiscal, influencia as variações conjunturais e, via política habitacional, as mudanças estruturais do mercado imobiliário.

Convencionalmente, Matos e Bartkiw (2014) definem o *mercado* como sendo o local onde agentes econômicos realizam trocas de bens de serviços, por uma unidade monetária ou por outros bens. Daí “o equilíbrio do mercado” ocorreria a partir da relação entre a demanda de um bem e a quantidade que é oferecida. Obviamente, isso é mera idealização abstrata muito simplificada que não revela a realidade complexa.

Nos aproximáramos mais do mundo real, no caso do mercado imobiliário, se o enxergamos como resultante da interação entre agentes (homogêneos ou heterogêneos) e meio-ambiente natural, institucional e socioeconômico. Suas propriedades emergem das redes de relacionamento entre classes de comportamentos com a auto-organização sem autoridade (ou planejamento) central. Por isso, a importância de vislumbrá-lo como não

convergente para um equilíbrio, mas sim dependente de uma trajetória não linear, ou seja, enfrentando desvios, percalços ou complicações ao longo do caminho sem destino.

Necessitamos de outras escalas menores análise, dada a redundância da escala 1:1 de descrição. Se conseguirmos estabelecer umas poucas regras de interações e reconhecermos a impossibilidade de dedução precisa de seu determinismo caótico, estaremos dando ênfase na sua dinâmica, nas variações ao longo do tempo, seja com dependência de trajetória, seja com retroalimentação. As noções de aprendizado, adaptação e evolução com inovação ou ruptura também são decisivas na nossa análise.

Na verdade, tanto demandantes quanto ofertantes são partes integrantes da matriz que compõem os preços dos imóveis observados neste mercado. Assim, quando dada oferta, em curto prazo, se antepõe à pressão da demanda, espera-se um movimento de ascensão e queda no valor dos imóveis ou das locações imobiliárias. Embora muitas análises teóricas ortodoxas pressuponham a existência de “concorrência perfeita”, as condições pressupostas desta não correspondem à realidade do mercado imobiliário. A heterogeneidade das dimensões e dos acabamentos dos imóveis, além de suas localizações com diferentes vizinhanças, todos esses fatores dificultam a comparação entre eles. A cada tipo de imóvel corresponde um segmento do mercado.

Os comportamentos dos componentes do mercado imobiliário são moldados pelas *lógicas de interação*. Logo, a evolução desse sistema complexo é o resultado direto das ligações que emergem e submergem em uma rede de relacionamentos a cada período de tempo. A riqueza imobiliária é valorizada ou subvalorizada, periodicamente, dentro desse sistema complexo com múltiplos e diversos participantes interativos.

Então, os valores de mercado dos imóveis são dinâmicos, isto é, variam ao longo do tempo e entre espaços (bairros ou cidades), sofrendo influências de outras variáveis, tais como a taxa de básica de juros (Selic), as taxas de juros do crédito imobiliário e o *yield* do aluguel. Este é determinado pela razão entre o valor recebido pela locação e o valor de mercado do imóvel. Dentre os agentes que intervêm no mercado imobiliário, destacamos os demandantes de moradia, os investidores, buscando tanto ganhos de capital, quanto rendimentos de aluguel, os produtores (indústria da construção), os incorporadores, e o governo. Influenciam os valores dos imóveis: os níveis de renda e desemprego, a oferta de crédito, o crescimento populacional e as obras de infraestrutura.

Segundo nossa hipótese, advém das interações das decisões dos agentes heterogêneos participantes do mercado a emergência dos valores de mercado da riqueza imobiliária. *Bancos* ofertam crédito imobiliário, cuja massa de lucros é função da elevação do número de mutuários. *Incorporadoras*, por sua vez, lançam novos imóveis, cuja defasagem temporal entre contratação, construção e entrega pode, com contratempos, gerar expectativas dos valores praticados no mercado de usados se situarem em um patamar mais elevado do que estará quando ocorrer a entrega. Os *investidores*, seja diretamente, seja via Fundos de Investimentos Imobiliários, procuram boas oportunidades de aquisição, para conseguirem locar ainda pelo maior valor, aproveitando-se da elevação do *rental yield* enquanto a maior oferta não se efetiva. Outro tipo de investidor, também, busca mais ganho de capital, imaginando que, comprando na planta hoje barato, no futuro o preço persistirá se elevando e ele poderá vender mais caro quando receber o imóvel. Enquanto isso, *demandantes por residências* fazem contas para ver o que é melhor para si a cada momento: comprar ou alugar?

Mas, além desses participantes do mercado imobiliário, há os intermediários mercantis como as empresas imobiliárias e seus profissionais. A *Imobiliária* é uma organização empresarial com fins lucrativos de caráter jurídico, responsável por desenvolver o processo de intermediação comercial. Dentre suas principais atividades estão a intermediação da compra e venda de imóveis e também da locação. Para atuarem, as Imobiliárias devem possuir pelo menos um dos sócios registrado no Conselho Regional de Corretores de Imóveis (CRECI), sendo este o responsável-técnico da empresa.

O *corretor imobiliário*, por sua vez, é um agente de negócios, que pode ou não atuar dentro dela. Sua função consiste em aproximar as partes interessadas em determinada transação imobiliária. A remuneração do corretor e, por conseguinte, da empresa imobiliária, pode variar de acordo com o tipo e tamanho de imóvel e valor de mercado, competindo ao CRECI a determinação dos percentuais.

Vale observar o *viés heurístico da ancoragem* na estimativa de preços de imóveis por corretores profissionais. Trata-se da tendência a confiar demais, ou “ancorar-se”, em uma referência do passado, por exemplo, um valor nominal do investimento inicial, ou em apenas uma parte da informação na hora de tomar decisões. As precificações imobiliárias, em geral, uma média de opiniões de avaliadores que visitam o imóvel, oscilam e afetam o processo de julgamento e a tomada de decisão dos compradores. Estes se confrontam com o *efeito dotação* dos vendedores — estes, por razões emocionais, costumam exigir muito mais para vender um imóvel do que eles estariam dispostos a pagar para o adquirir.

Proprietários de imóveis são as pessoas físicas ou jurídicas que detém ao menos parte de um imóvel por meio de registro na matrícula, documento este encontrado no Cartório de Registro de Imóveis competente. Cada imóvel possui uma matrícula, cujo conteúdo relata todo o seu histórico, incluindo as eventuais edificações e transações comerciais, entre outras observações, tais como dívidas e ônus reais.

Dentre os proprietários de destaque no mercado imobiliário estão também os *Fundos de Investimento Imobiliário* (FII), que são condomínios de investidores, à semelhança dos fundos de ações e renda fixa, administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela CVM. Dentre as vantagens oferecidas pelos FII estão a renda mensal, o lastro imobiliário, o investimento em longo prazo, pouco envolvimento com a administração, baixo risco de vacância ou inadimplência, valor unitário acessível e parcelamento do investimento. Em outras palavras, é um investimento que exige menor valor unitário e possibilita maior liquidez pela existência de um mercado secundário organizado em um site acessível.

Além desse papel das instituições financeiras na administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, Sousa (2006) investigou a atuação do crédito imobiliário na dinâmica do mercado de habitações no Brasil. Procurou verificar como estas operações estão inseridas no âmbito da produção e comercialização e, em que sentido, as mesmas influenciam a dinâmica nesse mercado. A convergência de interesses de distintos capitais nutre a especulação imobiliária e contribui para a valorização fundiária.

Há ainda um grupo adicional de investidores, que pode ser, de alguma forma, relacionado aos proprietários: eles são *os especuladores imobiliários*. Campos Filho (2001) os define como “proprietários de terra [inclusive solo urbano] que recebem uma renda transferida dos outros setores produtivos da economia, especialmente através de investimentos públicos na infraestrutura e serviços urbanos”.

Para Saboya (2008), a *especulação imobiliária* caracteriza-se pela distribuição coletiva na comunidade dos custos de melhoria das localizações, ao mesmo tempo em que há uma apropriação privada dos lucros provenientes dessas melhorias. As cidades crescem, incorporam as periferias com o acesso a serviços públicos, estas são valorizadas e os antigos proprietários são beneficiados por isso sem fazer nenhum esforço adicional quanto às terras mantidas antes improdutivas.

Proponentes Compradores são as pessoas físicas ou jurídicas interessadas em adquirir um imóvel, de forma a tornarem-se reais proprietários. A aquisição pode ocorrer tanto de forma isolada como em conjunto, assim como a forma de pagamento pode também variar entre pagamento à vista ou através de crédito imobiliário.

Silva Neto (2011) procurou, em seu estudo, identificar variáveis relevantes para a formação dos preços dos imóveis na cidade de Recife, a partir da perspectiva de compradores, efetivos e potenciais. Identificou, mesmo nos públicos das classes de renda A e B, a utilização de fontes de financiamentos e recursos do FGTS na composição dos valores, sendo que, após a aquisição, havia grande interesse destes grupos em quitar os saldos devedores o quanto antes. Como justificativas nas decisões de compra, o autor destaca a segurança e o espaço (tamanho do imóvel) como os elementos mais valorizados pelos compradores, estando outros aspectos (como lazer) em um segundo plano.

Locatários, ou *Inquilinos*, são pessoas físicas ou jurídicas que recebem a posse de um imóvel para uso por período pré-determinado mediante o pagamento periódico de um aluguel. A disponibilidade de imóveis para locação pode ser resultado tanto das ofertas só para esta finalidade, quanto da oferta de imóveis à venda que, pela falta de pretendentes compradores, encontram na locação a possibilidade de se amenizar parte dos prejuízos causados pela vacância, tais como despesas com IPTU e condomínio.

A opção pela locação em âmbito comercial aparece em muitos casos como uma estratégia empresarial de não se imobilizar bens em seu balanço patrimonial. Já no caso residencial, esta opção surge, ou pela falta de recursos para a aquisição de um imóvel que esteja dentro das necessidades pré-estabelecidas, ou pela oportunidade criada, dada a excessiva oferta de imóveis no mercado em questão.

Incorporadoras são pessoas jurídicas responsáveis pela viabilização de projetos para a construção de empreendimentos. Estas, em suma, se comprometem, por meio do chamado registro da incorporação, a construir, com estrutura própria ou de terceiros, um ou mais imóveis, como casas, edifícios, indústrias, *shopping centers* e suas áreas comuns.

