



Universidade de Brasília - UnB

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE

Departamento de Economia - Eco

Crescimento do mercado imobiliário do Distrito Federal e evidências de formação de bolha.

CIRO PEIXINHO CAMPOS

Brasília - DF

2014

CIRO PEIXINHO CAMPOS

Crescimento do mercado imobiliário do Distrito Federal e evidências de formação de bolha.

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientação: Rafael Terra de Menezes.

Brasília - DF

2014

CIRO PEIXINHO CAMPOS

CRESCIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO DO DISTRITO FEDERAL E EVIDÊNCIAS DE FORMAÇÃO DE BOLHA.

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em de de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Doutor Rafael Terra de Menezes

Prof^a. Doutora Ana Carolina Pereira Zoghbi

Brasília - DF

2014

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por tudo que ocorreu na minha vida e ainda está para ocorrer, inclusive está oportunidade especial de fechar mais um ciclo da vida para ter a oportunidade de abrir novos.

Agradeço aos meus pais e minhas irmãs, por sempre estarem presentes na minha vida me dando carinho, amor, apoio e incentivo.

Agradeço aos meus amigos e companheiros pelos momentos alegres e também pelos momentos de sufoco que passamos juntos.

Agradeço ao meu orientador, professor Rafael Terra de Menezes, pela disponibilidade, pela atenção e por todos os comentários e sugestões. Agradeço também aos professores pelo aprendizado e pela dedicação ao longo do curso.

RESUMO

O objetivo do estudo encontra-se em avaliar a possibilidade de bolha no mercado imobiliário do Distrito Federal. Para isso, foram analisados diversos fatos históricos de bolhas, partindo da *tulipmania* até o caso mais recente de bolha no mercado imobiliário dos Estados Unidos. E também foram apresentados diversos indicadores do Brasil, em especial do Distrito Federal, para verificar o objetivo do estudo. O valor dos imóveis foram pressionados acima das estruturas de custos, devido a especulação autorrealizável, interferência de forma artificial na flutuação do preço por parte da gestão governamental e por uma pressão forte da demanda. No entanto, os resultados indicam a ausência de bolha imobiliária para o Distrito Federal e, em geral, impossibilidade de surgir no curto prazo.

Palavras-chave: Mercado Imobiliário do Distrito Federal; Mercado Financeiro; Bolha Imobiliária; *Crash* do Mercado Imobiliário e Mercado Financeiro.

ABSTRACT

The objective of the study is to evaluate the possibility of bubble in the housing market in the Distrito Federal. For this, many historical facts of bubbles, leaving the tulipmania to the most recent case of bubble in the housing market in the United States were analyzed. And also many indicators of Brazil were presented, in particular the Distrito Federal, to verify the purpose of the study. The value of the properties were pressed up cost structures due to self-fulfilling speculation, artificially interfering in the fluctuation of the price by the government and managed by a strong demand pressure. However, the results indicate no housing bubble for the Distrito Federal and, in general, failure to appear in the short term.

Keywords: Housing Market in the Distrito Federal; Financial Market; Housing Bubble; Crash of the Housing Market and Financial Market.

SUMÁRIO

<u>INTRODUÇÃO.....</u>	<u>1</u>
<u>1. Formulação do Problema.....</u>	<u>2</u>
<u>2. Objetivo.....</u>	<u>2</u>
<u>3. Justificativa.....</u>	<u>2</u>
<u>1. REFERENCIAL TEÓRICO.....</u>	<u>4</u>
<u>1.1. Definição e características das bolhas.....</u>	<u>4</u>
<u>1.2. Mercado Financeiro.....</u>	<u>11</u>
<u>2. MERCADO IMOBILIÁRIO.....</u>	<u>18</u>
<u>2.1. Tulipas Holandesas.....</u>	<u>18</u>
<u>2.2. Mercado Espanhol.....</u>	<u>19</u>
<u>2.3. Mercado Americano.....</u>	<u>22</u>
<u>2.4. Mercado Brasileiro.....</u>	<u>27</u>
<u>3. DADOS UTILIZADOS.....</u>	<u>34</u>
<u>4. OFERTA E DEMANDA DO DISTRITO FEDERAL.....</u>	<u>41</u>
<u>CONCLUSÕES.....</u>	<u>51</u>
<u>REFERÊNCIAS.....</u>	<u>54</u>

Introdução

Possuir a casa própria ou utilizar o imóvel como forma de investimento é o desejado sonho da maioria dos brasileiros. A ideia de possuir um imóvel próprio faz parte da concepção de liberdade e sucesso, assim como outros bens, por exemplo, automóveis, eletrônicos de última geração, entre outros. O setor imobiliário é tido como um fator econômico que afeta a grande maioria das classes sociais, e por isso é utilizado como indicador de vários comportamentos sociais e econômicos. Muitas pessoas acreditam que comprar um imóvel seja a alternativa mais rentável e segura para investir. Fazendo uma análise da valorização dos preços dos imóveis nos anos anteriores, constata-se que a compra e venda de imóveis realmente é um meio rentável e lucrativo para se investir. Entretanto, se o aumento do preço for acompanhado por alguns eventos, surgindo conseqüentemente uma bolha, o perigo da bolha estourar e o investimento se tornar uma catástrofe é algo preocupante e perigoso para a economia como um todo.

O aumento acentuado no preço dos imóveis no Brasil está presente nos dias atuais da população. As pessoas que possuem vontade de comprar um imóvel para morar, investir ou alugar, são os mais interessados nas oscilações e diferenças nos preços tanto na hora de comprar quanto na hora de investir, alugar ou vender imóveis.

O cenário de crise ou bolha já ocorreu diversas vezes na história em períodos e contextos diversificados, e sempre que houve o estouro ela foi capaz de causar impactos para economia local ou mundial, em pequena ou grande escala. O exemplo mais recente de uma bolha que estourou aconteceu nos Estados Unidos em 2007, onde uma bolha no mercado imobiliário estourou influenciada principalmente pela crise financeira, e causou grande pânico para economia mundial no ano seguinte, fazendo que o mundo agisse em conjunto para evitar um colapso financeiro semelhante ao que ocorreu em 1929.

Tal possibilidade tem sido levantada pela imprensa e pelos acadêmicos para o caso brasileiro, em virtude das diversas notícias divulgadas acerca de elevação significativa do preço dos imóveis. Atualmente, parecem existir fortes indícios de que o setor imobiliário está fortemente aquecido no Brasil. Isto pode ser visto pelo número de novos lançamentos e pelo vigoroso crescimento do preço de venda dos imóveis ocorrido nos últimos anos. Diante disso, este

estudo tem o objetivo de avaliar a possibilidade de existência de bolha especulativa no mercado do Distrito Federal.

São diversos os motivos apontados para explicar a expansão imobiliária presenciada nos últimos anos. A queda na taxa de juros e a expansão do crédito direcionado, a estabilidade econômica, além dos programas de obras públicas, são as explicações mais recorrentes para este fato. A queda na taxa de juros diminui o custo do financiamento, fator fundamental neste mercado, tendo em vista que grande parte das transações imobiliárias são realizadas por financiamentos de longo prazo. Com a inflação controlada, por sua vez, a economia pode sentir os benefícios da estabilização.

O crescimento da economia também deve ser ressaltado, com o conseqüente aquecimento do mercado de trabalho, elevando a renda do trabalhador, conseqüentemente facilitando o acesso ao mercado imobiliário. As mudanças na legislação que tornaram o investimento no setor mais seguro foi outro fator importante. Alinhado a isso, as políticas públicas do governo específicas para o setor também ajudaram a aquecer o mercado imobiliário. O programa de obras públicas visando modernizar e dinamizar algumas cidades para atender à Copa do Mundo em 2014 e às Olimpíadas no Rio de Janeiro em 2016 vem contribuindo para a valorização dos imóveis. Além disso, as ações públicas têm como objetivo facilitar o acesso à casa a grupos específicos da população, principalmente aos grupos pertencentes a faixa de baixa renda.

1 – Formulação do problema

Existem evidências que comprovem a formação de uma bolha imobiliária no mercado do Distrito Federal, devido ao crescimento acelerado dos preços nos últimos anos?

2 – Objetivo

Identificar a possível existência de bolhas no mercado imobiliário do Distrito Federal, baseado em teorias e evidências.

3 – Justificativa

O estudo sobre bolhas é extremamente relevante para a economia mundial, pois seu *crash* causa diversos impactos, principalmente com o avanço do

progresso tecnológico e o aumento da interação entre todos os países. Estudar o assunto mais a fundo se torna crucial para entender seus mecanismos e consequências, mas principalmente para aprender como pode evitar ou sair de uma bolha.

No eixo da administração pública, a compreensão sobre bolhas se torna fundamental para o gestor formulador de gestão pública, em especial políticas públicas de acesso à habitação. Este tema está bastante ligado a economia de finanças, pelo fato da economia de finanças ser um catalisador para formação de bolhas, principalmente no setor imobiliário, dado que grande parte das transações imobiliárias são realizadas através do financiamento a longo prazo.

O foco do estudo é o mercado imobiliário, sendo um mercado de interesse para diversos ramos e pessoas, justamente por ser considerado um mercado rentável, com grande possibilidade de expansão e retorno. Logo, agentes do setor imobiliário do Brasil e Distrito Federal precisam sempre estar atentos sobre os eventos relacionados às bolhas para que possam compreender e serem capazes de tomarem decisões assertivas para este setor.

Para tanto, o presente estudo é composto por 4 capítulos. O primeiro capítulo traz uma revisão literária sobre as definições de bolhas para os principais pesquisadores, mostrando que não há um consenso concreto na definição de bolhas. No mesmo capítulo é tratado o mercado financeiro, extremamente relevante para o mercado imobiliário por possuir uma alta participação no mesmo. O segundo capítulo se volta para a exposição de algumas bolhas específicas que ocorreram ao longo da história, sendo destacadas as bolhas: Bolha das Tulipas, Bolha Imobiliária Espanhola, Bolha Imobiliária Norte-Americana e as crises do Brasil. O terceiro capítulo aborda as principais fontes usadas no estudo e a história de como cada fonte foi criada. O quarto capítulo faz uma análise específica do mercado imobiliário do Distrito Federal, apresentando alguns dados, tabelas e gráficos para sustentar como base ao objetivo do estudo. Logo, foram usadas as fontes retratadas no capítulo anterior e outras fontes secundárias. Por fim são apresentadas as conclusões do estudo baseado em todos os outros capítulos anteriores e tudo que foi estudado.

Capítulo 1 – Referencial Teórico

A literatura relacionada ao estudo teórico de formação de bolha especulativa possui sérias limitações e dificuldades. Uma dificuldade a ser destacada é a divergência sobre o conceito de bolha entre os acadêmicos, devido ao fato de serem examinados conceitos econômicos que possuem diversas interpretações possíveis, como por exemplo, a expectativa dos agentes ou até a irracionalidade dos mesmos.

Gurkaynak (2005) mostra que, apesar dos avanços técnicos recentes na área de detecção de bolhas, a detecção econométrica de bolhas nos preços dos bens não pode ser obtida com um grau de certeza satisfatório. Entre os principais problemas econométricos, destaca-se a incapacidade de se distinguirem bolhas de um modelo com mudança de regime, ou com quebra estrutural nos fundamentos, ou ainda com os problemas econométricos relacionados à inferência em pequenas amostras.

O estudo sobre bolha especulativa é rodeada de dificuldades técnicas. Além disso, tais dificuldades se tornam maiores quando se levam em consideração os problemas estatísticos relacionados a pequenas amostras. Portanto, analisar a existência de uma bolha no mercado imobiliário não é uma tarefa trivial. [MEDONÇA; SACHSIDA 2012]

Devido à dificuldade sobre o tema de pesquisa, o referente estudo tem como objetivo esclarecer as principais definições sobre bolha no mercado imobiliário de acordo com a visão de diversos autores.

1.1. Definições e características das bolhas

Pergunte aos economistas porque existem *booms* e ocorrem os *crashes* e irá conseguir as mais diversas respostas. Alguns irão dizer que as crises são consequências inevitáveis devido à intervenção do governo no mercado, outros irão afirmar que foi à intervenção insuficiente do governo. E ainda existirá outros que defenderão que não existe bolha: os mercados são perfeitamente eficientes, e se por acaso os valores dos imóveis duplicaram ou triplicaram nos últimos anos e depois ocorreu uma crise o qual reduziu os preços drasticamente – bem, isso é apenas o mercado respondendo a novas informações.

As mesmas contradições ocorrem quando começa uma crise. Alguns economistas afirmarão que o governo tem que intervir, servindo como prestador de última instância e promovendo estímulos fiscais massivos para conter o despencar da demanda privada. Outros irão disseminar a ideia de que nunca deve-se intervir nos mecanismos do mercado. Fazendo isso, eles insistem, que só irão prolongar as consequências da crise e deverão lidar com uma perigosa acumulação dos déficits públicos.