As *construtoras*, por sua vez, contratam empreiteiras de mão-de-obra, responsáveis pela edificação propriamente dita. Para dimensionar sua importância como geradora de empregos, segundo a PNAD Contínua, no trimestre ago-set-out 2016, ocupou 7,071 milhões de trabalhadores (8% da população ocupada), cerca de 501 mil menos em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior. O rendimento médio real habitual era 1.643 reais, ou seja, menos de dois salários mínimos. As participações percentuais da indústria de construção no valor adicionado total caiu de 7,0% em 2000 para o piso de 4,4% em 2008, elevando-se depois até o pico de 6,5% em 2012, caindo até 5,9% em 2015.

As incorporadoras podem, com esse processo, comercializá-los, desde a chamada *fase de imóvel na planta*, isto é, antes do início das obras, passando pela *fase de construção*, ou mesmo após a *fase de entrega*.

As Incorporadoras costumam realizar, previamente, as chamadas Análises da Qualidade do Investimento, conhecidas também como “estudos de viabilidade”. São cálculos que englobam todas as variáveis que possam estar envolvidas em um projeto, como valores de locação, de venda, custos com mão-de-obra, inflação, juros, taxas de vacância, entre outros. Torna-se, portanto, vantajosa a operação cujos indicadores apontem para ganhos superiores aos de outros investimentos, ou seja, o custo de oportunidade.

A *Administração Pública*, em qualquer esfera, possui grande relevância no mercado imobiliário. Em âmbito municipal temos, por exemplo, o planejamento urbano como gerador de infraestruturas. A questão tributária, relacionada a impostos como IPTU e ITBI, influenciam os custos e, portanto, os estudos de viabilidade.

Existe também, em alguns casos, a chamada *Outorga Onerosa do Direito de Construir*, também conhecida como “solo criado”. Refere-se à concessão emitida pelo Município para que o proprietário de um imóvel edifique acima do limite estabelecido pelo coeficiente de aproveitamento básico, mediante contrapartida financeira a ser prestada pelo beneficiário. Segundo Gomes *et al* (2012), os instrumentos urbanísticos, ao adquirir flexibilidade mediante *pagamento de outorga onerosa*, passam a ser mutuamente instrumento arrecadatório para o município e fator de elevação de custo de incorporação, refletindo-se em aumento de preço de venda por metro quadrado de imóveis novos.

Nakazawa (2013) buscou examinar quais são os fatores determinantes no preço dos imóveis, tomando como potenciais candidatos três variáveis macroeconômicas: Produto Interno Bruto (PIB), Taxa de Juros e Bolsa de Valores, porém “não foram encontradas evidências estatísticas de que a Bolsa teve um impacto significativo sobre o preço dos imóveis”. Esse teste econométrico em busca de eventuais correlações entre variáveis macroeconômicas é um exercício intelectual reducionista muito distinto do que pretendemos fazer aqui: enxergar o sistema complexo como um todo, detectando os nódulos-chaves, cujas interconexões possuem maiores pesos determinantes das valorizações e desvalorizações da riqueza imobiliária.

Nesse sentido, enxergamos o mercado imobiliário como parte de um sistema complexo em que grandes redes de relacionamentos de seus componentes se estabelecem sem nenhum controle central e com regras simples de cooperação. Dá origem a um comportamento coletivo auto organizado e uma adaptação através da aprendizagem ou evolução. Surge uma *casca de disponibilidade*, isto é, um processo de auto reforço no qual uma crença coletiva ganha mais e mais plausibilidade por meio da crescente repetição no discurso público. Há um *efeito adesão*, ou seja, a tendência de fazer (ou acreditar) em coisas porque muitas outras pessoas fazem (ou acreditam) na mesma coisa. Não são incomuns as *expectativas exageradas*, com base em estimativas de ganhos superestimados. No mundo real, a riqueza imobiliária acaba valendo menos do que o antes esperado.

Grandes redes de componentes individuais com cada um deles seguindo regras relativamente simples, sem controle central ou uma autoridade como líder, propiciam as interações coletivas que precificam os imóveis. Esta complexidade é difícil de se prever com precisão através de simples equações mecanicistas com funções entre causa e efeito ou correlações espúrias. As mudanças em padrões de comportamento dos agentes e os consequentes fenômenos macroscópicos emergentes desafiam nossa capacidade de previsão de valores futuros da riqueza imobiliária.

3. Instituições do Mercado Imobiliário

Economia Institucional é uma corrente de pensamento econômico que surgiu na virada do século XIX para o XX. Investiga as instituições como condicionantes dos comportamentos econômicos. Thorstein Veblen e Geoffrey Hodgson são autores expoentes, respectivamente, do Velho e do Novo Institucionalismo.

De maneira resumida, *instituições* são modelos mentais, hábitos de pensamento coletivo, organizações, ou mesmo “regras do jogo” formais ou informais. Chang (2002: 546) diz que, no sistema capitalista, existe uma *cadeia de instituições*, tais como os mercados são instituições de troca, as firmas são instituições de produção, e o Estado é o criador e regulador das instituições. Existem outras tantas informais.

As *normas reguladoras* são fatores a moldar as relações de mercado, no tempo e no espaço, em qualquer negócio jurídico. A maior parte das normas legais possui conteúdo econômico. Por exemplo, as transformações provocadas, em sua origem, pela Constituição Federal de 1988, demandam uma racionalidade econômica na busca de justiça na esfera socioeconômica do país, em especial quanto ao *direito à moradia*. Este constitui um direito humano fundamental. Isto tem reflexos na economia.

Em 2010, o país possuía 6.329 *aglomerados subnormais* (assentamentos irregulares conhecidos como favelas, invasões, grotas, baixadas, comunidades, vilas, ressacas, mocambos, palafitas, entre outros) em 323 dos 5.565 municípios brasileiros. Eles concentravam 6% da população brasileira (11.425.644 pessoas), distribuídos em 3.224.529 domicílios particulares ocupados (5,6% do total).

A ONU, de forma mais abrangente do que está na Constituição Federal brasileira, no artigo 6º, trata do tema como *direito à moradia adequada*, sendo um direito humano fundamental desde 1948. Este abrange o acesso à segurança da posse, à infraestrutura e aos equipamentos públicos, custo acessível e habitabilidade como pontos centrais.

A *democracia da propriedade*, conquista social pela qual se obtém a segurança da posse legal da própria casa, está presente no imaginário da maioria dos brasileiros. Porém, há um sentimento de perplexidade do cidadão comum ao encarar impostos, taxas e demais custos obrigatórios da compra da casa própria, além do próprio custo de financiamento habitacional. Existe uma burocracia muito custosa, geralmente não considerada antes de haver a negociação de compra e venda de um imóvel.

Uma porcentagem considerável do preço do imóvel são gastos com certidões, escritura, taxas, impostos e o registro no respectivo. Destacam-se o ITBI – Imposto de Transmissão de Bens Imóveis e o ITCMD – Imposto de Transmissão Causa Mortis ou Doação como os impostos envolvidos na aquisição de imóvel que inflam o preço final. O custo cartorial abrange diversos procedimentos como a Certidão de Negativa de Propriedade, Certidão Negativa de Ônus, Certidão Vintenária, Informação verbal, isto é, verificação da propriedade de imóvel por busca verbal, mediante o pagamento equivalente a 10% do valor de uma certidão, e o registro de propriedade do imóvel.

No Brasil, toda transmissão de bens, sendo a título oneroso ou gratuito, sofre incidência de imposto. O ITBI tem sua previsão constitucional no art. 156, II, §2º. Este imposto tem incidência sobre transmissões de bens imóveis entre vivos e a título oneroso. Encontra-se disposto no CTN (Código Tributário Nacional) em seus arts. 38 e 42, e na Legislação

Municipal. A Constituição Federal atribui a competência tributária do ITBI aos municípios e ao Distrito Federal, assim, cada ente federal estabelece regras próprias para este imposto. Por exemplo, em São Paulo, a alíquota é de 3%, tendo como base de cálculo o valor venal estabelecido pela Prefeitura. Há uma regra variável de 0,5% sobre o valor financiado. No Rio de Janeiro, a alíquota é de 2% sobre o valor venal.

O ITCMD, diferentemente do ITBI, é de competência dos Estados e do Distrito Federal. Incide sobre transmissão de quaisquer bens, imóveis ou móveis, por doação ou inventários e arrolamentos de bens. Como exemplo, apresentamos as regras referentes a imóveis urbanos. Em São Paulo, a alíquota é 4% sobre a doação ou valor do bem, no caso de “Causa Mortis” sujeita à avaliação judicial. No Rio de Janeiro, são duas alíquotas: 4,5% para valores até 400.000 UFIR-RJ e 5% para valores acima deste índice. A base de cálculo é o valor venal ou arbitrado pelo Fisco Estadual.

Desde a descoberta do Brasil, a *questão da propriedade imobiliária* esteve presente na vida política. A Coroa Portuguesa cedeu parte das terras aos moradores das capitanias, sendo a primeira forma de registro de responsabilidade do vigário de cada freguesia, com intuito estatístico apenas. Alguns anos depois, o Decreto 3.453/1.865, regulando a Lei 1237/1854 determinou a instalação em cada comarca um registro geral de imóveis. A partir disso, o sistema cartorário brasileiro se desenvolveu até chegar a Lei 6.015 / 1973, denominada Lei dos Registros Públicos.

Os *emolumentos devidos aos cartórios* são regidos por lei estadual. Assim, cada Estado, através do Tribunal respectivo estabelece as custas cartoriais dentro de cada circunscrição. No Estado de São Paulo, um imóvel no valor de R\$ 100 mil deverá pagar somente para o registro o valor de R\$ 1.810,09, distribuídos segundo o quadro abaixo entre várias entidades.



No Estado do Rio de Janeiro, por lei, apresenta uma distribuição distinta. Um imóvel negociado no valor de R\$100 mil tem sua divisão entre o registro e o subsídio do PMCMV, o registro recebe R\$ 1.011,50 e o PMCMV R\$ 20,23, totalizando R\$ 1.031,73.

Mas o custo de intermediação imobiliária para o “promitente vendedor” se infla mais, pois ele deve apresentar certidões pessoais, documentos de propriedade e de provas de quitação de débitos tributários do imóvel e arcar com a corretagem, dependente da cidade em que está localizado, no valor de 6 a 8% do valor do imóvel. Portanto, um imóvel no valor de negociação de R\$ 500 mil teria o valor de R\$ 30.000,00 em corretagem paga ao corretor e/ou à imobiliária. Dependendo do mercado estar pró vendedor ou pró comprador, o valor da corretagem é embutido no valor total do imóvel estipulado pelo vendedor, repassando esse custo para o comprador ao inflar o preço.

prazo de 180 dias de prazo para entrega de imóvel adquirido, em fase de incorporação, estabelecendo, pelo seu descumprimento, multa mensal equivalente a 0,5% do montante até então pago pelo comprador, e, multa compensatória de 1% sobre o valor quitado.

Na realidade, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, há uma tendência na Justiça brasileira de os juízes não cumprirem o rito contratual, despejando a família inadimplente. Sob alegação de força econômica desproporcional entre o devedor e o credor, evita-se ao máximo o despejo, protelando a decisão judicial. O que o juiz não leva em conta é que, quando ocorre alguma perda contratual, o banco que empresta recursos de terceiros embute o valor da perda com os inadimplentes para os adimplentes, encarecendo o crédito imobiliário com juros de mercado via elevação do *spread* bancário.

A migração campo-cidade e o crescimento demográfico, em circunstância de restrição do acesso ao crédito, incrementaram as instituições informais do mercado imobiliário. Por exemplo, o *contrato de gaveta*, propagado desde a década de 1980, é um acordo firmado, informalmente, em que o comprador assume a dívida em nome do vendedor, sem a ciência da instituição financeira. Isto gera insegurança jurídica, sendo causa de milhares de processos nos tribunais. Segundo o STJ, cerca de 30% dos mutuários celebram contratos de gaveta.

Vimos que a Constituição Federal consagra o *direito de propriedade*. Contudo, este não se reveste de caráter absoluto, devendo cumprir a *função social* que lhe é inerente, a fim de se alcançar os valores fundamentais da justiça social para a redução das desigualdades sociais. Sob esse prisma é que devem ser examinadas algumas instituições informais existentes no País, no caso, a existência já secular de favelas.

As favelas do Rio de Janeiro foram criadas há mais de 100 anos com a ocupação do Morro da Providência. No século XIX, foram viver no local os escravos libertos. Soldados negros que retornaram da Guerra dos Canudos, comunidade criada pelo messiânico Antônio Conselheiro, também ampliaram o número de moradores. Ficaram conhecidos como os “moradores da favela”, denominação da vegetação rasteira em torno de Canudos. Quando o prefeito Pereira Passos demoliu os cortiços do Centro, em 1904, para que pudesse dar início ao seu projeto de reforma urbana com a abertura da Av. Rio Branco, o morro também virou opção para os pobres que perderam suas moradias.

Em função da *política de remoção de favelas cariocas*, nos anos 60 e 70, estima-se que 175.800 pessoas tenham sido removidas até 1968, mas foi a partir deste ano, até 1973, época do endurecimento do regime militar, que o programa foi mais sistemático e intenso. Havia caráter seletivo em tal política, pois 70% dos domicílios removidos localizavam-se na Zona Sul, Tijuca e Méier. O resultado foi a perda de representatividade das favelas da Zona Sul: em 1950, 25,4% da população residente em favela lá moravam; em 1970, apenas 9,6% ainda residiam na área. Esse conjunto de fatores alimentou, nos anos 70, o imaginário social de que as favelas desapareceriam do “belo” cenário urbano carioca.

Nos anos 80 e 90, houve mudança da dinâmica do crescimento metropolitano, pois o crescimento extensivo-periférico, que gerou oportunidades de acesso à casa-própria em subúrbios, entrou em colapso. Houve encarecimento dos terrenos, perda da capacidade de endividamento dos trabalhadores, devido à diferença entre a correção monetária e a reposição salarial, quebra do Banco Nacional de Habitação (1986), “crise do *subprime* brasileira” e criação do Fundo de Compensação de Variação Salarial (CEF: 2001-2027).

Com as eleições democráticas, a partir de 1982, teve início a adoção pelos poderes públicos locais de *políticas de reconhecimento formal das favelas e dos loteamentos*

irregulares e clandestinos como solução dos problemas de moradia das camadas populares. Representou a superação democrática da política de remoção das favelas. Passou a ser discutida a proposta de legalização da posse do solo urbano e urbanização das favelas, isto é, suas transformações em bairros populares. Esta política pública é mais barata do que a remoção da comunidade. Adota o princípio democrático de que todos os cidadãos devem usufruir da infraestrutura propiciada pelo Poder Público em seu bairro.

Um resultado da redução da incerteza quanto à manutenção dos moradores em suas ocupações foi a redução das barreiras para novas ocupações ou para o crescimento vertical das favelas. Esses locais deixam de ser vistos apenas como áreas de narcotráfico, pois dentro das favelas existem comércio de bens, prestação de serviços e vida urbana estruturada. Os governos democráticos investem na transformação das favelas em bairros populares urbanizados. Não basta só asfalto ou calçamento, pois creches, escolas, postos de saúde e UPPs também devem estar inclusos nas políticas públicas de urbanização.

São *benefícios da urbanização de favelas*:

1. saneamento e postos médicos propiciam diminuição de gastos com saúde;
2. melhoria na escolaridade e na renda;
3. queda dos prejuízos decorrentes de ligações clandestinas e acesso formal a serviços públicos, inclusive iluminação, coleta de lixo e segurança pública;
4. incentivo ao comércio e à prestação de serviços (empreendedorismo) no local e no entorno;
5. valorização imobiliária para todo o entorno da região;
6. cobrança da contribuição de melhoria ou maior arrecadação de IPTU.

A *informalidade imobiliária* é a chave, na argumentação neoliberal, para entender os fatores que levam os moradores a continuar na favela. A ausência de regularização dos imóveis dificulta o planejamento urbano, mas dá mais liberdade de construção aos indivíduos. Uma casa na favela pode ganhar até mais dois andares sem burocracia, taxas e impostos, ou seja, sem custos e perda de tempo extras, para construir ou reformar. Isso pode ser uma opção de renda quando, como geralmente ocorre “no morro”, a associação de moradores anuncia em seu quadro de avisos, além de casas para vender ou alugar, lajes de residências onde o comprador pode construir novo imóvel.

As associações de moradores assumem, informalmente, funções do poder público, de imobiliária, de cartório, etc. Mesmo sendo um mercado informal, ele tem instituições e regras que, em geral, são respeitadas. Não há mercado que funcione sem haver regras e instituições.

Esse mercado informal tem atrativos, pois a pessoa não precisa comprovar renda ou ter fiador para alugar casa. Ela também não paga condomínio ou IPTU, algo que aconteceria se morar fora dali. Mas traz também um obstáculo relevante: diferentemente do que acontece no mercado formal, a imensa maioria (67%) dos imóveis de favelas é comprada à vista e em apenas 16% dos casos se faz financiamento junto a bancos.

Cabe, então, levantar a questão-chave da “democracia da casa-própria”: trata-se de um modelo universal? Hernando de Soto, economista peruano, define as favelas como os lugares dos moradores sem escritura formal e, portanto, sem garantia ou colateral para tomar empréstimo hipotecário e, em consequência, sem dinheiro para alavancar negócio próprio. Daí levantou a ideia de “dar vida a capital-morto”, com escrituras formais

transformando os donos das moradias precárias em microempreendedores. Essa hipótese neoliberal foi falseada, na prática, pois a casa própria não gerou novos empréstimos, desde que os bancos ainda percebiam o risco de mercado e de liquidez.

Na realidade, imóvel dá mais segurança ao credor – e não ao devedor –, pois a hipoteca provoca endividamento em longo prazo, sujeitando ele às agruras da inadimplência com a perda de ocupação (ou emprego) e renda para cumprir o serviço da dívida. A aquisição financiada da casa própria exige longo endividamento dos donos de imóvel, cujo valor de mercado pode cair ao longo do tempo, tornando-se inferior ao saldo devedor. Portanto, é um investimento não tão seguro como se imagina à primeira vista – e ilíquido.

Mas há um “jeitinho brasileiro” para propiciar a autoconstrução informal com apoio indireto do Estado. Apesar de ser criticado pelas construtoras, uma das políticas públicas que colaboram para substituição de barracos provisórios por edificações mais sólidas e perenes é a de facilitar a aquisição de materiais de construção, para reformar ou ampliar a casa. O programa *Construcard* da Caixa tem duas fases: utilização e amortização. A primeira fase destina-se à compra do material de construção, que pode ser entre dois e seis meses. Durante esse período, o cliente paga somente os juros dos valores utilizados. A segunda fase, que pode variar entre um e 240 meses, é para a amortização do saldo devedor, ou seja, o pagamento mensal das prestações até a quitação do financiamento. Essa etapa só começa após o fim do prazo definido para compras. É necessário oferecer garantias: aval, alienação fiduciária de bem móvel, caução de depósito/aplicação financeira ou alienação fiduciária de bem imóvel. A amortização segue a Tabela Price.

Há benefícios econômicos de morar na informalidade, isto é, na favela – lugar de autoconstrução e auto-organização sem planejamento central, seja do Estado, seja do mercado imobiliário formal. Segundo pesquisa, 77% dos moradores fazem as compras do mês na própria comunidade, 98% fazem nela as compras de consumo imediato. Na hora de escolher técnicos para fazer serviços pessoais e de reparação, a preferência de 90% é por pessoas que moram na favela. A maior vantagem do comércio local é ter, na percepção da metade de seus moradores, preços menores do que no resto da cidade e possibilidade das compras serem entregues em casa.

Porém, por ser um comércio informal que atende em grande parte consumidores que trabalham na informalidade, os estabelecimentos da favela oferecem opções de crédito que, no comércio formal, praticamente inexistem. Comprar fiado, por exemplo, dando como garantia apenas seu nome anotado em caderneta, é prática comum na favela: $\frac{3}{4}$ dos moradores afirmam que têm essa possibilidade no local. Fora da comunidade essa opção é quase inexistente para a imensa maioria dos moradores da favela.