O surgimento do termo “bolha” especulativa é muito comum e aparece tanto na literatura acadêmica quanto na imprensa, no entanto a definição de bolha especulativa no sentido usado na literatura hegemônica (*mainstream*) não é algo trivial. A ideia que geralmente é associada à existência de bolha é um comportamento irracional dos agentes econômicos, que acreditam que o preço irá crescer indefinidamente, ou pelo menos se comportará assim num período temporal longo. [MEDONÇA; SACHSIDA 2012]

Na visão de Gaber (2001) a definição de bolha mais usada nos trabalhos econômicos refere-se ao movimento dos preços de um ativo que inexplicável baseado no que é conhecido como valores fundamentais. Os valores fundamentais são um conjunto de variações que acreditam-se ser dirigidas pelos preços do ativo. Isso não é nada mais do que dizer que, se há alguma coisa que está acontecendo e não consegue ser explicada, é retratado como perturbação aleatória, ou seja, bolha.

De acordo com Stiglitz (1990), se o aumento do preço de um ativo decorre apenas da crença de que seu preço de venda será maior no futuro, quando os fundamentos não parecem justificar isso, então existe bolha. Nesse caso, a causa básica de movimentos de preços é determinada apenas pela expectativa autorrealizável da própria variação de preços, levando a elevação contínua até que em decorrência de algum fator a bolha estoure. O axioma dessa teoria é que os agentes possuem expectativas racionais, logo não existe erros sistemáticos.

Roubini (2010) afirma que crise econômica é o estudo de como e porque os mercados falham. Grande parte das crises que ocorreram em toda história tem um fator comum e determinante: ganância. O mercado se tornou ganancioso – arrogante e besta também – mas apenas isso não seria o suficiente para provocar toda a repercussão que houve da atual crise, se não

fosse o sistema de bônus que tornou dominante como forma de compensar o setor financeiro. O importante é entender as ideias econômicas, pois sem entendê-las relacionando com a presente crise, é impossível entender como os países entraram na crise e, o mais relevante, como podem sair da crise.

Muitos economistas do *mainstream*, por contraste, são obcecados em mostrar como e porque os mercados são bem sucedidos. Adam Smith (1784), na sua obra “A Riqueza das Nações”, explica através da “mão invisível” como o interesse individual e divergente dos agentes econômicos leva o sistema econômico a se autorregular. De fato, no século XIX, acreditava-se que o mercado era fundamentalmente autorregulável, sempre se movendo para um milagroso equilíbrio. Seguindo a mesma linha de pensamento de Smith, diversos autores – David Ricardo, Jean-Baptiste Say, Léon Walras e Alfred Marshall – tentaram aprimorar as ideias dele e começaram a criar modelos matemáticos para provar os pontos da teoria.

Blanchard e Fischer (1989) apresentam algumas situações em que o próprio mercado teria a capacidade de eliminar a existência de bolhas. Isso ocorreria no caso de um ativo que pudesse ser esquecido sem custo, então não haveria possibilidade de existir bolha negativa. O mesmo resultado ocorreria se um ativo real tivesse um substituto com oferta elástica. Mesmo no caso do mercado de ações, a elevação contínua do preço das ações motivaria o mercado a oferecer mais deste ativo. Levando em conta que a demanda não pode se estender indefinidamente, a valorização das ações tenderia a reduzir, eliminando a ocorrência de bolha. Logo, neste tipo de abordagem, o deslocamento do preço do ativo em relação aos seus fundamentos seria mais provável de ocorrer nos mercados de informação imperfeita, ou seja, mercados nos quais possuam dificuldades para obter informações. Isso seria mais comum em mercados específicos, por exemplo, mercado de artes, de ouro ou de moedas estrangeiras.

A Escola Austríaca defende que as políticas governamentais de interferência fazem com que os agentes sejam induzidos a direcionar seus investimentos de modo a cometer erros sistemáticos de avaliação. O exemplo de tais políticas governamentais é a manipulação da taxa de juros ou direcionamento do crédito pelo governo. O ciclo econômico era caracterizado por um longo período de prosperidade econômica (*boom*), sendo seguido de

uma forte contração (depressão) incidente sobre diversos setores da economia. Já a teoria do ciclo de negócios – teoria econômica defendida pela Escola Austríaca – as crises econômicas ocorrem devido ao emprego da política monetária na manipulação da taxa de juros, e o aumento do crédito sem ter em contrapartida o crescimento da poupança.

As políticas intervencionistas seguem a linha de que deve-se aumentar os tributos para a população mais rica e distribuir para a população com menor renda. Segundo Von Mises (1963), essas políticas estavam fadadas ao fim por três motivos. O primeiro é que medidas de restrição afeta produção e também todo o montante de bens de consumo disponíveis. O segundo motivo é que toda variável de intervenção com o mercado que não tenha o respectivo sucesso que era esperado pelos autores e defensores acaba causando um medo do ponto de vista da credibilidade dos respectivos. E por último é que o intervencionismo aponta para o confisco dos lucros de uma parte da população para entregar a outra parte, depois dessa política terminar por causa do total confisco, o prosseguimento dessa política se torna impossível.

Hayek (1933) afirmou que a causa das crises, depois, o desequilíbrio de toda a economia é ocasionada pela mudança do nível de moeda (política monetária) e manutenção desse nível por um longo período, possibilitando uma sucessão de novas mudanças monetárias, ou seja, a origem de um desequilíbrio no qual só pode ser explicada pela perturbação monetária.

Flutuações de atividades econômicas representam apenas um ajustamento das mudanças econômicas externas, não representando problema para a teoria econômica do Ciclo de Negócios (*Trade Cycle*). No entanto, a existência do crédito sem o devido controle do limite, sempre irá possibilitar variações nos preços. A existência do crédito possibilita várias perturbações no equilíbrio econômico, sendo o volume e a direção desse novo crédito que determina o desvio do ponto de equilíbrio.

Em resumo, numa situação que não há qualquer interferência, a elevação do crédito bancário é derivada da queda de preferência temporal, no qual leva a razão entre poupança e consumo aumente. A consequência disso é a ampliação de recursos para empréstimos no setor bancário, conduzindo a diminuição da taxa de juros. Em conjunto, a queda na preferência temporal permite a liberalização dos fatores de produção. Mais poupança significa

menos gastos e mais disponibilidade de recursos para ampliar o crédito bancário. Em relação a economia real, mais poupança significa menos utilização dos fatores de produção, no qual poderão ser utilizados para novos investimentos, por causa da redução da taxa de juros, sem aplicar pressão sobre o nível dos preços.

Oreiro (2001) defende uma visão alternativa para a definição de bolha nos preços dos ativos financeiros, no qual os agentes não serão, em geral, capazes de determinar os fundamentos dos preços desses ativos quando existirem incertezas. Nessa linha, o fenômeno a ser explicado não é a diferença entre o valor fundamental dos ativos financeiros e o valor de mercado, mas sim a razão porque o preço dos ativos financeiros podem aumentar de forma persistente ao longo de um certo período, após o qual ocorre uma súbita reversão de expectativas, produzindo-se uma queda acentuada no preço de mercado dos referidos ativos. Essa reversão no processo de alta dos preços dos ativos em consideração é geralmente seguida por uma crise financeira, o qual pode ou não ser seguida por uma recessão.

A teoria pós-keynesiana afirma que as bolhas resultam de um processo endógeno do aumento do “estado de confiança” a respeito das firmas em honrar os seus compromissos contratuais (pagamento de juros e amortizações) junto aos bancos comerciais. Esse aumento constante do “estado de confiança” gera uma elevação persistente do preço das ações em economias nas quais exista um baixo grau de substituição entre moeda e ativos financeiros no portfólio dos agentes, a qual pode resultar da existência de mercados financeiros desenvolvidos, proporcionando à moeda um elevado “prêmio de liquidez”, bem como uma baixa sensibilidade do investimento às variações da taxa de juros. O resultado do aumento do “estado de confiança” irá também produzir um aumento constante do grau de fragilidade financeira como um todo; de forma que a mesma fica cada vez mais suscetível à ocorrência de uma crise financeira.

A ocorrência de crise financeira é uma oportunidade para redobrar os pensamentos e esforços no sentido de repensar e aprimorar o sistema financeiro como um todo, ao invés de ter o pensamento de voltar ao passado e retomar um sistema financeiro simples. Apesar da presente crise, o sistema financeiro moderno teve uma produção histórica de eventos nas recentes

décadas e serviu como um fundamental meio de crescimento da economia, como por exemplo a criação de novos mercados.

Para Shiller (2008) toda crise contém possibilidades de mudanças. O atual momento é de reestruturar as instituições de atividades financeiras de formas positivas para estabilizar a economia, reestruturar de forma saudável as nações, implantar o melhor das inovações financeiras, e deixar a sociedade muito melhor do que se não tivesse ocorrido à respectiva crise.

O número de bolhas na história elevaram-se de forma significativa nos últimos quatro séculos, sendo possível perceber semelhanças nas causas destas crises financeiras. Os componentes iniciais são os mesmos: expansão vigorosa da liquidez e do crédito e/ou mudanças institucionais que promovem longos ciclos de crescimento. O resultado dessa euforia contribui para assunção imprudente de riscos. O resultado disso são os reguladores tornando-se incapazes de antecipar os principais riscos do processo. Formam-se as bolhas, que costumam gerar manias, e o estouro produz pânico e *crashes*.

Hyman Minsky desenvolveu um modelo para interpretar as crises financeiras nos Estados Unidos, na Grã-Bretanha e em outras economias de mercado. O modelo tem como ênfase às mudanças pró-cíclicas no suprimento de crédito, que eleva-se quando a economia cresce e reduz quando a economia desacelera. Durante a fase de expansão, os investidores ficavam mais otimistas sobre o futuro e revisavam para cima suas estimativas de lucratividade de uma vasta gama de investimentos, tornando mais suscetíveis para tomar novos empréstimos. Ao mesmo tempo, do ponto de vista dos credores, tanto suas avaliações de risco de investimentos individuais quanto suas aversões ao risco diminuem e eles ficam mais propensos a fazer empréstimos, inclusive investimentos que anteriormente lhes pareciam ser muito arriscados.

Quando ocorre o oposto, condições econômicas desaceleram, os investidores tornam-se menos otimistas e mais cautelosos. Ao mesmo tempo, as perdas nos empréstimos dos credores aumentam e eles se tornam ainda mais cautelosos.

Para Minsky os efeitos que os aumentos pró-cíclicos no suprimento de crédito nos bons momentos e a redução no suprimento de crédito em tempos

econômicos menos vigorosos levavam os arranjos financeiros a uma fragilidade e a um aumento na possibilidade de eclosão de crises.

Minsky argumentava que os choques externos ao sistema macroeconômicos, alguns exógenos, começavam a partir de um deslocamento, e isso conduzia para uma crise. Se o choque fosse suficientemente grande e amplo, as perspectivas da economia e a previsão de lucro aumentariam em pelo menos um importante setor da economia. Isso causaria um aumento do endividamento das empresas e dos indivíduos com o objetivo de tirar vantagem do aumento da previsão de lucros associada a vasta gama de investimentos. A taxa de crescimento da economia se aceleraria e isso motivaria uma previsão ainda mais otimista.

O *boom* especulativo varia de acordo com a natureza do seu choque. O choque nos Estados Unidos na década de 1920 foi causada pela rápida expansão automobilística associada ao desenvolvimento de estradas, junto a eletrificação de boa parte do país e a rápida expansão do número de casas com telefone. Os choques no Japão, na década de 1980, foram motivados pela liberalização financeira e o aumento do valor cambial do iene. O choque nos países nórdicos, na década de 1980, foi devido à liberalização financeira.

A maioria das crises que tiveram maior significância ocorreu por causa de pelo menos dois objetos de especulação e dois mercados foram envolvidos. Da mesma forma que os mercados nacionais estavam conectados, também era provável que a especulação se conectasse pelas condições de crédito que lhe davam suporte.

Há alguns exemplos de crises que ocorreram por causa de dois ou mais objetos. De acordo com Kindeblarger (2009), os primeiros foram as bolhas de 1720 de Mississipi e *South Sea*, que estavam relacionadas, e foram infladas pela expansão monetária nos dois países que deram suporte a uma grande fonte de vapor especulativo. O *boom* de 1763 foi baseado exclusivamente nos gastos de guerra do governo e seu financiamento mediante correntes de desconto de notas promissórias. A crise de 1772 foi precipitada em Amsterdã e Londres pela especulação com a ação da Companhia das Índias Orientais e pelo colapso da Ayr Bank.

A expansão do crédito causa um ganho na velocidade das euforias especulativas. Porém, a maioria das expansões de crédito e moeda não levou

à euforia, existem muito mais expansões econômicas do que euforias. Antigamente, o suprimento de crédito era expandido pelos credores não bancários; nos últimos séculos, a expansão do crédito tem ocorrido quase que exclusivamente por intermédio de bancos e do sistema financeiro.