Os neoliberais deixam o combate à pobreza e problemas associados a ela, inclusive a informalidade, para as “forças do mercado”. Supostamente, governo e sociedade se uniriam para ações “solidárias” em que o mercado seria capaz de estabelecer por si só o elenco de prioridades e de atividades a serem apoiadas, mesmo com contexto macroeconômico desfavorável. A ideia dominante dessa ideologia é a do *apoio ao individualismo*, com ênfase em programas de concessão de microcrédito, para tocar o próprio negócio, organizado de maneira espontânea por livre iniciativa.

A Era do Social-desenvolvimentismo (2003-2014) superou essa ideologia através da adoção de *política social ativa*, onde o financiamento habitacional popular em escala massiva constituiu um pilar básico. Vejamos os resultados no próximo tópico.

4. Evolução do Crédito Imobiliário no Brasil

Entre 1964 e o primeiro semestre de 2016, pelo FGTS foram financiadas 10.321.080 Unidades Habitacionais (UH) e pelo SBPE, 6.799.041 UH, totalizando 17.120.121. Considerando que a PNAD 2015 registrou 50.894 mil imóveis próprios (74,8% do total), foram financiados ao longo da história do SFH cerca de 34% deles – ou 25% do total de 68.037 mil domicílios particulares permanentes.

Só entre 2003 e 02/12/16, segundo a Caixa Econômica Federal, foram contratados 11.520.602 financiamentos. O Programa Habitacional “Minha Casa Minha Vida” (MCMV) quebrou recordes históricos, realizando, em média de sete anos, 636 mil contratos anuais. O PMCMV atingiu, em outubro de 2016, 4.454.622 financiamentos contratados, no valor de R\$ 320,93 bilhões, sendo 3.528.719 UH concluídas e 3.110.597 UH entregues, sendo 1,267 milhão e 1,093 milhão, respectivamente, na faixa até R\$ 1,6 mil de renda. O MCMV é o maior programa já realizado de redistribuição da riqueza imobiliária entre as famílias brasileiras.

O crédito imobiliário, no Brasil, tem crescido de maneira intensa ao longo do período analisado, em um movimento similar à evolução das demais modalidades de crédito direcionado no país. Esse crescimento contou com o papel central dos bancos públicos, em especial da Caixa Econômica Federal.

A partir de 2008, a desaceleração das concessões de crédito por parte dos bancos privados por conta da crise financeira internacional levou a Caixa a direcionar recursos ao mercado imobiliário, intensificando as concessões de financiamentos a partir do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e também a partir de programas de inclusão social nesse setor, como o *Minha Casa Minha Vida* (MCMV). Essa postura contribuiu para o crescimento e sustentação dos preços dos imóveis e da demanda no mercado imobiliário até 2014. Mais recentemente, a escassez do *funding* propiciado por depósitos de poupança, devido à perda de competitividade face aos Fundos e outros Títulos e Valores Mobiliários com a elevação da taxa de juro SELIC, pode estar entre uma das causas da deficiência dos financiamentos via SBPE, ainda que a rentabilidade e atratividade desse investimento sejam as principais causas dessa deficiência.

Apesar de se caracterizar como fonte bancária de financiamento, a poupança, por seu tamanho e importância, está sujeita a condicionantes governamentais de rentabilidade pela imposição dos parâmetros do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Além do custo de oportunidade da caderneta de poupança, os saques e a deficiência de depósitos foram impelidos pela perda de renda real e elevação do desemprego.

Algumas fontes de financiamento apresentaram tendências positivas de expansão, porém em ritmo mais lento do que nos anos anteriores, em particular as fontes de financiamento oriundas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e de repasses diretos do Governo Federal para o financiamento habitacional de classes de baixa renda. Dentre as fontes de captações bancárias, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) mostraram tendência de expansão, mas em menor ritmo do que nos anos anteriores, pois elas só podem ser emitidas por bancos cujo carteira de crédito imobiliário tenha ultrapassado a exigência de direcionamento de 65% dos recursos dos depósitos de poupança. Esta parcela “em excesso” lastreia as LCI.

As fontes de financiamento oriundas do mercado de capitais, referentes ao mercado imobiliário, mostraram, em 2015, um desempenho abaixo daquele praticado nos anos anteriores de análise. As emissões de ações por parte das grandes incorporadoras de capital aberto foram nulas. Tampouco elas recorreram às emissões de debêntures. Houve também redução do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), título de securitização imobiliária. Por fim, o mercado primário de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) apresentou significativa redução na tendência de expansão e registrou um volume anual muito abaixo dos primeiros anos do período de análise.

Dentro desse quadro depressivo, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses do Governo Federal sob forma de subsídio social, para equivalência entre juros, do Orçamento Geral da União (OGU) passaram a ser as duas principais fontes de financiamento, especialmente de Habitacional de Interesse Social. O FGTS é um fundo composto pela contribuição compulsória de 8% do valor da folha dos salários diretamente depositada na Caixa, em contas vinculadas ao contrato de trabalho. Elas são corrigidas pela Taxa Referencial (TR) e acrescidas de juros de 3% ao ano.

Em questão de financiamento imobiliário, além do trabalhador ter direito, em condições específicas, de sacar parte deste montante para aquisição habitacional, programas habitacionais populares também podem usar parte dos recursos na construção de moradias ou em saneamento básico e infraestrutura urbana. Ademais, é possível que o fundo atue indiretamente através de investimentos para aquisição de debêntures; cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII); e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Parte desse patrimônio dos trabalhadores foi desviada em relação à sua função primordial para abastecer o Fundo de Investimento em Infraestrutura, aliás, que sofreu muitas perdas.

Como a contribuição depende essencialmente do número de trabalhadores assalariados, cujos contratos estão devidamente vinculados às contas da Caixa, as condições de desemprego e/ou informalidade do mercado de trabalho afetam diretamente o montante de arrecadação e saques do fundo. Portanto, é uma fonte de financiamento pró-cíclica.

A partir do governo Lula, e prosseguindo através do governo Dilma, a política de financiamento habitacional do Governo Federal ganhou importância, sendo direcionada a estratos mais baixos de renda da população. O programa “Minha Casa, Minha Vida” foi pensado como forma de diminuir o déficit habitacional no país, além de funcionar como política econômica anticíclica, lidando contra a tendência à depressão, advinda da crise financeira internacional detonada em setembro de 2008.

As duas principais fontes de financiamento imobiliário de mercado são de captação bancária: o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), composto pela caderneta de poupança, remunerada por 6,17% ao ano mais a Taxa Referencial (TR). Já as Letras praticamente se resumem às Letras de Crédito Imobiliário (LCI), com participação residual das Letras Hipotecárias (LH).

Ao longo do período analisado, verifica-se uma tendência expansionista de financiamentos via caderneta de poupanças, com exceção deste último ano, de 2015, quando a redução da concessão de crédito imobiliário acompanha a variação negativa dos estoques de poupança. A baixa remuneração da poupança e seu conseqüente elevado custo de oportunidade, dada a alta taxa de juro básica no Brasil, influenciou diretamente o número e volume de depósitos, o que fez com que se reduzisse o financiamento imobiliário de mercado.

De acordo com dados disponibilizados pela ABECIP, em relação à composição desse financiamento, em 2015, 75,2% do total foram destinados para operações no âmbito do SFH, e os 24,8% restantes foram destinados a operações de crédito imobiliário contratadas a taxa de juro de mercado. Destas, 17,8% foram financiamentos imobiliários residenciais e 7% financiamentos de imóveis comerciais. Ainda nesse ano, 41,9% dos financiamentos foram usados em imóveis novos, 30,6% utilizados em imóveis usados e 27,5% para construções e reformas.

As Letras de Crédito Imobiliário (LCI) com rentabilidade atrelada a percentual taxa de Depósitos Interfinanceiros (DI), com isenção tributária para pessoa física, cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (em até R\$ 250 mil) e perfil de curto-prazo (90 dias), mantiveram uma trajetória de expansão crescente até 2014. A redução em 2015 foi explicada pela queda na demanda por crédito imobiliário no Brasil, lastro necessário e garantidor das LCI. Esse título de até dois anos para vencimento só pode ser emitido por instituições financeiras com carteira de crédito imobiliário. Assim como o *funding* de depósitos de poupança, representa um risco de descasamento com o financiamento imobiliário em longo prazo.

As debêntures e as ações emitidas por empresas do setor imobiliário, as cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e as cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP), além das cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), todos em suas modalidades imobiliárias, representam potenciais fontes de financiamento imobiliário oriundas do mercado de capitais. Porém, ainda são muito incipientes como substitutos do crédito imobiliário tradicional lastreado em cadernetas de poupança. Ainda por cima o cenário macroeconômico de recessão e desemprego levaram essas fontes de financiamento a mostrar, em 2014 e 2015, um desempenho abaixo do praticado nos anos anteriores da análise.

A comparação das emissões de securitização (CRI) com venda de títulos com lastro em crédito imobiliário (LCI) para investidores, mostra que esse mercado se desenvolve de maneira ainda incipiente em relação ao seu potencial. Registradas na CETIP, em 2015, as emissões de CRI foram de R\$ 10,73 bilhões. O FGC, em dezembro de 2015, registrou que o estoque de LCI atingiu R\$ 204,93 bilhões.

Além do descasamento de prazos que as LCI (emitidas em até dois anos) representam ao financiamento imobiliário em médio e longo-prazo, que os CRI não representariam, há ainda de se considerar que as operações entre ativo e passivo dos CRI são casadas, uma vez que os fluxos de pagamentos desses títulos são diretamente oriundos dos fluxos de pagamentos dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro. Ademais, é sob a qualidade e formato desses créditos que incorrem os riscos associados aos CRI, enquanto no caso das LCI incorrem riscos de qualidade de crédito de todo um balanço bancário. Entretanto, como a Caixa é a grande emissora de LCI, na prática, o risco é soberano, pois 100% de suas ações pertencem ao Tesouro Nacional.

O problema fundamental para deslançar a securitização no Brasil é a disparatada taxa de juro básica, superior à média do crédito imobiliário que lastreia. Dado o custo de oportunidade, racionalmente, os investidores institucionais como fundos de pensão optam por títulos de dívida pública quando a SELIC supera o juro oferecido pelo CRI.

A ANBIMA divulgou que, em junho de 2016, haviam 76.534.954 clientes com saldos em depósitos de poupança menores do que R\$ 100,00 e 54.981.462 com saldos superiores.

O valor médio per capita destes clientes era R\$ 10.621,29, daqueles, R\$ 14,69, ou seja, eram contas praticamente desativadas. Entretanto, em que pese esse baixo depósito per capita, o *funding* composto por esse número elevado de cadernetas de poupança ainda é a maior de todas as fontes de financiamento. Com 34,73% do total, supera CDB (30,55%), LCI (11,42%) e LCA (10,76%), que são captações mais caras para os bancos.

Como o varejo tradicional faz 87% desses depósitos e o varejo de alta renda apenas 13%, pode-se deduzir que a classe média baixa faz autofinanciamento habitacional. Os mais pobres em massa, com depósito médio de pouco mais de R\$ 10 mil, se garantem com recursos de poupança para o autofinanciamento da “democracia da propriedade”, isto é, a aquisição da própria moradia.

Quanto à inadimplência, ela tende a aumentar quando pioram os índices de desemprego, juros ou inflação. Dentro do período analisado, a porcentagem de contratos de crédito imobiliário com mais de três prestações em atraso, prazo que configura a inadimplência, aumentou ao longo de 2015, tendo atingido a menor variação no ano anterior.



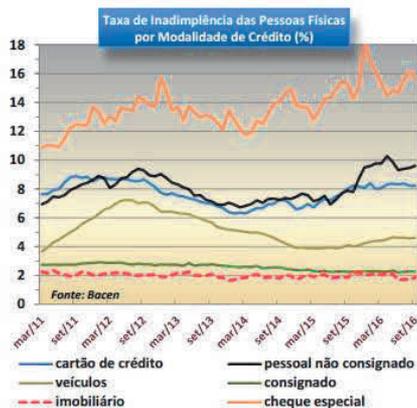
Fonte: Abecip, BACEN

Esse recente aumento da inadimplência do crédito imobiliário levou os bancos à renegociação e alongamento de prazos de contratos com prestações atrasadas, o que evitou que a variação se tornasse massiva apesar da recessão econômica. Talvez esse aumento tenha sido de ordem reduzida pela retomada, via leilões, de imóveis pelas instituições cujos clientes não honraram suas dívidas. Na Caixa, o banco que detém cerca de 66,9% do mercado de crédito imobiliário, o número de residências levadas à leilão aumentou em 53,8%, em 2015, quando comparado ao ano anterior.



Fonte: Caixa Econômica Federal

De acordo com uma pesquisa realizada pela GEOC, 5,6% dos devedores estavam com contratos de imóveis com parcelas atrasadas há mais de 30 dias no ano de 2015, tendo um aumento em relação à porcentagem de 2014 (4,2%), mas era três vezes menor do que o número registrado em 2016 de 15,2%. Da amostra de 176 mil devedores espalhados pelo país, 50% são de brasileiros com renda mensal inferior a R\$ 3.000,00, o que mostra que a Classe C é a mais inadimplente. Esses valores ainda não estão refletidos nos valores de inadimplência porque, no critério do sistema financeiro, essa apenas se configura a partir dos 90 dias de atraso nas parcelas. Apesar disso, a taxa de inadimplência por modalidade de crédito mostra que o setor imobiliário não sofreu variações drásticas nos últimos anos, especialmente em comparação às demais modalidades.



Em relação aos *distratos* feitos com as construtoras, em uma amostragem realizada na cidade de São Paulo, percebe-se que na porcentagem sobre a venda de imóveis novos houve um aumento já a partir de 2011, porém se manteve abaixo da média histórica de 8,2% até 2013. Em seguida, cresceu bastante, atingindo patamares superiores a 20% nos anos de 2015 e 2016. A recessão econômica, portanto, vem atingindo a capacidade dos devedores de honrar as parcelas de suas dívidas já há algum tempo no passado recente.



A crise do setor imobiliário tem os *distratos de vendas* como o principal problema a ser estancado. Este se refletiu na multiplicação por dez vezes do prejuízo consolidado das incorporadoras. Com vendas brutas menores e aumento dos distratos, a receita líquida teve queda assim como caiu a margem bruta consolidada. Quase todas as companhias apresentaram significativa piora dos resultados.

As incorporadoras têm de dar descontos para revender as unidades, gerando grandes perdas. Em números absolutos, os cancelamentos de vendas tendem a se reduzir somente devido à diminuição do volume de entregas. Já a queda da participação dos distratos em relação às vendas brutas depende da melhora dos indicadores econômicos, o que não se espera com a atual política econômica depressiva.

A receita das incorporadoras é contabilizada a partir das vendas e proporcionalmente ao avanço das obras. Como os lançamentos do setor entraram em queda, desde 2012, à medida que os empreendimentos são entregues, menos obras passam a compor a receita. Cada vez mais, a receita depende da venda de estoque, acumulado pelo número elevado de distratos.

As incorporadoras tiveram vendas líquidas negativas como consequência das rescisões. A concessão de descontos para estimular a comercialização das unidades que voltaram à carteira das incorporadoras provocou piora generalizada das margens. Configurou-se um ambiente de revenda das unidades com margens de lucro abaixo das anteriores.

Provisões, indenizações por atrasos e baixas contábeis também afetaram a rentabilidade e os resultados líquidos de parte das empresas. Os ajustes referentes a provisões para contingências, baixas contábeis e revisões de orçamentos responderam por boa parte do prejuízo. Da mesma forma, distratos, baixo volume de lançamentos, indenizações por atrasos e perdas com vendas de terrenos resultaram em prejuízo.

A geração de caixa pelo setor foi fortemente impactada pelos distratos e também por volume menor de repasses decorrente de mais rigor na avaliação de risco pelas instituições bancárias de clientes demandantes de crédito para a compra de imóveis. A maior parte das incorporadoras consumiu caixa. Esperam reduzir as contingências por atrasos de obras à medida que ocorrem as entregas.

Enquanto as incorporadoras mantêm o foco na venda de estoques, parte delas está tentando comercializar terrenos com potencial Valor Geral de Vendas (VGV) e cancelando contratos de permuta para projetos inviabilizados com esta crise imobiliária. Estão revisando suas estratégias de lançamentos para os próximos anos.

Diante das vendas restritas, o corte de despesas gerais e administrativas tornou-se quase obrigatório em incorporadoras. Reduzem o número total de funcionários, a área da sede, e fecham escritórios regionais.

Dado esse quadro depressivo, qual é proteção do risco de quebra da incorporadora deixar prédios inacabados e compradores sem o apartamento contratado? O objetivo do chamado de *patrimônio de afetação* é blindar a incorporação imobiliária, com vistas a evitar que os recursos de um determinado projeto sejam usados para outra finalidade que não a construção dele. Isso significa que o dinheiro pago pelo comprador do imóvel vai ser aplicado, exclusivamente, na obra daquele empreendimento.

Cada incorporação precisa ter uma contabilidade segregada. Além disso, o empreendimento passa a contar com uma comissão de representantes, formada por compradores do imóvel. A incorporadora fica obrigada a entregar, trimestralmente, balancetes da obra a este grupo e permitir o acesso dele à obra, aos livros contábeis e à movimentação da conta do projeto. Financiadores têm o mesmo direito.

Em caso de quebra da incorporadora, o imóvel com patrimônio de afetação não arca com dívidas da companhia. O uso dessa blindagem dos empreendimentos, porém, é opcional. Para estimular a utilização, o governo concede benefícios tributários.

Entretanto, Chiara Quintão e Carolina Mandl (Valor, 21/11/16) informam que o instrumento de proteção para compradores de imóveis ainda não é usado em larga escala. Levantamento feito pela ABECIP em 5.229 contratos de financiamento imobiliário mostra que em 54% dos empreendimentos tocados por empresas de capital aberto e fechado em todo o Brasil essa ferramenta não é usada.

Mesmo com incentivo fiscal por meio de um regime tributário especial, em que as incorporadoras passaram a pagar uma alíquota de apenas 4% sobre as vendas para empreendimentos, desde que usassem esse instrumento, elas fazem contas para saber se compensa usar a blindagem. Tudo depende da estrutura de financiamento do projeto, isto é, do *custo de oportunidade*. Em alguns casos, pode ser mais vantajoso pagar imposto pelo lucro presumido ou real, ou aderir ao benefício fiscal mais para o fim do projeto, quando mais unidades são vendidas.

O uso de patrimônio de afetação demanda que as incorporadoras tenham recursos disponíveis em caixa para as necessidades da *holding*, pois o dinheiro dos projetos só fica liberado depois que todas as contas do empreendimento são quitadas, incluindo financiamento bancário. Assim, a incorporadora só terá acesso anos depois ao caixa de um empreendimento lançado hoje.

Para incorporadoras mais endividadas, a modalidade restringe a liquidez das empresas, já que os recursos não podem transitar dos projetos para a *holding*. As incorporadoras imobiliárias ficam imobilizadas...

No entanto, pelas regras bancárias, quando o empréstimo conta com essa blindagem, a necessidade de capital próprio que a instituição financeira precisa ter para lastrear o empréstimo cai pela metade. Assim, os bancos podem aumentar a alavancagem financeira. Por isso, tendem a só aceitar conceder financiamento para projetos nessa modalidade. A exigência de uma recuperação judicial para cada projeto com patrimônio afetado, não sendo incluído em eventual recuperação judicial da incorporadora, traz mais segurança para as instituições financeiras.

5. Evolução dos Preços de Imóveis

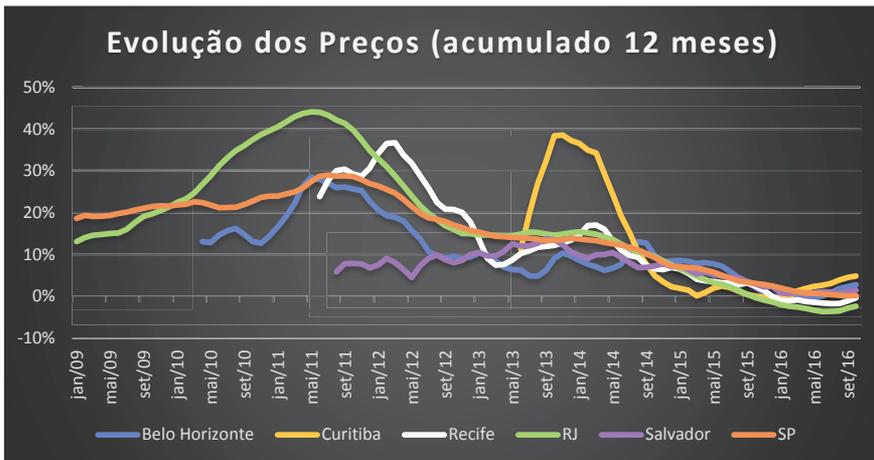
A possibilidade de existência de “bolha” especulativa no mercado imobiliário brasileiro foi levantada por analistas na imprensa em virtude das diversas notícias divulgadas acerca de elevação significativa do preço dos imóveis. Pelo menos até meados de 2011, existiam fortes indícios de que o setor imobiliário estava fortemente aquecido, no Brasil, devido ao número de novos lançamentos e pelo forte crescimento do preço de venda dos imóveis ocorrido nos anos anteriores. O preço médio de venda dos imóveis em todo o País, segundo cálculo com base no índice FipeZap, superou amplamente o Índice Bovespa no período, e até mesmo os Certificados De Depósitos Interfinanceiros (CDIs). A taxa de inflação, medida pelo IPCA/IBGE, também foi largamente superada no período. Concomitantemente, ocorreu também um aumento real do estoque de crédito imobiliário.