Em muitos casos, a expansão do crédito possibilita o desenvolvimento de substitutos para as antigas moedas tradicionais. Como foi o caso dos Estados Unidos, durante a primeira metade do século XIX, que a expansão do crédito resultou na substituição da prata por letras de câmbio no comércio triangular entre os Estados Unidos, Grã-Bretanha e China. A consequência da substituição foi uma redução dos custos envolvidos nas transações com o uso de letras de câmbio para fazer pagamentos, essa inovação resultou na permanência da prata nos Estados Unidos, antigo meio de pagamento para financiar o déficit comercial, e foi inserida à base monetária americana.

A expansão do crédito não é resultado de uma sequência de acidentes, mas sim de um desenvolvimento sistemático de longo prazo, com o objetivo dos participantes do mercado financeiro em reduzir os custos das transações, manutenção da liquidez e o equilíbrio monetário. A expansão monetária é sistemática e endógena, em vez de aleatória e exógena.

Sintetizando, a definição de bolha que será usada no presente trabalho diz respeito ao entendimento que, quando houver fundamentos que não expliquem o aumento do valor do ativo, apenas a crença que o valor será maior no futuro, então existirá bolha. No entanto, essas crises econômicas podem ser auxiliadas pela maciça interferência do governo na economia, como por exemplo, o aumento da taxa de juros através da política monetária.

1.2. Mercado Financeiro

As crises são recorrentes ao longo da história, sendo um assunto bastante retratado devido à última crise global que ocorreu, no qual ficou conhecida como crise financeira. Esta crise teve seu crash no mercado imobiliário afetando diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Atualmente, com a forte globalização entre os países, as crises possuem um impacto maior na economia mundial, e uma crise que começa em um país, principalmente, se for país desenvolvido, acaba afetando diversos países, se não em todo mundo. Esses impactos são verificados de diferentes formas e

intensidades, sendo que alguns países sofrem mais e outros menos, isso vai de acordo com sua relevância no mercado mundial, seu grau de relação com o país em crise e sua fragilidade econômica. Certamente, as crises causam enormes impactos no progresso dos indicadores econômicos reais, como por exemplo, produção, emprego e investimento.

Durante uma crise, muitas companhias que até recentemente pareciam robustas entram em falência porque a inadimplência de algumas empresas geralmente leva uma redução nos preços dos ativos e uma desaceleração da economia. Kindeblger (2009) afirma que quando os preços dos ativos caem acentuadamente, a intervenção do governo pode ser desejável para proporcionar o bem público da estabilidade. Durante as crises financeiras, a queda dos preços dos ativos pode ser tão grande e abrupta que as mudanças de preços passam a se autojustificar. Quando os preços dos ativos se reduzem fortemente, o aumento da demanda por liquidez pode levar muitos indivíduos e empresas à falência, e a venda de ativos nessas circunstâncias aflitivas é capaz de induzir seus preços a uma queda ainda maior. Em tais momentos, um credor de última instância pode proporcionar estabilidade financeira ou atenuar sua instabilidade. O dilema é que se os investidores soubessem de antemão sobre a proximidade do apoio governamental, com desobrigações generosas quando os preços dos ativos caíssem acentuadamente, os mercados poderiam colapsar com maior frequência, porque os investidores seriam menos cautelosos em suas compras de ativos e de títulos.

As euforias e pânicos analisados através da base monetária são aspectos relevantes. Um ponto de vista monetarista é que a euforia não ocorrerá se a taxa de crescimento do suprimento da moeda estiver constante ou estabilizada. Alguns monetaristas fazem a distinção entre crises financeiras “reais”, nos quais são causadas pelo estrangulamento da base monetária ou excesso de valorização do dinheiro, e “pseudocrises”, nos quais isso não ocorre. As crises financeiras que alteram a base monetária durante o processo devem ser distinguidas daquelas nas quais a base monetária não aumenta significativamente.

De acordo com Bresser-Pereira (2010) a crise financeira que teve seu *crash* em 2008, iniciou-se na década de 1980, a partir da criação maciça de riqueza fictícia e da hegemonia de uma ideologia reacionária, o neoliberalismo,

baseada em mercados auto-regulados e eficientes. Na mesma linha de pensamento Tavares (2008) afirma que a aliança entre o grande capital financeiro globalizado e as políticas frouxas do FED durante a década de 1990 levaram a economia americana a uma expansão do consumo e do investimento, com alto grau de endividamento do Estado, das famílias, das empresas e dos bancos, que se manteve muito além das expectativas da maioria dos seus próprios economistas, até às vésperas da crise.

O presidente do FED no governo Clinton, Alan Greenspan, foi um dos principais defensores e promotores da política de financeirização (expansão do crédito) e desregulamentação profunda. A partir da segunda metade da década de 90, sucederam-se uma série de crises cambiais e financeiras em países em desenvolvimento, levando a uma fuga de capital para os EUA, onde a valorização dos ativos financeiros confirmava a supremacia dos mercados de capitais de Nova York. Essa explosão acionária de Wall Street deu lugar a um ciclo de fusões e aquisições em que os grandes bancos tornaram-se mega-instituições à escala mundial, superando facilmente seus concorrentes internacionais.

O mercado de finanças trabalha com um tipo de “mercadoria” muito especial, com um ativo fictício que depende de convenções e confiança – dinheiro ou ativos financeiros, contratos financeiros – ao passo que os outros mercados lidam com produtos reais, serviços reais e mercadorias reais. O dinheiro pode facilmente ser criado e extinto, o qual faz as finanças e as especulações terem uma forte ligação. Na especulação, os agentes financeiros estão permanentemente sujeitos a profecias autorrealizáveis, ou seja, compram ativos prevendo que seu preço irá aumentar no futuro, e os preços efetivamente aumentam porque suas compras pressionam para cima. Por outro lado, as finanças podem se tornar perigosas e distorcidas quando não estão orientadas para o financiamento de produção e comunicação, mas para o de “operações de tesouraria” por parte de empresas e, principalmente, de bancos comerciais e demais instituições financeiras. A especulação sem crédito tem alcance limitado; financiada, torna-se arriscada e ilimitada, porque quando a alavancagem das instituições financeiras e o endividamento dos investidores financeiros tornam-se elevados demais, investidores e bancos percebem que o risco tornou-se insuportável e prevalece o efeito-manada.

O capitalismo baseado no setor financeiro teve seu início na década de 1970, substituindo os *30 anos dourados do capitalismo*^[1]. O capitalismo financeirizado tinha a característica de neoliberalismo, sendo um capitalismo intrinsecamente instável. A macroeconomia keynesiana acabou sendo substituída pela neoclássica e os modelos de crescimento substituíram a economia do desenvolvimento como o *mainstream* ensinado nas universidades. O objetivo do neoliberalismo era reduzir a influência do Estado e desregular todos os mercados, principalmente o financeiro.

Devido ao capitalismo neoliberal surgiram profundas mudanças no mercado financeiro, sendo que o crédito deixou de se basear principalmente em empréstimos de bancos a empresas, para se basear cada vez mais em títulos negociados por investidores financeiros (fundos de pensão, fundos de *hedge*, fundos mútuos) nos mercados de balcão. Bresser-Pereira (2010) defende que:

A adoção de “inovações financeiras” complexas e obscuras, combinada com um enorme aumento do crédito sob a forma de títulos, levou àquilo que Henri Bourguinat e Eric Brys chamaram “uma disfunção generalizada do genoma das finanças”, na medida em que tal mistura de inovações financeiras ocultava e ampliava o risco envolvido em cada inovação. Essa mistura, combinada com a especulação clássica, levou o preço dos ativos financeiros a aumentar, ampliando artificialmente a riqueza financeira ou o capital fictício, que se expandiu a uma taxa muito mais elevada do que a da produção, ou riqueza real. Dada à competição vinda dos investidores institucionais, cuja participação no crédito total não deixou de crescer, os bancos comerciais decidiram participar do processo e usar o *shadow bank system*, ou sistema bancário paralelo, que estava sendo desenvolvido para “limpar” de seus balanços patrimoniais os riscos envolvidos nos novos contratos: isso se faz pela transferência das inovações financeiras arriscadas a investidores financeiros, as securitizações, os *swaps* de inadimplência em crédito e os veículos especiais de investimento. A incrível rapidez que caracterizava o cálculo e a transação desses contratos complexos negociados em todo o mundo foi possível, naturalmente, graças à revolução da tecnologia da informação, com o respaldo de computadores poderosos e softwares inteligentes. Em outras palavras, a financeirização foi alimentada também pelo progresso tecnológico.

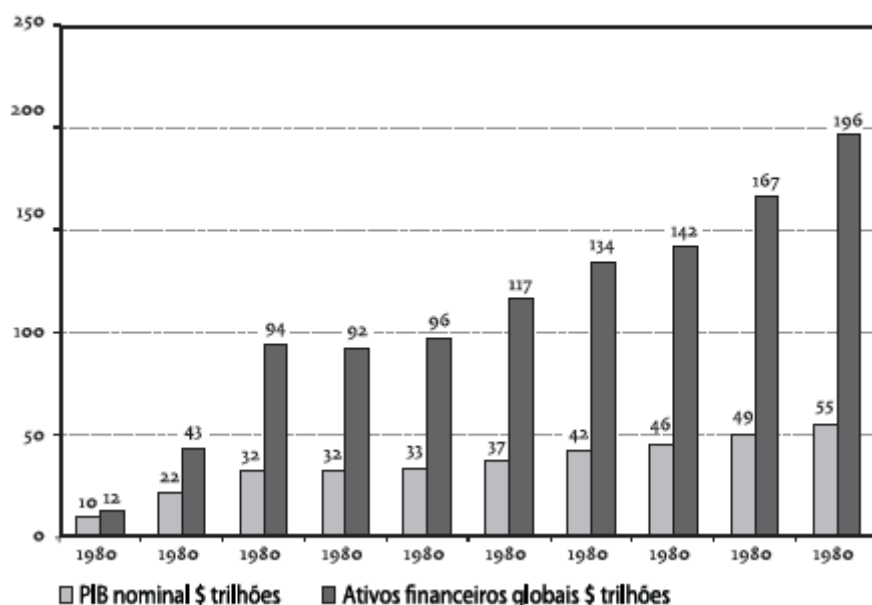
[1] – Os 30 anos dourados do capitalismo foi uma nova macroestrutura sócio-econômica capitalista, cuja era baseada numa forte presença estatal em termos normativos e também como esfera da produção interligada à nova forma de controle social assentado no Welfare State.

O *shadow bank system* permitiu a multiplicação de derivativos de crédito e a criação de fundos de securitização (*hedge funds*) sem base de sustentação e sem supervisão bancária. Nesse sistema as instituições tomavam empréstimos a curto prazo e repassavam a longo prazo, só que com um nível de alavancagem muito superior, sem possuírem qualquer prestador de última instância que lhes garantissem liquidez em momentos de crise e sem possuírem seguros para seus investidores.

A elevada oferta de financiamento, às taxas de juros baixas, não impulsionaram apenas o endividamento geral do setor privado (empresas, bancos e famílias). As condições favoráveis e descontroladas de oferta de crédito levaram também vários Estados da União a financiarem seus déficits fiscais crescentes no mercado privado interno. Só quando a crise financeira geral eclodiu violentamente em setembro de 2008 com a quebra da Lehman Brothers, foi possível perceber a profundidade da crise fiscal de importantes estados americanos que estavam beira da insolvência, sendo a Califórnia o caso mais notório. [TAVARES, 2008]

A riqueza financeira tornou-se independente da produção. Os ativos financeiros dos Estados Unidos cresceram cerca de quatro vezes mais que a riqueza real – crescimento do PIB. Esse processo é demonstrado pela figura 1 abaixo, no qual é o meio do sistema financeiro, que é capitalista e liberal, criar riqueza financeira artificial.

FIGURA 1
Riqueza financeira e riqueza real



Fonte: Bresser-Pereira (2010)

A diferença entre riqueza financeira e real também pode ser vista em Paulani (2010), o qual defende que o enorme crescimento do estoque mundial de ativos financeiros se deu numa velocidade muito superior do que apresentada pelo crescimento da renda real (representado pelo PNB), e, além do mais, muito superior que a riqueza real (instrumentos, máquinas, equipamentos, instalações, edificações, obras civis, tecnologia e tudo mais que permite a produção futura de um fluxo de bens e serviços maior). A tabela 1 mostra como a relação entre riqueza real e a fictícia vem se envolvendo desde 1980.

Table 1 – Fictitious Wealth and Real Income

Year	World inventory of financial assets (US\$ x trillion) ^a	World GDP (US\$ x trillion)	Ratio financial assets/GDP
1980	12	11.8	1.02
1993	53	24.9	2.13
1996	69	30.3	2.28
1999	96	31.1	3.09
2003	118	37.1	3.18
2006	167	48.8	3.42
2007	195 ^b	54.8	3.56
2010 ^c	209	55.9	3.74

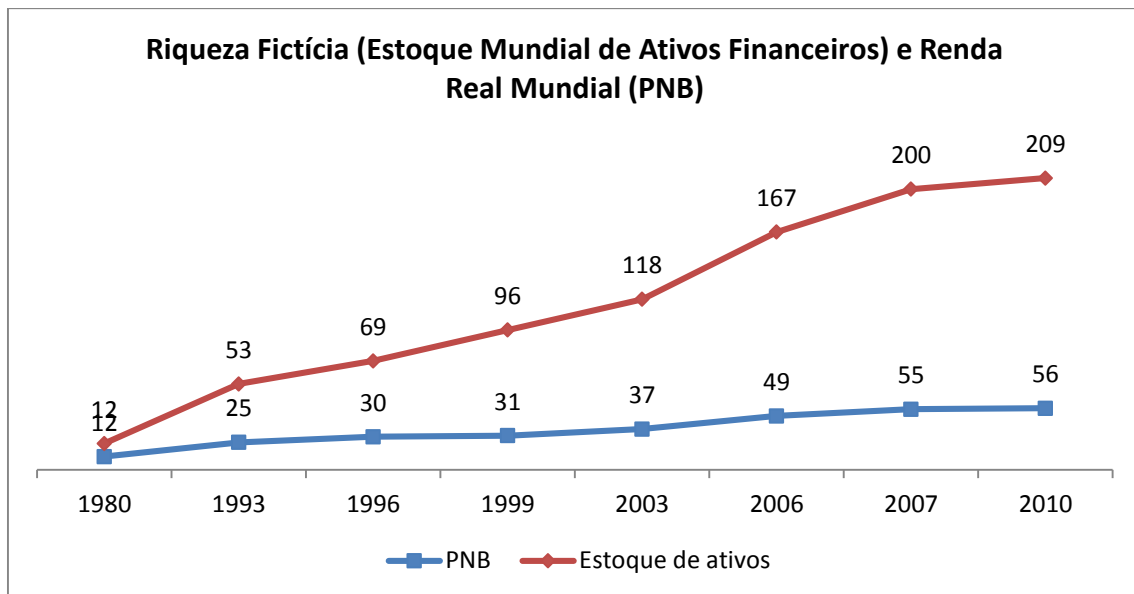
Sources: McKinsey Global Institute (Assets) and IMF (GDP); author's development.

* Includes stocks and debentures, public and private debt bonds, and bank investments. does not include derivatives.

** Estimate.

*** Projections.

Examinado a tabela 1 no período de 1980 a 2007. Pode-se verificar que o PNB mundial teve um crescimento de 464% (4,6 vezes) nos 27 anos, enquanto a riqueza financeira mundial cresceu 1525% (16,2 vezes) no mesmo período. Essa disparidade entre o PNB mundial e a riqueza financeira mundial pode ser observada pelo gráfico, o qual mostra a evolução de ambos por outro ângulo.



Fonte: Leister (2011). Elaboração própria.

Esse rápido crescimento das atividades financeiras produziu uma série de abalos e de crises em diversos setores (sobretudo nas bolsas e nos mercados imobiliários, *commodities*, de câmbio e de capitais). A característica mais marcante do regime de acumulação com base na valorização financeira é a formação de crises devido a recorrente geração de bolhas nos ativos. Tais crises obrigaram a intervenção das autoridades monetárias na concessão de recursos públicos e na socialização de prejuízos.

Capítulo 2 – Mercado Imobiliário

Esta seção fará uma análise sobre as principais bolhas que ocorreram ao longo da história e o que aconteceu com esses países. Serão abordadas as crises: Tulipa Holandesa; Imobiliária Espanhola; Imobiliária Americana; e as crises do Brasil.

2.1. Tulipas Holandesas

O primeiro caso conhecido de especulação desenfreada ocorreu na Holanda através das tulipas por volta do século XVII, o qual acabou sendo chamado de “tulipmania”. A escassez das tulipas e as lindas cores delas fizeram ser um objeto de desejo da alta classe da sociedade. O preço das tulipas Holandesas elevou-se mais de 100% no outono de 1636 – e os preços das tulipas mais exóticas foram ainda maiores. Não foram só as tulipas mais exóticas que sofreram com a elevação dos preços, até as tulipas que se encontravam em jardins comuns foram afetadas.

Durante o processo de crescimento do mercado de tulipa, os participantes não faziam dinheiro através do processo de produção. As tulipas agiam como intermediária da especulação e os preços delas determinavam a natureza dos seus participantes no mercado. Os preços das tulipas foram aumentando de forma descontroladas, perdendo toda correlação para comparar com o valor de outros bens e serviços. As pessoas tornaram-se confiantes demais que o mercado de tulipas sempre estaria sendo lucrativo e, no período do auge, os participantes hipotecaram suas casas e comércios para trocar por tulipas. A maluquice estava tão extraordinária que algumas flores de tulipas raras eram vendidas ao equivalente de mais de dez mil dólares norte-americanos. Antes do *crash*, nenhuma sugestão de que os preços das tulipas eram irracionais foi disseminada por todos os participantes.

Sorette (2003) explica que a crise foi imprevista. Em 4 de fevereiro de 1637, a possibilidade das tulipas tornarem insustentáveis foi mencionada pela primeira vez. Até o final de maio de 1637, todas as tentativas de coordenação entre os floristas, produtores de bulbo, e os Países Baixos foram atendidas com fracasso. As tulipas no valor de dezenas de milhares de dólares norte-americanos (em valor presente) no início de 1637 tornaram-se sem valor

alguns meses depois. Esse evento notável é muitas vezes discutido pelos estudiosos do dia de hoje, tendo como objetivo desenhar as especulações da mania moderna.

2.2. Mercado Espanhol

O Velho Continente teve sua moeda comum, o Euro, implantada em 1999, com o objetivo de conduzir uma unificação política, no qual era necessária para a Europa reassumir a liderança histórica no mundo, superando os Estados Unidos. Passados 15 anos da introdução do Euro, ele vem sendo cada vez mais questionado sobre a sustentabilidade da moeda comum a médio prazo. Os países que compõe a zona do Euro são bem heterogêneos no que se refere à sua competitividade externa e à sua situação fiscal. Devido a essas diferenças acaba implicando em limites estreitos para a condução de políticas anticíclicas autônomas por parte dos países da área do Euro.

Oreiro (2010) afirma que nesse contexto existem dois grupos de países. O primeiro deles é composto basicamente pela Alemanha, no qual o crescimento é liderado pelas exportações, a taxa real de câmbio permanece em patamares razoavelmente competitivos e a situação fiscal (medida pela relação dívida/PIB e déficit público/PIB) permite o uso moderado da política fiscal por vários anos como instrumento de política anticíclica. A Alemanha adotou uma política de “moderação salarial”, organizada pelos sindicatos alemães, permitindo a competitividade alemã fosse mantida mesmo com a forte apreciação do Euro frente ao dólar. Essa moderação consistiu numa troca do crescimento do salário real abaixo da produtividade do trabalho por uma manutenção dos empregos industriais. Essa política salarial permitiu uma queda acentuada do custo unitário do trabalho na Alemanha em relação aos demais países da zona do Euro, viabilizando a manutenção da competitividade da economia alemã, a importância da indústria e das exportações como motor do crescimento de longo prazo.

Ainda de acordo com Oreiro (2010) o segundo grupo de países é constituído pelos PIIGS: Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Esses países possuem algumas semelhanças entre si, no qual sofrem um problema crônico de competitividade externa, refletindo assim em grandes déficits em conta corrente somado com desequilíbrios fiscais que variam do moderado à

gravíssimo, caso da Espanha e Grécia respectivamente. O regime de crescimento desses países nos últimos anos teve como principal foco o *finance-led*, isto é, liderado pelo aumento do consumo (e do investimento imobiliário) financiado com endividamento privado e aumento dos preços dos ativos. A política acaba tornando um espaço muito estreito para a utilização da política fiscal de forma anticíclica, pois há uma combinação entre os desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas, além do mais inviabilizam as chances de recuperação do nível de atividade por intermédio de um aumento da demanda doméstica privada. A única forma de esses países saírem dessa crise é aumentando de maneira forte e sustentável a exportação, no entanto para isso acontecer depende de uma recuperação da economia mundial, pois: (i) a adesão ao Euro eliminou a possibilidade de se usar a desvalorização cambial como instrumento de política econômica; e (ii) os sindicatos desses países não possuem a mesma visão que os sindicatos alemães, então aparentemente não estão dispostos a trocar redução salarial real por garantia da manutenção de emprego no presente e futuro. A consequência disso é que os países desse grupo não conseguem promover um ajuste rápido na sua competitividade externa, o qual deverá mantê-los numa estagnação econômica por um longo período.

A Espanha, quarta maior economia da Europa – com um PIB em torno de US\$ 1,6 trilhão, foi profundamente afetada pela crise econômica mundial. O setor da construção civil, que representava em 2007 cerca de um décimo do PIB do país, implodiu, deixando um estoque excessivo de casas não comercializadas e o setor público de *savings-and-loans* (poupança e crédito) lotado de dívidas. O efeito da crise dominou toda a economia: a taxa de desemprego passou de 8,2% da força de trabalho em 2007 para 11,3% em 2008, fechando em 2010 acima de 20%, sendo mais que o dobro dessa taxa era de pessoas com menos de 25 anos. A Espanha vinha reduzindo a dívida pública como proporção do PIB até 2007. Com efeito, entre 2004 e 2007 a dívida pública obteve uma drástica redução, caindo de 48% para 38% do PIB. Após 2007, contudo, a dívida pública passou a apresentar uma elevação expressiva, alcançando o patamar de 70% do PIB em 2010. Essa deterioração foi resultado de diversas medidas de estímulo fiscal que o governo adotou para

estimular a economia espanhola e evitar que a recessão se transformasse numa depressão.

A força motriz para o forte crescimento econômico encontrava-se precisamente nos chamados “efeito-riqueza” surgidos pelo crescimento do valor dos ativos financeiros e imobiliários das famílias. Isso permitia sustentar um “círculo virtuoso” duplo de aumento da demanda agregada e de lucros financeiros, sem necessidade de elevação de salários e gastos públicos. De acordo com López e Rodríguez (2012), o modelo apresentado era baseado desde o princípio na disseminação da propriedade imobiliária privada, a qual em 2007 atingiu 87%. Além disso, cerca de 7 milhões de famílias espanholas possuíam duas ou mais casas. A vasta expansão do crédito e a contínua valorização dos preços dos imóveis, crescendo em média 12% ao ano no período do *boom* entre 1997 e 2007, sustentaram uma elevação histórica do consumo das famílias que detinham propriedades, que na Espanha, constituía a vasta maioria da população.

A crise na Espanha foi contagiada por três fatores relevantes. O primeiro foi a hipertrofia do setor imobiliário, designado como motor do crescimento da economia e incentivado pelas expectativas de elevação contínua nos preços dos imóveis. O segundo, o nível generalizado de endividamento massivo das famílias e empresas. E por último, a dependência para manutenção de todo o sistema financeiro, desde o acesso por parte do sistema financeiro até os recursos financeiros externos a baixo custo, para poder atender a demanda de crédito interno devido à baixa taxa de poupança nacional.

A Espanha ainda sofria com o baixo nível de competitividade em relação aos seus sócios europeus, seu tremendo déficit da conta corrente, que chegou a 10% do PIB, e a freada dos bancos em conceder créditos, por causa do efeito expansivo da crise financeira, foram a combinação perfeita para diminuir a resistência da economia espanhola e se contagiar com a crise.

A solução que propuseram para alterar o cenário foi de reduzir os déficits públicos para manter a credibilidade do mercado. Para tal, foi necessário várias medidas, como o Programa de Estabilidade e Crescimento 2009-2013, apresentado pelo governo com o objetivo de reduzir a razão déficit público/PIB para 3% até o final do período. Os principais contributos para a redução das despesas públicas centram-se nas despesas salariais com os

funcionários públicos, com foco para as políticas de moderação salarial e congelamento da oferta de emprego público, nas despesas com consumos intermediários e no investimento público. Do lado das receitas fiscais, propõem-se no aumento das duas taxas de IVA e a eliminação de alguns benefícios fiscais criados no âmbito das medidas anticrise.

2.3. Mercado Americano

Os Estados Unidos teve Alan Greenspan no comando do FED por mais de 18 anos (maio de 1987 até janeiro de 2006). A posição acabou tornando-o uma das mais poderosas autoridades no mundo. E em menos de três anos a reputação de Greenspan foi da glória para a lama. A história serviu para demonstrar como os formuladores de políticas económicas se convenceram de que mantinham tudo sobre controle, apenas para descobrir – para seu horror e dor do país – que não era bem assim.

Nas últimas décadas, os Estados Unidos passaram por duas grandes bolhas de ativos: a primeira foi em ações; depois foi em imóveis residências ou moradias.