O preço dos imóveis residenciais e comerciais tinham crescido além do que podia ser explicado pelos “fundamentos” que deveriam reger o movimento de preços neste setor? A ideia associada à existência de bolha é de um comportamento irracional por parte dos especuladores, que acreditam que o preço irá crescer indefinidamente. Porém, tal dependência de trajetória, em processo de retroalimentação, não poderá se estender indefinidamente, pois eles, em algum instante – o ponto de virada ou explosão da bolha –, perceberão que o retorno sobre o investimento (*rental yield* ou o ganho de capital) se situa aquém do esperado, devido à elasticidade da demanda, dependente entre outros fatores da renda dos potenciais locatários e do custo de oportunidade dos investidores. Neste momento, haverá uma revisão das expectativas especulativas, com perda acentuada em relação ao “pico” do valor de mercado atingido pelos imóveis.

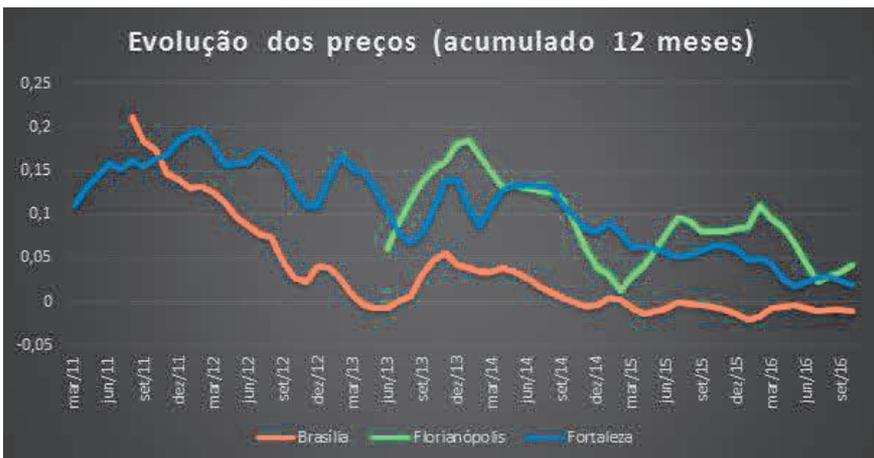
Nossa análise da evolução dos preços de imóveis busca avaliar os indícios a respeito de uma possível bolha imobiliária no Brasil nos anos recentes. Os dados foram obtidos do site FIPEZAP imóveis, uma plataforma que compila os preços e aluguéis de imóveis em 25 grandes cidades.

A evolução dos preços imobiliários das seis cidades destacadas abaixo – Belo Horizonte, Curitiba, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo –, à primeira vista, exceto no caso de Salvador, apresenta o formato clássico de uma bolha: subida acentuada e forte desaceleração da taxa de crescimento dos preços em um período subsequente. Todas elas chegam a atingir elevações da ordem de 30%-40% no acumulado de 12 meses para em seguida reduzirem-se para variações inferiores a 10%. Entretanto, elas apresentam ciclos de preços defasados, o que sugere não ter uma única causa nacional determinante desse *boom-e-crash* de preços.

São Paulo apresenta uma evolução menos acentuada, com a fase de cheia e baixa da bolha ocorrendo ao longo de vários anos. Ainda assim, a sustentação por quase três anos de aumentos de preços na ordem de 20% reforça a ideia de que talvez esta cidade não tenha passado por uma situação de bolha imobiliária, mas sim por uma “maré cheia” ou uma “onda” que não quebrou, subitamente, porque a série de seus preços médios não teve ainda uma variação nominal negativa – queda absoluta –, diferentemente do que ocorreu em outras cidades. Aparenta possuir um mercado imobiliário com crescimento mais sustentado por uma demanda firme.



Há ainda outras três capitais – Brasília, Florianópolis e Fortaleza – que passaram por processo de volatilidade dos preços de imóveis. Todas atingem picos de variação de preços próximos aos 20% no acumulado em 12 meses para, posteriormente, reduzir-se a patamares entre 0% e 5%. Contudo, Brasília e Fortaleza configuram uma nítida tendência de queda, enquanto Florianópolis apresenta flutuações sazonais: será função de demanda de verão?



As demais 16 cidades acompanhadas pelo Índice FipeZap, a partir de meados de meados de 2013, apresentam comportamento muito semelhante entre si e só é possível perceber uma nítida tendência de queda, mas sem caracterizar precisamente a ocorrência de uma bolha imobiliária. Os picos de variação não ultrapassam em muito o patamar de 15% e logo há uma gradual redução até patamares em torno de 0%. Ainda assim, a disponibilidade de dados em curta uma série temporal, mais uma vez, não permite que se tire conclusões mais definitivas a não ser a de que fatores locais são os determinantes em última instância do movimento dos preços de imóveis.



Observando de maneira mais desagregada (preços de imóveis por número de dormitórios), é possível ver que os aumentos de preço não se deram da mesma forma em todas as capitais citadas. Em Recife e Curitiba, as supostas “bolhas” ocorrem de forma mais pronunciada principalmente em imóveis de um quarto. No Rio de Janeiro e São Paulo o movimento se dá de forma mais ou menos igual para todos os tamanhos de imóveis. Na capital carioca, o formato de bolha é mais visível, enquanto na paulista os preços de imóveis de um e dois quartos se sustentam em patamares elevados por períodos longos, enquanto nos imóveis com três e quatro quartos o formato de bolha (ou ascensão-e-queda) dos preços dos imóveis é mais perceptível.

De todas as cidades apresentadas, Belo Horizonte apresenta a dinâmica mais singular. A volatilidade de preços é bastante pronunciada, especialmente nos imóveis de um quarto. Nos imóveis maiores, é possível perceber um formato de bolha entre janeiro de 2011 e junho de 2012. No acumulado de 2009 a 2016, no entanto, os imóveis que mais tiveram seus preços inflacionados foram os de um quarto. Qual será a razão local? *Rent-seeking* [caça à renda] de investidores? Demanda temporária por executivos em trânsito? Estes pontos mereceriam maior investigação antes de confirmar ou falsear a hipótese de “bolha de imóveis” nacional inflada por um “excesso” de oferta de crédito imobiliário.

Zylberstajn (set/2015) diagnostica, quanto ao *crash* no mercado imobiliário, que “não se trata apenas de uma crise do setor, mas sim de uma crise macroeconômica ampla que também afeta o setor imobiliário”. Três fatores são, usualmente, relacionados como principais determinantes para o comportamento agregado dos preços dos imóveis pelo lado da demanda: crescimento demográfico, renda das famílias e/ou dos solteiros, e crédito imobiliário. Especialmente a partir de 2015, houve deterioração do emprego e do poder aquisitivo da população e significativa deterioração das condições de crédito imobiliário.

Pelo lado da oferta, a construção de novos imóveis depende, entre outros fatores, da disponibilidade de terrenos a preços adequados, a regulamentação do uso da terra por Plano Diretor das cidades, e a estrutura da cadeia produtiva da indústria de construção civil. Mas a oferta de imóveis no mercado secundário, além da entrega de imóveis novos, está muito relacionada às condições de crédito imobiliário para os compradores.

Decisivo é o custo de oportunidade que a propriedade do bem imóvel impõe ao seu dono. Esse custo aumenta quando aumentam os juros, já que o proprietário se vê cada vez mais atraído a transformar sua riqueza imobilizada em recursos líquidos que renderão mais recebendo juros. O retorno líquido que um investidor tem com aluguéis, descontado eventual (e significativo) *custo da vacância* com condomínios, taxas e IPTU, define a manutenção ou o desejo de venda para quem investe em imóveis. Em circunstância de mercado imobiliário *pró comprador*, a família pode escolher melhor entre ocupar um domicílio próprio, adquirido ou pago em prestações, ou alugar um imóvel.

Enquanto o preço de aluguel de contratos de vigor se mantém, servindo de *benchmarking* para novas contratações, o preço de venda cai mais rapidamente em fase de elevação dos juros. É quando acirra a competição pela maioria dos proprietários de imóveis vagos os colocarem à venda. Isso ocorre até que a taxa de retorno com a locação volte a um patamar mais razoável na comparação com a taxa de juros dos investimentos financeiros alternativos.

Logo, a rentabilidade do aluguel (ou *rental yield*), isto é, o quanto um imóvel gera de resultados financeiros, comparada com a taxa de juro básica de referência (fixada arbitrariamente pelo Banco Central) como *custo de oportunidade*, é o fator decisivo de imediato. Mas essa relação entre as duas variáveis aluguel/valor de mercado do imóvel está sujeita aos citados fatores determinantes de cada qual em última instância.

Além de diferenças nas condições locais de oferta e demanda, Zylberstajn (set/2015) nota que “inflação alta e mudanças nas regras que regem os mercados não são incorporadas de forma uniforme pelos agentes. A percepção e adaptação dos compradores e vendedores às novas condições ocorre em diferentes velocidades e, por isso, não causa surpresa que tenhamos um aumento da assimetria dos movimentos de preços”.