A bolha de ações, da década de 1990, reflete, sobretudo, dois fatores: um deles, o extremo otimismo sobre o potencial de geração de lucro da tecnologia da informação. O outro, o senso de segurança cada vez maior em relação à economia, isto é, a crença em que os dias de graves recessões pertenciam ao passado. Entretanto ambos se conjugaram para elevar os preços das ações a níveis extraordinários.

Como foi visto na seção 2.1 sobre a definição de bolhas, no qual ocorrerá bolhas quando os fundamentos não conseguirem explicar a elevação dos preços das ações. A bolha pontcom, como ficou conhecida, tinha como aspecto principal que os investidores, impressionados pelos ganhos dos primeiros investidores de ações da Microsoft e de outras empresas na área de TI, estavam propensos a acreditar que muitas outras empresas seriam capazes de conseguir o mesmo tipo de milagre. Entretanto, não tinha espaço na economia para tantas empresas conseguirem o mesmo ou semelhante ganho quanto a Microsoft, ou seja, ocorreu o problema da falácia da generalização precipitada. A empolgação contagiou e muitos investidores dispuseram a suspender suas faculdades racionais.

Os preços das ações se auto-alimentavam à proporção que subiam. Por volta de 1998, era consenso que quem comprou ações ganhou muito dinheiro, enquanto quem se manteve fora do jogo ficou para trás. Em consequência, cada vez mais fundos derramavam dinheiro nos mercados de ações, os preços subiam cada vez mais e a bolha se mantinha em expansão constante, aparentemente sem limites. Embora havia um limite. Robert Shiller observou que as bolhas de ativos são como correntes da felicidade naturais, em que se ganha dinheiro enquanto houver investidores que entrem com dinheiro. Mas, um dia, faltam investidores e todo o esquema desaba. As ações alcançaram o pico no verão de 2000. Nos dois anos seguintes, as ações recuaram, em média, cerca de 40% em relação a sua cotação máxima.

A bolha habitacional foi, sob certos aspectos, menos compreensível que a bolha do mercado de ações da década anterior. Pelo menos, a bolha do mercado de ações contava com um novo universo tecnológico se abrindo à exploração pelas empresas. Acrescentando-se ao fato que o desempenho macroeconômico realmente melhorara – a estagflação como ameaça recuara e o ciclo econômico parecia mais moderado – e ainda havia o argumento de que certas regras tradicionais haviam perdido a validade.

O aquecimento do mercado imobiliário não justificava a hipótese que as antigas regras haviam perdido a validade. Com base em longa experiência, é consenso que os compradores de imóveis não devem contrair financiamentos imobiliários cujas as prestações estejam acima da sua capacidade financeira, que devem pagar a entrada com recursos próprios bastante alta para que o valor líquido do imóvel, ou seja, o valor de mercado menos o saldo devedor do financiamento se mantenha positivo, mesmo em caso de leve queda no mercado.

Na opinião de Krugman (2009), o que efetivamente ocorreu foi o completo abandono dos princípios tradicionais. Até dado momento, essa negligência foi induzida pela exuberância irracional das famílias, no qual se deixaram impressionar pelo aumento contínuo do valor de mercado dos imóveis e resolveram entrar no mercado de qualquer maneira, sem se preocupar com o montante das prestações. No entanto, fatores mais relevantes foram certas mudanças nas práticas de concessão de empréstimos, como por exemplo, dispensa ou redução da entrada e aumento das prestações mensais

para valores muito superiores à capacidade de pagamento dos mutuários – ou que ao menos se tornariam altos demais no caso da elevação da taxa de juros, de início muito baixas, para atrair investidores. Esses empréstimos duvidosos se enquadravam em quase sua totalidade, ou até sua totalidade, na categoria *subprime*^[2], mas o fenômeno era muito mais amplo. E não foram apenas mutuários de baixa renda ou de grupos minoritários que assumiam dívidas superiores à sua capacidade financeira; a tendência estava se generalizando.

Shiller (2008) defende que incentivar o mercado imobiliário é uma meta saudável e admirável. Tem-se a ideia de que uma elevada taxa de proprietários de imóveis é extremamente relevante para a economia do país. No entanto, o dilema que se fez pelo mercado de *subprime* – principalmente nos EUA – foi devido à superpromoção do incentivo ao mercado imobiliário. Proprietários de imóveis não é o ideal para todas as pessoas em todas as circunstâncias do ponto de vista do mercado, apesar de ser uma vantagem para todos os proprietários.

Até o início de 2007 o Fed tinha como principal preocupação a estabilidade dos preços. A estabilidade financeira estaria garantida com a prática de políticas macroeconômicas condizentes com as taxas de inflação baixas. Essa visão argumentava que as regras de supervisão prudencial e a autorregulação dos mercados garantiriam a estabilidade do sistema financeiro das economias maduras. Conseqüentemente o papel do banco central como prestador de última instância era praticamente desnecessário.

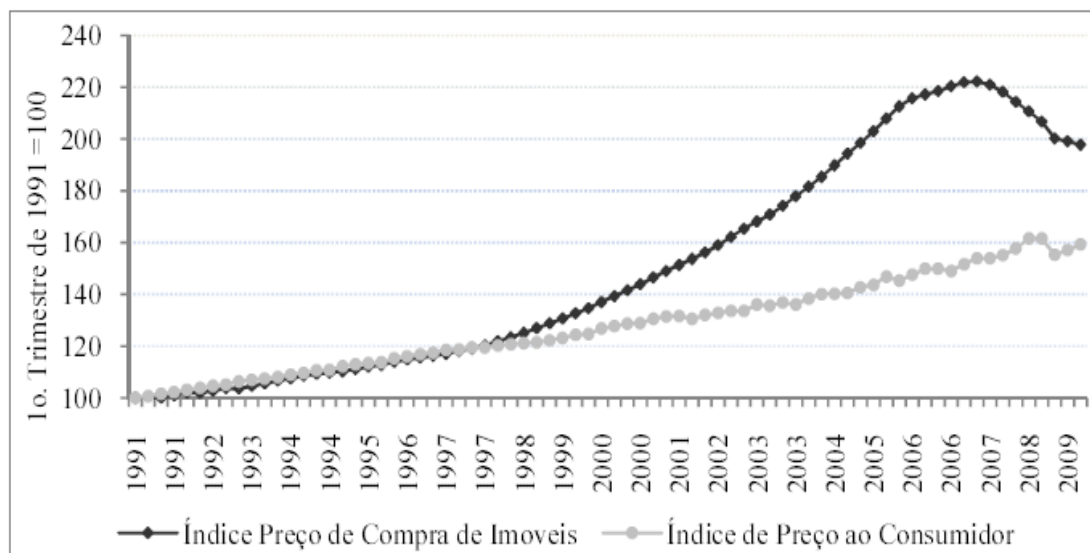
O comportamento do Fed, anteriormente a crise, sugere o comportamento de *benign neglect*^[3]. A elevação da taxa de juros tardia, iniciada apenas em 2004 quando a alta dos imóveis já havia se deslocado dos preços do consumidor (gráfico 2). A liquidez folgada estimulou a concessão de créditos de maior risco, já estimulados por fatores poderosos, como a desregulamentação financeira e a classificação de risco pouco eficaz em relação aos ativos lastreados em hipotecas. O excesso de liquidez e a taxa de juros baixa estimulou o crescimento do setor imobiliário, com elevações constantes dos preços desses ativos e novos estímulos à demanda pela expectativa de continuidade desse processo. O aumento significativo no preço

[2] – O mercado de crédito hipotecário subprime são empréstimos oferecidos para tomadores de alto risco.

[3] – A corrente benign neglect defende que o BC deve agir apenas depois que a bolha estoura.

dos imóveis ocasionou numa redução da taxa de inadimplência e dos juros no mercado *subprime*, levando uma classificação de risco mais favorável.

Índice de Preço de Imóveis (compra) e Índice de Preço ao Consumidor (IPC)
1º trimestre de 1991 ao 2º trimestre de 2009



Fonte: Bullio et al. (2009)

Os Estados Unidos praticavam a securitização de recebíveis imobiliários – formação de *pools* de empréstimos hipotecários e venda de cotas a investidores, o qual conferiam aos titulares direito de participação nos pagamentos dos devedores – fazia tempo. Até a bolha habitacional, essas securitizações se limitavam quase que exclusivamente a hipotecas *prime*^[4]. No entanto, a securitização de empréstimos hipotecários *subprime* tornou-se viável por causa da inovação financeira, essa inovação foi chamada de *collateralized debt obligation* (títulos garantidos por dívidas), ou CDO, o qual oferecia cotas de participação no pagamento. Existia a diferenciação dessas cotas, sendo que algumas eram “seniores” (privilegiadas) com prioridade no recebimento. Essas cotas seniores eram consideradas como investimentos muito seguros. Somando a isso, as agências de classificação de crédito atribuíam grau AAA às cotas seniores dos CDOs, mesmo que os empréstimos hipotecários, em si, fossem muito duvidosos. Essa classificação mostrou-se relevante para a ascensão de empréstimos *subprime*, dado que muitos investidores institucionais, como fundos de pensão, que só investem em títulos AAA, se

[4] – Empréstimos a tomadores capazes de pagar entrada substancial e de arcar com elevadas prestações.

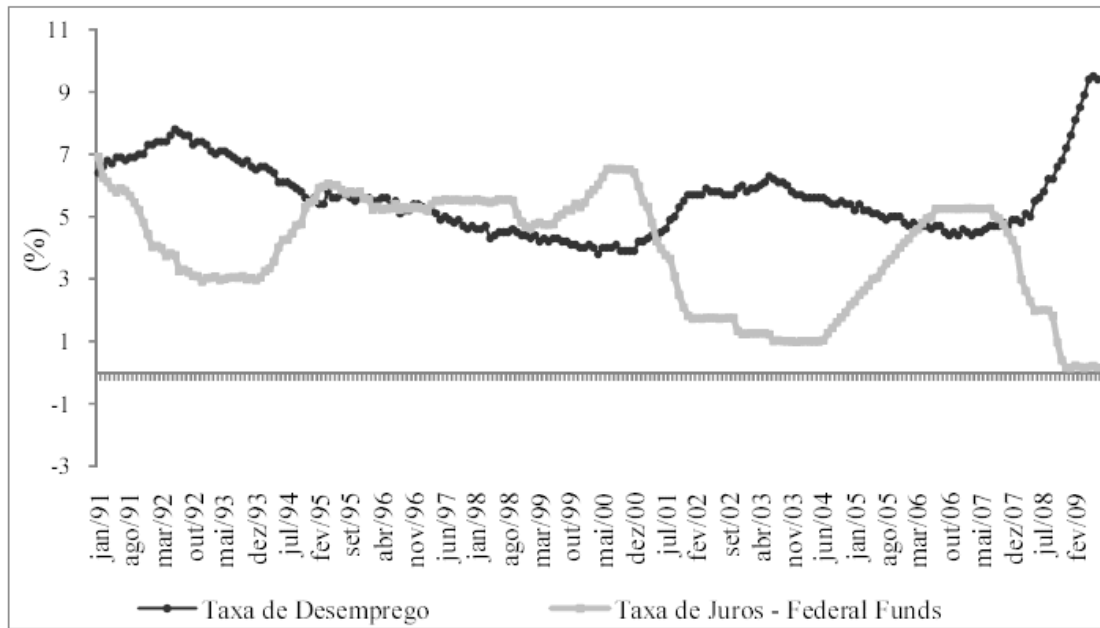
tornaram dispostos a comprar ativos com alta classificação de crédito, cujos os retornos eram muito mais atraentes do que os títulos de dívidas comuns.

Quando as taxas de juros de curto prazo subiram e voltaram para o patamar usual em períodos anteriores, a demanda por imóveis começou a declinar, o qual foi reduzindo acentuadamente os preços e a contratação de novas construções. O resultado foi o aumento das taxas de *default* e a quebra do mercado *subprime* e de seus derivativos.

De acordo com Bullio *et al* (2009), durante os anos de 2002 a 2006 o consumo interno, impulsionado pelo setor imobiliário, foi constantemente citado pelos membros do *Federal Open Market Committee*^[5] (FOMC) como importante fator de sustentação da atividade econômica. Os primeiros sinais de preocupação quanto ao comprometimento dos ativos imobiliários e os efeitos que os mesmos teriam sobre o consumo interno, no caso de uma reversão nos preços dos imóveis e aumento das taxas de financiamento, começam a surgir em meados de 2004. Nesse sentido, os gráficos 3 e 4 mostram o corte na taxa de juros dos *federal funds*, a partir de 2000, acompanha a queda acentuada na produção industrial e a elevação da taxa de desemprego. Quando o desemprego continua em níveis elevados e coincide com o aumento da inflação – mesmo que discreta – os juros começam a ter alta.

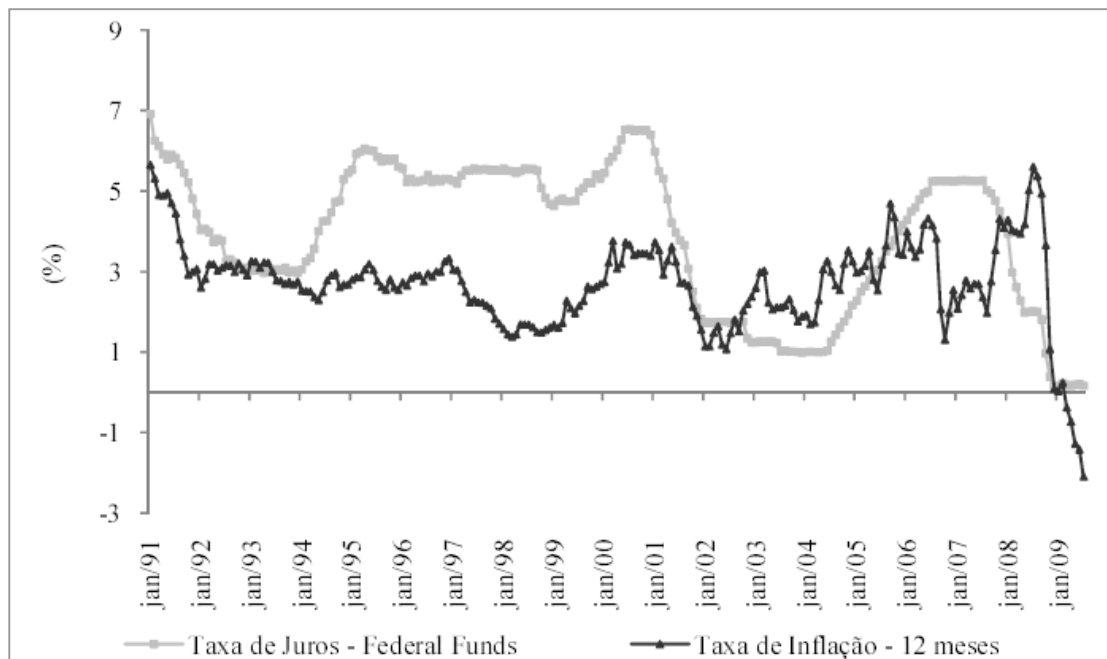
[5] – O FOMC é o comitê do Fed responsável pela as operações *open market* e pela definição da meta da taxa de juros para os títulos federais. É organizado por 12 membros, sendo sete membros do *Board of Governors*, o presidente do Fed e mais quatro presidentes dos onze *Federal Reserve Banks* regionais – que se reservam e participam das reuniões do FOMC por um ano.

Taxa de desemprego e taxa de juros dos Federal Funds (efetiva) – janeiro de 1991 a fevereiro de 2009



Fonte: Bullio et al. (2009)

Taxa de inflação (Consumer Price Index) e Taxa de juros dos Federal Funds (efetiva) – janeiro de 1991 a fevereiro de 2009



Fonte: Bullio et al. (2009)

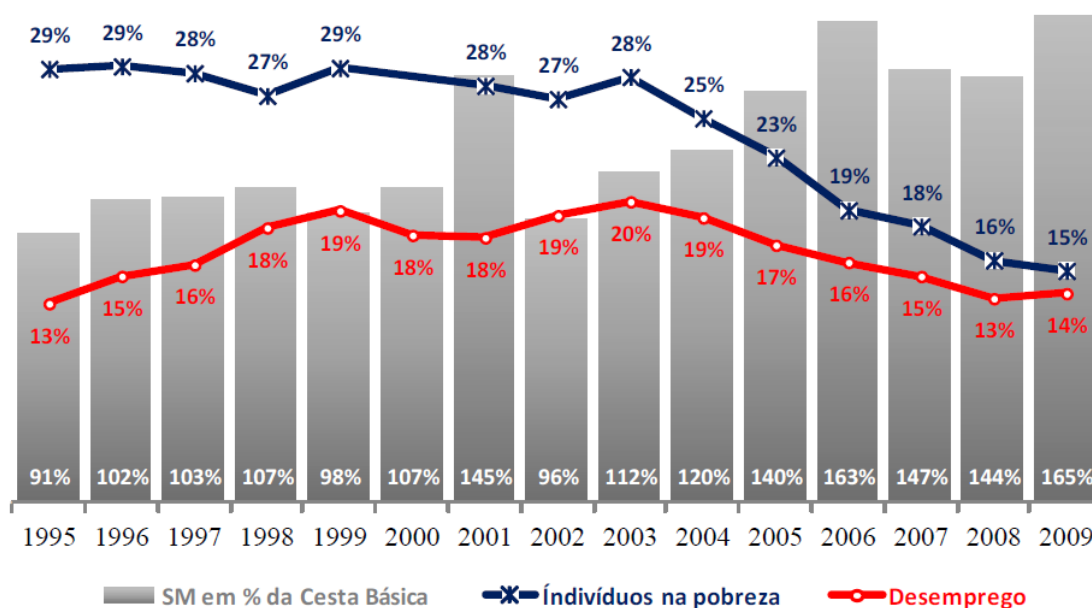
2.4. Mercado Brasileiro

O Brasil vem sofrendo drásticas mudanças econômicas desde a implementação do Plano Real em 1994. A desigualdade de renda, observada pelo índice de Gini tem sofrido uma redução considerável, no qual houve uma

aceleração da velocidade a partir de 2003. Isso pode ser explicado por diversos fatores, nos quais podem ser citados:

- Inflação passa definitivamente a exibir apenas um dígito a partir de 1996;
- Um expressivo aumento no volume de recursos e no grau de focalização das políticas de transferência implementadas pelo governo, como pode ser citado os programas Bolsa Família e Minha Casa, Minha Vida;
- Crescimento do poder de compra através do salário mínimo, no qual houve sucessivos aumentos reais. Em 1995, o salário mínimo correspondia a 91% do custo de uma cesta-básica, em 2009 esse percentual era de 165%, vide gráfico 5. Importante ressaltar que toda vez que o salário mínimo aumenta, os efeitos são sentidos não apenas pelos trabalhadores ativos, mas também pelos pensionistas, por parte dos beneficiários dos programas governamentais de assistência social e pelos aposentados;
- Após 2003 a taxa de desemprego se reduziu consistentemente, vide gráfico 5;
- A economia brasileira apresentou um crescimento médio do PIB de 3,3% entre 1994 e 2008;

Gráfico 5: Salário Mínimo¹, Pobreza² e Desemprego³



Fonte: Leister (2011).

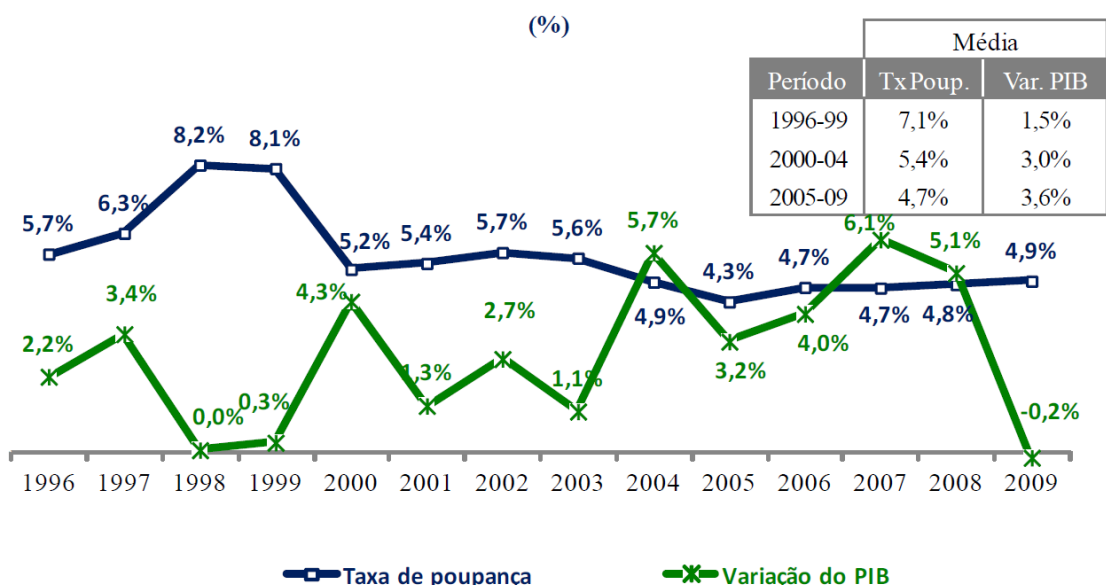
(1) Salário Mínimo em % da Cesta Básica fim de período.

(2) Indivíduo que pertence à Classe E. Em valores de 2009, a renda domiciliar total de uma família da Classe E era de R\$ 705,00.

(3) Taxa de Desemprego – RMSD. Inclui desemprego aberto e desemprego oculto.

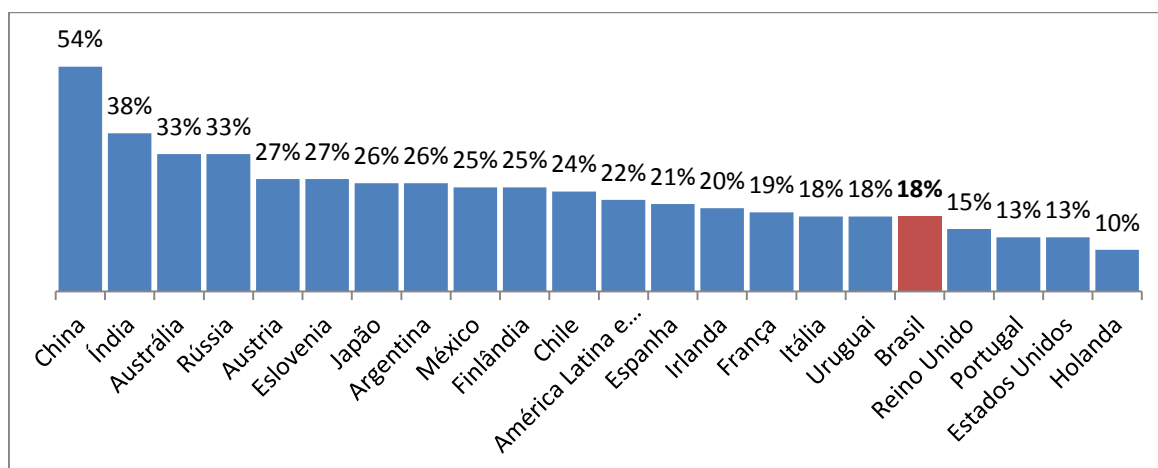
Apesar de todas essas mudanças que vem ocorrendo no Brasil, o nível de poupança reduziu desde a liberalização financeira da economia brasileira no final dos anos 1980. Pode-se perceber pelo gráfico 6, que a média da poupança bruta no final da década de 1990 era 7,1% do PIB, dez anos depois essa média diminuiu para 4,7%. Isso pode ser explicado por elementos além do econômico, o qual tem o peso marcado pelo imediatismo, muito influenciado pela memória de alta inflação carregada pelos agentes econômicos locais. O baixo nível da taxa de poupança brasileira é observado mesmo quando se compara a poupança bruta de todos os agentes com seus pares internacionais. O gráfico 7 mostra que o Brasil apresenta a pior taxa de poupança bruta quando comparado aos BRIC's, apenas 18% do PNB enquanto o segundo pior exibe 33% (Rússia).

Gráfico 6: Taxa de poupança bruta das famílias (% do PIB) e Variação do PIB (%)



Fonte: Leister (2011).

Gráfico 7: Taxa de Poupança Bruta (% do PNB)



Fonte: Leister (2011).

A partir dos anos 1950, começou a originar crises ou as chamadas flutuações cíclicas endógenas, isto é, passam a ter sua origem internamente na economia brasileira, embora pudessem ser também reflexos das crises internacionais. Isso começou a ocorrer quando o capital industrial já era claramente dominante, quando a esfera da produção já está firmemente inserida no modo capitalista de produção.

A primeira crise que ocorre na economia brasileira é a de 1962-66, com seu auge em 1965. A segunda passa a ocorrer a partir de 1974, após o fim do “milagre econômico” 1967-1973. A taxa de crescimento adquiriu uma queda vertical em ambas as crises. Entre 1962 e 1966, o aumento da renda fica próximo de zero; já a partir de 1974, a taxa de crescimento volta a cair

substancialmente, porém a manutenção das despesas do Estado, inicialmente através do programa do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), o qual usufruiu altas taxas de crescimento para a indústria de bens de capital, permitiu que o nível de atividade econômica se mantivesse em um nível razoável, embora bem inferior ao período anterior. A severa contenção dos investimentos públicos e a redução dos investimentos governamentais, a partir de meados de 1980, entretanto, agravam a situação, de forma que em 1981 as elevadas taxas de desemprego e redução da produção industrial indicaram que o país entrou numa grave recessão.