6. Considerações Finais: Ciclos de Preços de Imóveis

Qualquer análise do mercado imobiliário envolve o estudo da complexidade emergente das interações entre múltiplos componentes e/ou determinantes. Mesmo em um cenário esperado de queda real no preço médio dos imóveis, dado um quadro de incerteza crescente, o investimento em imóveis pode ser visto como uma opção de menor risco. Ele se trata da aquisição de uma garantia patrimonial em longo prazo ou uma possível riqueza imobiliária transmitida para os herdeiros, atendendo alguns investidores em busca de diversificação de riscos em seus portfólios.

Pelo gráfico abaixo, apresentado por Zylberstajn (2015), extraindo a oscilação “fora-da-curva” em 1986, devido à “bolha do Plano Cruzado”, ocorreram os seguintes ciclos de preços dos imóveis no Brasil:

- Pós “milagre econômico”: 1975 a 1977: +32% (15% a.a.)
- Crise do “*subprime* brasileiro”: 1978 a 1984: -38% (15% a.a.)

- Redemocratização: 1985 a 1989: +63% (12% a.a.)
- Reviravolta neoliberal: 1989 a 1990: -62% (48% a.a.)
- Ciclo neoliberal: 1991 a 2004: -18% (-2% a.a.)
- Ciclo social-desenvolvimentista: 2005 a 2014: +192% (11% a.a.)



Logo, entre o “piso” de 1975 ao “teto” de 2015, nas quatro últimas décadas, os preços reais dos imóveis se elevaram em 103% ou 1,8% a.a., o que, considerado da linha-departida à linha-de-chegada, é uma valorização real bastante razoável. Embora a riqueza imobiliária tenha liquidez distinta da riqueza financeira – por definição, imóvel é ativo “imobilizado” –, seu custo de oportunidade não deve ter sido tão elevado em longo prazo.

O passado histórico importa por causa da *dependência de trajetória*. Por exemplo, o crescimento das cidades, em especial das metrópoles, resulta também no aumento do preço dos terrenos, isto é, dos lotes em solo urbano, inclusive onde se localizam velhos imóveis para serem demolidos e substituídos por construção de novo imóvel.

Para examinarmos essa complexidade determinante do ciclo de preços dos imóveis podemos utilizar o chamado *Modelo de Dois-Preços* de Hyman Minsky. Assim, denominamos “preço de demanda” a cotação de imóveis usados no mercado secundário, e “preço de oferta” o preço de produção dos imóveis novos. É uma *variável subjetiva* a atribuição de um valor de mercado aos imóveis existentes. Já o preço de produção de imóveis novos é uma *variável objetiva*.

O preço de demanda deriva-se da relação entre a demanda e a oferta de imóveis existentes, sendo esta oferta um estoque dado, em curto prazo, e a demanda sendo uma função das expectativas de múltiplas subjetividades em relação aos atributos esperados dos imóveis: rentabilidade, custo de manutenção e liquidez. O preço de oferta é a soma dos custos primários na construção de imóveis novos e uma margem de lucro.

Quando o preço de demanda é maior do que o preço de oferta, compensa investir em imóveis novos. Se a oferta de crédito imobiliário cresce mais do que o aumento da produção e da entrega de imóveis, sinaliza a elevação do valor de mercado no mercado secundário. Consequentemente, eleva a margem de garantia com alienação fiduciária

oferecida pelo devedor. Solicitação de menor margem de segurança retroalimenta nova expansão da oferta do crédito. Com o aumento da demanda por ativos imobiliários, face a uma oferta dada, o resultado é uma inflação nesses ativos, ou seja, *boom* em seus preços.

O ganho de capital pelo aumento do valor de mercado do existente torna-se maior do que a rentabilidade esperada da produção de novo. Nesse caso, a inflação de ativos torna-se maior do que a inflação corrente, devido à especulação com ativos existentes: os imóveis usados. Caso a inflação de ativos contamine as demais formas de manutenção de riqueza, inclusive a financeira, elevando os juros de mercado, o custo do serviço da dívida pode se tornar superior à rentabilidade esperada, seja com o aluguel, seja com o ganho de capital com a venda do imóvel, agravando-se a fragilidade financeira do devedor que buscava maior rentabilidade patrimonial via alavancagem com recursos de terceiros.

A reversão de expectativas precipita a crise financeira. Sem refinanciamento das dívidas no futuro, há deflação de ativos, caindo em ritmos distintos, tanto o preço médio de imóveis novos, quanto o de usados, até que este se torne superior ao primeiro, valendo a pena voltar a construir novos imóveis.

Nesse período de crise imobiliária, em geral, ocorre um processo de fusões das incorporadoras e/ou de vendas/aquisições dos ativos existentes. Em termos marxistas, esta é classificada como “a fase de queima do capital excedente”. Quando, novamente, há aumento do preço de demanda (imóveis usados) e ele se torna superior ao preço de oferta (imóveis novos), volta o investimento em ativos novos, ou seja, há retomada do crescimento econômico com geração de empregos e renda.

Esse modelo inspirado em Hyman Minsky leva em conta os fatores financeiros. As tradicionais teorias dos ciclos focavam o investimento produtivo. Embora várias delas identificassem as causas do movimento cíclico na esfera monetário-financeira, os efeitos sobre as indústrias de instalação-equipamento desempenhavam um papel decisivo.

Pode-se explicar o mecanismo preliminar das flutuações econômicas em termos da interação mútua dos dois principais determinantes que induzem o investimento:

1. o efeito estimulante de uma rentabilidade maior;
2. o efeito depressivo do crescimento da ociosidade da capacidade produtiva.

O que provoca as crises periódicas, segundo Michael Kalecki, é o fato de que “o investimento não só é produzido, como é também produtivo”. Essa enigmática frase pode ser interpretada no sentido de que o investimento, considerado de acordo com sua capacidade de gerar renda, é a fonte de expansão da demanda agregada. A cada incremento multiplica os negócios, estimulando um aumento adicional do próprio investimento.

Porém, ao mesmo tempo, acrescenta equipamento adicional à capacidade produtiva. Logo que esta entra em funcionamento, passa a competir com o estoque pré-existente. Inicialmente, isso restringe a taxa de crescimento da atividade de investimento e, mais tarde, causa um declínio das encomendas de investimento. Em outras palavras, Kalecki diz que “a tragédia do investimento é que ele provoca a crise justamente porque é útil”.

Mutatis mutandis (mudando o que deve ser mudado), inspira nossa análise do modo pelo qual funciona o mecanismo do ciclo de preços de imóveis. Distinguimos, na atividade de investimento em imóveis, três etapas defasadas:

1. as encomendas de imóveis novos;
2. a produção ou a construção desses imóveis;
3. as entregas dessas moradias concluídas.

Durante a *fase de recuperação*, as encomendas de imóveis por investidores especulativos, sem controle de uma autoridade central, podem exceder o nível da demanda indicado pelo crescimento da população sem imóvel próprio, da renda desses potenciais devedores e do crédito imobiliário. Durante certo tempo – *fase de construção* –, as entregas de novos imóveis ainda são menores do que as necessidades de atendimento dessa demanda bancada em parte pela massa salarial, em parte por financiamento habitacional. Por isso, as encomendas de investimento acumulam-se, acentuadamente, na ascensão do ciclo.

No auge da *fase de expansão*, as entregas de novos imóveis passam a exceder a capacidade de compras por moradores e, conseqüentemente, a elevada oferta de imóveis novos causa o declínio de novas encomendas de investimento. Essa reversão da fase de expansão, é seguida por uma queda da produção da construção civil.

Durante a recessão, o estoque de imóveis não vendidos ou devolvidos por distratos, devido à continuidade das entregas de novos imóveis, por certo tempo continua crescendo, mesmo com menor ritmo nos canteiros de obras. Isto ocorre até que as encomendas de novos investimentos, pouco a pouco, fiquem abaixo do nível das necessidades de atendimento do crescimento orgânico.

A queda da produção de novos imóveis, face ao anterior aumento da capacidade produtiva das incorporadoras, inclusive por causa da abertura de capital em bolsa de valores, leva à queda da relação produto/capital. Isto acentua a paralisia dos canteiros de obras até se conseguir vender aquele estoque.

Em certo momento, as entregas de novos imóveis deixam de atender uma nova capacidade de financiamento de compras de imóveis. A conseqüente queda no volume de imóvel disponível para comprar ou alugar, e conseqüente aumento dos preços de imóveis, acaba causando novo aumento das encomendas de construção. Já na *saída da fase da depressão*, isso eleva novamente a produção de imóveis.

De acordo com esse modelo de Kalecki, aplicado ao nosso estudo de caso da riqueza imobiliária, os fatores que produzem o ciclo econômico são as mudanças inter-relacionadas (e defasadas) de:

1. as encomendas de investimento,
2. o efeito-renda da produção de bens imóveis, e
3. a posterior acumulação do volume ou estoque disponível, invendável em curto prazo sem uma promoção em preços (“liquidação” ou “descapitalização”).

Em jargão keynesiano, o modelo do multiplicador revela o seu impacto via passagem direta de um nível de renda para outro. Surge um ciclo de estoques quando variações da demanda agregada, por exemplo, devido a um maior fluxo de rendas, provocam, inicialmente, queda no nível de estoques. Demanda para recomposição do nível de

estoques, por sua vez, impulsiona as encomendas, afetando as decisões de produção das empresas, tanto para atender à demanda crescente como para repor estoques.

Então, um aumento da demanda agregada leva à redução dos estoques disponíveis de imediato, provocando aumento da produção sob encomenda. O inverso ocorre em caso de contração da demanda. Quando as empresas produzem para atender à maior demanda e repor o nível planejado dos estoques, a transição de um nível de renda para outro superior ocorre de forma cíclica via diversas iniciativas ou tentativas-e-erros sem coordenação central. Em determinada fase, a renda nominal poderá ir além da plena ocupação da capacidade produtiva, resultando em “inflação verdadeira”. Em outra fase, a ocupação de toda a capacidade produtiva é insuficiente, resultando em desemprego.

No modelo keynesiano do multiplicador-e-acelerador, o *investimento induzido* é o realizado em decorrência de aumento do mercado. Ele é destinado a atender à demanda gerada pelo aumento da renda, ocorrido no período anterior. O *investimento autônomo* ocorre em virtude de fatores exógenos como política pública governamental, inovação tecnológica, gastos bélicos, “espírito animal” inato para empreender, etc. Não está relacionado a alterações prévias no nível da renda.