Em ambos os casos, o fluxo de capital interrompeu-se parcialmente porque as empresas decidiram investir menos e entesourar mais. Essa redução pode ser explicada, em parte, pela própria dinâmica cíclica do sistema capitalista. Os crescimentos dos investimentos e dos lucros haviam superado a velocidade do crescimento dos salários, de forma que a partir de certo momento o consumo não acompanhou a produção de bens de consumo.

A solidez que foi construída no Sistema Financeiro Nacional (SFN) ao longo do tempo através dos enfrentamentos de vários eventos passados – fragilidade dos bancos quando o fim das receitas inflacionárias e as respostas criadas via PROER e PROES, criação do FGC e a adesão obrigatória a ele por parte das instituições que querem atuar no SFN, a crise dos Tigres Asiáticos e a Crise da Rússia – permitiu que o Brasil saísse da crise de 2008 com rapidez e ganhasse destaque na economia internacional.

Outros fatores relevantes para que não fosse afetado de tal forma como os países do Velho Continente e Norte-Americanos foram a criação do atual Sistema de Informações de Crédito (SCR) e adesão ao acordo de Basiléia. O acordo de Basiléia exige uma alocação de capital regulatório^[6] da ordem de 8%, já aqui no país se exige um patamar de 11%, de acordo com a circular do BCB 2.784/97. Alinhado a isso existe a Resolução CMN 2.099/94, o qual estabelece que a observância dos limites de patrimônio é condição indispensável ao funcionamento das instituições financeiras e determina as penalidades aplicáveis às instituições irregulares, desde a limitação da distribuição de resultados até a liquidação.

[6] – Capital regulatório é o montante de capital próprio alocado para cobertura de riscos, considerando os parâmetros definidos pelo regulador.

A economia brasileira apresentou um significativo aumento do indicador de crédito PF/PIB nos últimos anos e chegou a atingir um patamar comparável a algumas economias desenvolvidas. O gráfico 8 mostra que a inadimplência está sobre controle, sendo o último ponto da série histórica o mesmo patamar que o início da série, quando a razão crédito PF/PIB era consideravelmente menor.

É evidente que esses números favoráveis sobre a inadimplência têm sido favorecidos pelo crescimento da renda e do emprego nos últimos anos. O nível de endividamento das famílias brasileiras pode ser considerado baixo para padrões internacionais. Segundo o Índice de Expectativas das Famílias (IEF), divulgado pelo IPEA em 2010, apenas 9,3% dos pesquisados afirmaram estar muito endividados, enquanto cerca de 73% afirmaram estar pouco endividados ou não terem dívidas. Entretanto, as famílias brasileiras poupam pouco, resultando numa capacidade de pagamento muito pouco flexível para casos mais adversos, dado visto que o IEF aponta que 35,9% das famílias não têm condições de pagar contas atrasadas, 41,8% só podem pagar parte delas e 21% têm plenas condições de arcar com as dívidas em atraso.

Outro ponto a ser ressaltado são o percentual de famílias endividadas e o grau de comprometimento da renda. Em 2003 o endividamento desses agentes eram cerca de 18%, já no início de 2011 o indicador chegou a 43,6%. Para o mesmo período o comprometimento da renda saiu de 18% para atingir 26,2%^[7].

O PIB do setor da construção civil começa a apresentar um aquecimento consistente a partir de 2004. Como mostra o gráfico 9, entre 2000 e 2003 o crescimento do setor sempre foi abaixo do PIB (média de -1,38%, contra 2,36% da economia), sendo que esse cenário muda completamente entre 2004 e 2010, cuja a construção civil apresenta performance acima da economia como um todo (5% de média contra 4,4%). Em 2009 o setor sente mais forte os reflexos da crise financeira internacional, porém exibe recuperação significativa em 2010.

Para entender a dinâmica do mercado imobiliário brasileiro é necessário ter compreensão do mercado de crédito imobiliário do Brasil. As instituições públicas são as grandes provedoras de crédito para o financiamento imobiliário brasileiro. A estrutura do sistema está baseada em três pilares: o Sistema

[7] – Dados retirados do IBGE e BCB.

Financeiro Habitacional (SFH), o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). A função de orientar, disciplinar e controlar o SFH cabe ao Conselho Monetário Nacional (CMN); e fiscalizar as instituições que compõem o SFH e a elaboração de normas pertinentes aos depósitos de poupança cabe ao BCB. As fontes de recursos do SFH dividem-se em: poupança compulsória proveniente dos recursos do FGTS e a poupança voluntária proveniente dos depósitos de poupança do SBPE.

Um dado interessante que ressalta a importância das instituições públicas no mercado imobiliário brasileiro é a alta concentração dos financiamentos imobiliários realizados pela Caixa Econômica Federal (CEF). De acordo com o Ministério da Fazenda, a CAIXA representou 73% das contratações do mercado imobiliário em 2009. Essa alta concentração de crédito direcionado, ainda mais por uma única instituição, no mercado de crédito imobiliário do Brasil é uma das principais críticas dos bancos privados e por defensores da política liberal.

O impacto da crise internacional foi imediato no mercado brasileiro, com repercussões no lado real da economia, dado que os bancos comerciais aumentaram sua preferência por liquidez, reduzindo o volume de crédito concedido e aumentando seus *spreads*. Isso trouxe uma redução significativa no consumo de bens duráveis e desaquecimento dos investimentos.

Essa situação levou ao governo brasileiro adotar medidas políticas econômicas de “última instância”, principalmente monetárias e fiscais, objetivando atenuar os impactos das crises sobre a produção, taxa de emprego e a renda da economia. Ressaltam-se:

- Desoneração de impostos do ramo automobilístico, isentando-o o IPI para estimular as vendas e, conseqüentemente, a produção;
- Redução das alíquotas de reservas compulsórias, visando estimular a concessão de crédito;
- Subsídios à construção civil, estimulando um dos setores mais dinâmicos e multiplicadores de gastos da economia brasileira;
- Cortes sucessivos nas taxas básicas de juros para estimular novos investimentos;

Capítulo 3 – Dados Utilizados

Neste estudo sobre bolhas no setor imobiliário foram utilizados dados do IBGE, IPEA, Secovi, FipeZap e BCB, através da pesquisa documental. A seguir serão explicitadas a história de cada instituição e o método de pesquisa que são realizados para gerar os dados.

Durante o período imperial, um único órgão era responsável pelas atividades estatísticas do país era a Diretoria Geral de Estatísticas, criada em 1871. Depois da implementação do registro civil de nascimentos, casamentos e óbitos, o governo sentiu a necessidade de ampliar as atividades. Ao longo do tempo, o órgão responsável pela estatística mudou de nome e de funções algumas vezes até 1934, quando foi extinto o Departamento Nacional de Estatística, cujas atribuições passaram a ser exercidas pelos ministérios competentes.

A aparente carência de um órgão capacitado a articular e coordenar pesquisas estatísticas, unificando a ação dos serviços especializados no país, favoreceu a criação do Instituto Nacional de Estatísticas (INE), o qual iniciou suas atividades em maio de 1936. Logo no ano seguinte, foi instituído o Conselho Brasileiro de Geografia, incorporado ao INE, que passou a se chamar Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Desde então, a missão do IBGE é de identificar e analisar o território, contar a população, mostrar como a economia evolui através do trabalho e da produção das pessoas.

O Sistema IBGE de Recuperação Automática (SIDRA) visa facilitar à sociedade em geral e os administradores públicos, via internet, a obtenção gratuita dos dados agregados de estudos e pesquisas realizados pelo IBGE. O SIDRA disponibiliza dados por níveis territoriais desagregados, como município, distrito e bairro, de modo a facilitar o conhecimento da realidade municipal e possibilita consultar dados na forma de séries temporais, acompanhando seu comportamento ao longo do tempo.

De acordo com o sítio do IBGE, o sistema permite ao usuário:

- consulta universal através de navegador (browser) pela internet;
- pesquisa por palavra-chave, temas, etc;
- personalização das formas de apresentação das tabelas;
- visualização da tabela ou geração em arquivo;
- geração de gráficos a partir dos dados tabulares;

- envio de dados por e-mail a partir de agendamentos;
- visualização espacial dos dados através da geração de cartogramas;
- recuperação de séries temporais;
- funcionamento integral durante todos os dias da semana;
- facilidade de reprodução por qualquer órgão da administração pública que queira adotar uma estratégia tabular para a disseminação de seus dados agregados pela internet ou intranet.

Atualmente estão disponíveis planos tabulares de 33 pesquisas, totalizando quase 600 milhões de dados agregados. O processo de disponibilização de novos dados é contínuo, o que faz com que cresça, ao longo do tempo, a cobertura das informações passíveis de serem extraídas a partir destes dados.

O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) é uma fundação pública federal vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República. O IPEA tem como objetivo realizar pesquisas, estudos econômicos e sociais e disseminar o resultado, dar apoio técnico e institucional ao governo na avaliação, formulação e acompanhamento de planos, programas e políticas públicas de desenvolvimento. Os principais focos das pesquisas são: análise e diagnóstico dos problemas estruturais e conjunturais da economia e sociedade brasileira; fornecimento de subsídios técnicos para a formulação de políticas públicas, para a preparação de planos e programas de governo; capacitação técnica e institucional para o aperfeiçoamento das atividades de planejamento, avaliação, gestão e disponibilização de sistemas de informação e disseminação de conhecimentos referentes às suas áreas de competência; análise e avaliação de políticas públicas, programas e ações governamentais; estudos prospectivos de médio e longo prazo; pesquisas destinadas ao conhecimento dos processos econômicos e sociais brasileiros. Os trabalhos são divulgados para a sociedade por meio de diversas publicações e seminários e, mais recentemente, via programa semanal de TV em canal fechado.

O Ipeadata é uma base de dados macroeconômicos, regionais e sociais do Brasil mantida pelo IPEA. O acesso é gratuito, disponibilizando um catálogo de séries e fontes, dicionários de conceitos econômicos, históricos das alterações da moeda nacional, e dicas sobre métodos e fontes utilizadas. O

sistema possibilita pesquisar e extrair dados por fontes, tema ou nome da série; construir tabelas, gráficos e mapas; e realizar operações matemáticas e estatísticas. O Ipeadata permite exportar dados, tabelas, gráficos e mapas para editores como Excel e Word.

O Ipeadata Macroeconômico é a base de dados econômicos e financeiros mantida pelo IPEA incluindo séries estatísticas da economia brasileira e dos aspectos que lhe são pertinentes da economia internacional. Os dados são atualizados e documentados de forma sistemática e apresentados na mesma unidade monetária. O Ipeadata Regional é a base de dados demográficos, econômicos e geográficos para as regiões, estados e municípios brasileiros, o qual teve início no Censo Demográfico de 1872. Ambas as unidades de medida são padronizadas e consistentes, sendo as séries em valores nominais, sempre que possível expressas em uma mesma moeda – reais (R\$) para séries correntes, mil-réis para séries históricas e dólares ou libras esterlinas para séries em moedas estrangeiras – e em valores reais ou deflacionados expressas a preço do período mais recente, exceto quando há indicação explícita.

Ipeadata Social é a base de dados e indicadores sociais abrangendo temas diversos, como nível de renda per capita, desigualdade na distribuição de renda dos indivíduos e domicílios, desempenho educacional, condições de saúde e habitação, inserção no mercado de trabalho, situação dos direitos humanos da população, entre outros. Sempre que possível, apresentam-se séries históricas de periodicidade mensal, anual e decenal para o país, grandes regiões, estados, regiões metropolitanas, desagregadas segundo a localização rural ou urbana dos domicílios, cortes etários, níveis de desempenho educacional, anos de escolaridade, sexo e cor dos indivíduos. Complementam essas séries os dados de municípios e suas Áreas Mínimas Comparáveis (AMC), bacias e sub-bacias hidrográficas ou regiões administrativas disponíveis no Ipeadata Regional.

O Banco Central do Brasil (BCB) foi criado no dia 31 de dezembro de 1964, com a promulgação da Lei nº 4.595, e pela transformação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) em autarquia federal. As atribuições, competências, composição da Diretoria e outros aspectos específicos do Banco Central foram estabelecidos pelo Capítulo II, arts. 8º a

16, da citada Lei nº 4.595/64. No período de 1965 a 1969, os diretores do Banco Central eram escolhidos entre os membros nomeados do CMN. Em 1974, os diretores do BCB passam a ser nomeados pelo Presidente da República, além disto, deixam de ser membros do CMN, participando das reuniões do conselho sem direito de voto. No ano de 1985, a composição da Diretoria altera para 9 membros (1 presidente e 8 diretores), o qual está em vigor atualmente.

Segundo o sítio do Banco Central, as atribuições do mesmo são:

- emitir papel-moeda e moeda metálica;
- executar os serviços do meio circulante;
- receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias;
- realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras;
- regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- exercer o controle de crédito;
- exercer a fiscalização das instituições financeiras;
- autorizar o funcionamento das instituições financeiras;
- estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras;
- vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais;
- controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país.