A elevação do *investimento autônomo* leva ao crescimento do produto que, por sua vez, levará a crescimentos adicionais da capacidade produtiva, cujos impactos adicionais só diminuirão conforme vai diminuindo a variação da renda, em ajustamento com caráter cíclico. O *coeficiente da aceleração* é a relação entre variações no investimento provocadas por variações nos gastos dos consumidores.

Há relação entre renda e investimento, pois o aumento da capacidade de consumo da economia incentiva investimentos. A multiplicação da renda retroalimenta a elevação do consumo e a maior utilização da capacidade produtiva. Quando esta se esgota, é necessário aumentá-la por meio de novos investimentos. A utilização oscila ao longo do tempo sem encontrar um equilíbrio estável, ora está ociosa, ora em pleno emprego.

Determinada queda do consumo pode ser decorrência de desvalorização da riqueza e necessidade de desalavancagem financeira e recomposição patrimonial por parte dos agentes, por exemplo, depois de *crash* na bolsa, explosão da bolha de *commodities*, crise imobiliária, bancarrota, etc. Nesse caso de encolhimento de *investimentos induzidos*, o Estado pode atuar como regulador da demanda agregada, através de instrumentos da política econômica (monetária, fiscal, cambial e de controle de capital) ou de investimento a fundo perdido por razões sociais (política pública), suprimindo a carência de gastos privados, devido às expectativas pessimistas dos empresários.

No entanto, a política econômica keynesiana sofre crítica por parte dos neoliberais, pois consideram-na como a principal fonte de perturbações e um fator de instabilidade. Estes economistas desatualizados ainda acreditam que os mercados sempre se autorregulam. Para eles, deixados os preços livres, em idealizado mercado de concorrência perfeita, eles desempenham a função de igualar a oferta e a demanda agregada. Somente a existência de problemas informacionais faz com que os agentes se enganem sobre os valores reais das variáveis nominais que observam ao tomarem suas decisões.

Eles não percebem a complexidade nas interações dos múltiplos determinantes do valor da riqueza imobiliária. *C.Q.D.: como queríamos demonstrar* neste Texto para Discussão.

Referências Bibliográficas:

ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. *Indicadores de Financiamento e Poupança*. Out/2016, São Paulo. Disponível em: <https://www.abecip.org.br/credito-imobiliario/indicadores/financiamento>

ARRAES, Ronaldo A. e SOUSA FILHO, Edmar de. *Externalidades e formação de preços no mercado imobiliário urbano brasileiro: um estudo de caso*. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502008000200006>. Acesso em novembro/2016.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. NBR 14.653-01: *Avaliação de bens parte 1: Procedimentos gerais*. Rio de Janeiro, 2001.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. NBR 14.653-02: *Avaliação de bens parte 2: Imóveis urbanos*. Rio de Janeiro, 2011.

ASSUMPCÃO, Henrique Assumpção. *Fatores que influenciam o preço de imóveis*. Disponível em: <<https://henriquecer.com/2014/04/27/fatores-que-influenciam-o-preco-de-imoveis/>>. Acesso em novembro/2016.

BACEN - Banco Central do Brasil. Relatório de Economia Bancária e Crédito. Brasília; Dez/2015. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SPREAD>

Banco Central do Brasil. *Evolução dos valores de imóveis residenciais no Brasil*. Relatório de Estabilidade Financeira. Brasília: março 2013.

Banco Central do Brasil. *Mercado Imobiliário em São Paulo*. Boletim Regional do Banco Central do Brasil. Brasília: abril 2014.

BRASIL. *Constituição Federal de 1988*. Promulgada em 5 de outubro de 1988.

CAMPOS FILHO, Candido Malta. *Cidades brasileiras: seu controle ou o caos*. São Paulo, 2001.

CETIP. Títulos, valores mobiliários e financiamentos: *Séries Históricas e Estatísticas*. Dez/2016, São Paulo. Disponível em: <https://www.cetip.com.br/Estatisticas/home>

CHANG, H. J. Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to neo-liberal theory of the market and the state. *Cambridge Journal of Economics*, v. 26, n. 5, p. 539- 559, set. 2002.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Política habitacional: Redistribuição de Riqueza*. Disponível em: <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2015/04/06/politica-habitacional-redistribuicao-de-riqueza/#more-37787>>. Acesso em novembro/2016.

Cyrela. *Dicionário do Mercado Imobiliário*. Disponível em: <<http://www.cyrela.com.br/sobre/publicacoes/dicionario-imobiliario>>. Acesso em novembro/2016.

DOROW, Anderson. *Heurística da ancoragem na estimativa de preços de imóveis por corretores profissionais*. Florianópolis, Dissertação de Mestrado na UFSC, 2009.

FERREIRA, Fernanda Maria. *Fundos de Investimento Imobiliário: Governança Corporativa*. São Paulo, Dissertação de Mestrado na Escola Politécnica da USP, 2011.

FIPE - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas e ABRAINC - Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias. *Indicadores ABRAINC/FIPE do Mercado Imobiliário: Notas Metodológicas*. São Paulo: agosto/2015

FUNDAP. Grupo Econômico. (2012). *PIB do Brasil no Pós-Crise De 2008: Indústria Perde Espaço e Mercado Interno Avança*. In: Conjuntura Econômica em Foco – Boletim de Economia [13]. Março. 17 pp. Disponível em: http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim_economia_13_PIB_do_brasil_no_pos- crise_de_2008.pdf

GOMES, Alexandre Esberard; FERNANDES, Maciel Vladimir Fernandes; KUWAHARA, Mônica Yukie. *Determinantes dos preços de imóveis residenciais verticais no município de São Paulo*. Niterói, Artigo apresentado à ANPEC, 2012.

GONZÁLEZ, M. A. S. *Empreendimentos Imobiliários*. Unisinos. São Leopoldo, 2003.

GONZÁLEZ, M. A. S. *Metodologia de avaliação de imóveis*. Novo Hamburgo, 2003.

HODGSON, G. A evolução das instituições: uma agenda para pesquisa teórica futura. *Revista Econômica*. v. 3, n. 1, p. 97-125, jun. 2001

HODGSON, Geoffrey. *A Modern Reader in Institutional and Evolutionary Economics – Key Concepts*. EAEPE; 2002.

Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados. Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas – FIPE. São Paulo: 20/09/16.

Instituto GEOC. *Inadimplência Recorde – Para onde ela vai e os impactos no mercado de cobrança*. Nov/2016. Disponível em: <http://www.igeoc.org.br/pesquisa-igeoc/pesquisa-devedores-do-brasil-2016/>

LIMA Jr., João da Rocha. *Lições sobre Bolhas Imobiliárias*. Carta do Núcleo de Real Estate. São Paulo: Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP (disponível em www.realestate.br), abril-junho 2014.

LUCENA, J.M.P. *O mercado habitacional no Brasil*. FGV. Rio de Janeiro, 1985.

M.F. Thiago. *Das Vacas Gordas Às Vacas Magras Em Uma Década - As Trajetórias de Crescimento e Declínio da Economia e do Mercado Imobiliário no Brasil*. Dez/2016. Disponível em: <http://www.bolhaimobiliariabrasil.com/2016/12/05/das-vacas-gordas-as-vacas-magras-em-uma-decada-parte-1-thiago-fm/>

MATOS, Débora; BARTKIW, Paula I. N.. *Introdução ao Mercado Imobiliário*. <<http://assis.ifpr.edu.br/wp-content/uploads/2014/11/Introdu%C3%A7%C3%A3o-ao-Mercado-Imobili%C3%A1rio.pdf>>. Acesso em novembro/2016.

MENDONÇA, Mário Jorge e SACHSIDA, Adolfo. *Existe Bolha no Mercado Imobiliário Brasileiro?* Brasília: Texto para Discussão do IPEA 1762; agosto de 2012,

MIGALHAS. Matéria especial do STJ aborda o contrato de gaveta na compra de imóvel. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI179304,51045-Materia+especial+do+STJ+aborda+o+contrato+de+gaveta+na+compra+de>>.

NADALIN, Vanessa Gapirotti e FURTADO, Bernardo Alves. *Índices de Preços para Imóveis: Uma Revisão*. Boletim Regional, Urbano e Ambiental. Brasília: IPEA; dez 2011.

NAKAZAWA, Denis Keith. *Fatores Determinantes do Preço de Imóveis*. Dissertação de Mestrado apresentada na EESP - FGV. São Paulo, 2013.

REZENDE, Teotônio Costa (Diretor Executivo de Habitação da Caixa Econômica Federal). Apresentação PowerPoint no SECOVI. São Paulo: 25 de outubro de 2016.

SABOYA, Renato. *O que é especulação imobiliária?* Disponível em: <<http://urbanidades.arq.br/2008/09/o-que-e-especulacao-imobiliaria/>>. Acesso nov/16.

SANTOS, Flávia Vinhaes e SALAZAR, Marlon Bruno. *Índice de Preços Imobiliários para o Brasil: Estudos para Discussão*. Rio de Janeiro: IBGE; dezembro de 2010.

SARTORI, Viviana Inácio. *Análise de investimento no mercado imobiliário: um estudo de caso*. Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na UFSC. Florianópolis, 2008.

SECOVI-SP. *Balanço Anual do Mercado Imobiliário*. Vários anos (2007 a 2015).

SECOVI-SP. *Preço Médio*. São Paulo: setembro de 2016.

SILVA NETO, Odilon Saturnino. *Formação dos preços de imóveis em Recife: uma visão a partir da percepção do comprador*. Recife, Dissertação de mestrado apresentada na UFPE, 2011.

Sindicato da Indústria da Construção Civil no Estado de Minas Gerais. *Saiba mais: Custo Unitário Básico* (CUB/m²). Belo Horizonte: Sinduscon-MG, 2013.

Site: <http://embraesp.geoembraesp.com.br/>

Site: <http://fipezap.zapimoveis.com.br/>

Site: <https://incorporacaoimobiliaria.com/>

UQBAR. *Securitização e Financiamento Imobiliário em 2016*. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioImobiliario2016.pdf>

VEBLER, T. *The place of science in modern civilization and other essays*. New York: Russel & Russel, 1961.

ZYLBERSTAJN, Eduardo (coord.). *Boletim FipeZap*. Número 2; setembro de 2015

ZYLBERSTAJN, Eduardo. *Mercado Imobiliário Brasileiro: Tendências e Perspectivas*. São Paulo: Painel FipeZAP; 2015.