Desde o início do século XX, já se tinha a consciência, no Brasil, da necessidade de surgir um “banco dos bancos” com poderes de exercer o papel de banqueiro do Estado, além de emitir papel-moeda com exclusividade. A primeira tentativa foi com a criação do Banco do Brasil, porém foi organizado com funções de banco central misto, onde exercia o papel de bancos de depósitos, desconto e emissão. Além disso, era encarregado da venda de produtos privativos da administração e contratos reais. Esse duplo papel exercido pelo Banco do Brasil é colocado como um dos principais motivos da longa demora da criação de um banco central propriamente dito no país.

Até 1945, não existia nenhuma organização institucional para o controle da oferta de moeda, sendo todas as funções exercidas somente pelo Banco do Brasil. Nesse ano, o governo de Getúlio Vargas decidiu criar a Sumoc, o qual tinha a função de exercer o controle sobre o mercado financeiro e de combater a inflação que ameaçava o país, além de preparar o cenário para a criação de um banco central. A Sumoc tinha a responsabilidade de fixar os percentuais de reservas obrigatórias dos bancos comerciais, as taxas do redesconto e da assistência financeira de liquidez, bem como os juros sobre depósitos bancários. Além disso, supervisionava a atuação dos bancos comerciais, orientava a política cambial e representava o País junto a organismos internacionais.

Após a criação do BCB buscou-se, primeiramente, desempenhar o papel de “banco dos bancos”. Somente em 1985 foram separadas as contas e funções do Banco Central, Banco do Brasil e Tesouro Nacional através do reordenamento financeiro governamental. O processo de reordenamento durou até 1988, quando as funções de autoridades monetárias foram transferidas progressivamente do Banco do Brasil para o Banco Central, e as atividades relacionadas ao fomento e à administração da dívida pública federal foram transferidas para o Tesouro Nacional.

O Secovi-DF foi constituído para fins de estudo, coordenação e proteção legal da categoria econômica e comércio imobiliário. Foi reconhecido pela Carta Sindical e Ministério do Trabalho no mês de junho de 1988. O Secovi-DF representa as imobiliárias, incorporadoras, administradoras de imóveis e as empresas de compra e venda de imóveis.

As funções do Secovi-DF abrange representar frente aos órgãos e autoridades administrativas e judiciárias os interesses da categoria; participar de negociações coletivas e celebrar convenções e acordos de trabalho; eleger ou designar os representantes da categoria junto aos órgãos públicos e privados; instaurar e promover defesa nos dissídios coletivos de trabalho; colaborar com o Estado, como órgão técnico e consultivo, no estudo das soluções dos problemas que se relacionem com os interesses da categoria, além de promover congressos, seminários, conferências, cursos e palestras relacionadas com o exercício da categoria, visando sempre o crescimento profissional e excelência da categoria.

O Secovi-DF apresenta boletim mensal e anual para o público – principalmente estudantes, imobiliárias, corretores, pesquisadores, investidores e interessados na compra, venda ou aluguel – com o objetivo de ser insumo para pesquisa e análise da conjuntura do mercado imobiliário do Distrito Federal. Apresentam dados de uma exposição do cenário macroeconômico, além de informações relevantes para facilitar a compreensão do contexto imobiliário do Distrito Federal. No boletim encontram-se as séries históricas, promovendo comparações temporais para cada tipo de imóvel.

O Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo (FEA – USP) criou a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) em 1973, uma entidade de direito privado, sem fins lucrativos, com objetivo de realizar pesquisas e ensino na área de atuação. A Fipe tem o propósito de contribuir para o debate dos problemas econômicos e sociais do país; a formulação de políticas econômicas e outras políticas públicas; a avaliação da importância dessas políticas para o crescimento sustentável da economia brasileira, o fortalecimento do sistema produtivo, o aumento da competitividade do país, a melhor distribuição da renda e a eliminação da pobreza. Isso é realizado através do estudo dos fenômenos econômicos e sociais com base no instrumento teórico e metodológico da Economia.

A Fipe buscava desenvolver um índice que permita acompanhar a evolução dos preços do mercado imobiliário. Para este objetivo, a Fipe firmou uma parceria com a ZAP, um portal de classificados na internet. O Zap possui uma gama de anúncios, sendo no caso de imóveis, são quase 200 mil a cada mês. Com esses dados, a Fipe se responsabilizou pelo desenvolvimento da metodologia que resultou no “Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados”. Os dados são de anúncios de imóveis porque, apesar da fonte possuir uma óbvia distância entre o preço ofertado e o preço de fato transacionado, pode-se adotar a hipótese de que pelo menos no médio e longo prazo a evolução dos preços de ambos tenham tendências semelhantes, podendo ser considerado como um indicador confiável do mercado imobiliário.

Inicialmente, calculam-se sete índices regionais que acompanham a variação no preço do metro quadrado de apartamentos residenciais usados. Essas regiões contempladas são os municípios de Belo Horizonte, Fortaleza,

Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo e o Distrito Federal. Os índices são divididos em sub-índices que acompanham o comportamento dos preços de acordo com o número de dormitórios do imóvel – um, dois, três e quatro ou mais. O Índice FipeZap utiliza como fonte de dados os anúncios de venda ou locação de apartamentos prontos cadastrados no sítio Zap Imóveis^[8]. Os dados são coletados e armazenados diariamente desde dezembro de 2007.

[8] – <http://www.zap.com.br/imoveis>

Capítulo 4 – Oferta e Demanda do Distrito Federal

Após entender melhor sobre o mercado imobiliário e a situação macroeconômica do Brasil, apresentado na seção 3.4 deste estudo, resta abordar mais especificamente sobre o Distrito Federal e a possível formação de bolha no mercado imobiliário.

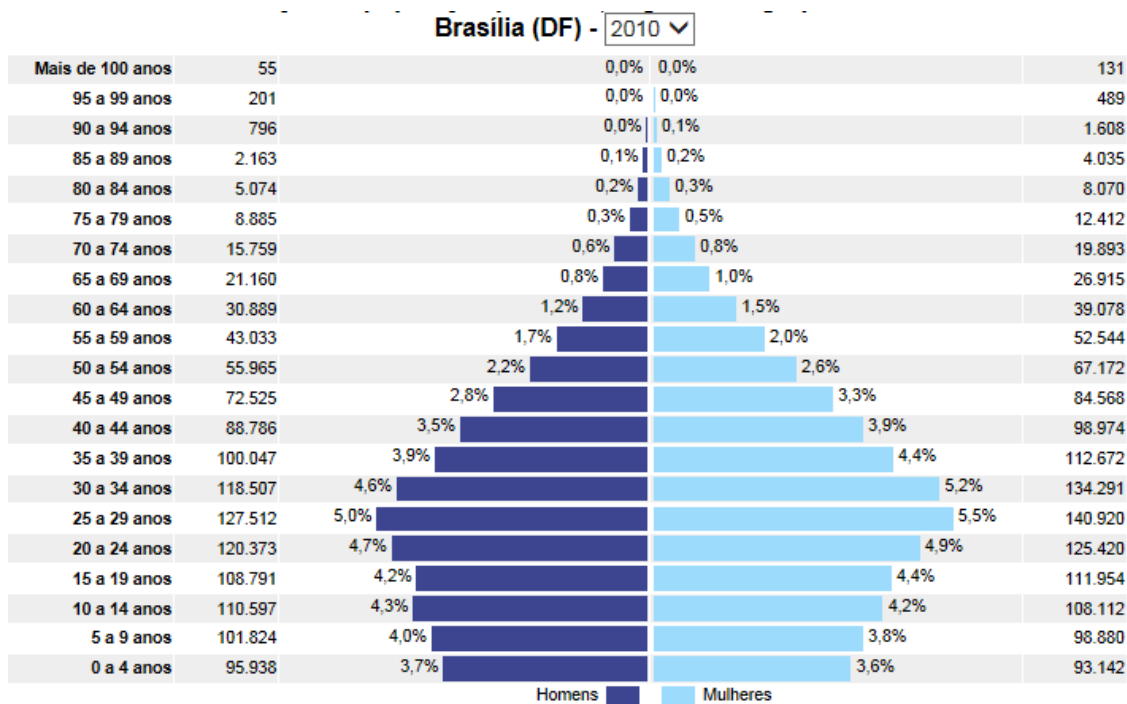
De acordo com IBGE (2012), o Distrito Federal teve uma participação de 4% no PIB do país em 2010 contra 3,8% em 2002, sendo o oitavo com maior participação. O PIB do Distrito Federal foi registrado de R\$ 149.906 bilhões de reais com uma população de 2.562 milhões de habitantes, sendo o maior PIB *per capita* brasileiro, R\$ 58.489,46, isso representou quase três vezes a média brasileira, R\$ 19.766,33, e quase o dobro registrado em São Paulo, R\$ 30.243,17, segundo maior do Brasil.

O Censo Demográfico de 2010, realizado pelo IBGE, mostram alguns fatores particulares para a região do DF. Um fator relevante para ser analisado é a pirâmide etária, o qual indica uma concentração significativa da população entre 15 e 40 anos, representando mais de 45% da população do DF. Isso significa que há uma grande parcela da população economicamente ativa, o qual explica em parte o bom desempenho da atividade econômica local. No Censo Demográfico de 2000, essa concentração entre 15 e 40 anos representava um pouco mais de 40% da população do DF. A figura 2 mostra a pirâmide etária do DF, baseado no Censo de 2010.

Ainda sobre o aspecto demográfico, o Censo aponta a grande concentração da população na área urbana do DF, sendo que 96% da população moram em área urbana, contra a média de 84% da população brasileira. Isso é importante para a valorização do mercado imobiliário. Outro ponto particular foi o crescimento em cerca de 25% da população em 10 anos.

De acordo com a Pesquisa de Emprego e Desemprego (PED) no DF, o nível ocupacional, em 2012, aumentou em 3,3% no DF em relação a 2011. A pesquisa apresentou que 22,4% dos funcionários do DF eram de composta por funcionários públicos no ano de 2012, o qual torna-se um fator relevante para o mercado imobiliário da região, pois se for levado em conta que a maioria das transações imobiliárias são realizadas através de financiamentos, e os funcionários públicos possuem taxas diferenciadas para tomar crédito e financiar por causa da maior estabilidade financeira.

Figura 2: Distribuição da população por sexo, segundo os grupos de idade.

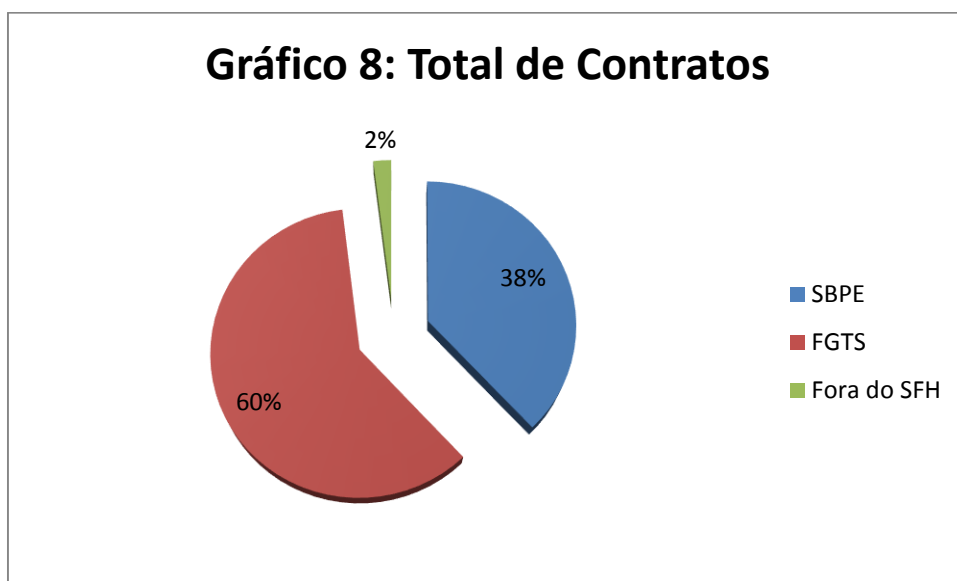


Fonte: IBGE (2010)

A Abecip registrou um aumento da captação líquida da SPBE desde 2011 no Brasil, quando houve uma significativa queda. Em 2013, o índice revelou uma capacitação líquida de 13,97%, sendo o segundo maior índice da última década, perdendo somente para o ano de 2007, que apresentou 17,61%. O FGTS apresentou forte crescimento de arrecadação líquida desde 2007, quando passou de R\$ 3,3 bilhões para R\$ 18,0 bilhões em 2012, representando um crescimento de 18,3%. Além do mais, o FGTS é a fonte mais utilizada para financiamento imobiliário no Brasil, sendo seguido pela poupança SBPE e depois por outros recursos. O gráfico 8 resume como está concentrada a distribuição dos contratos.

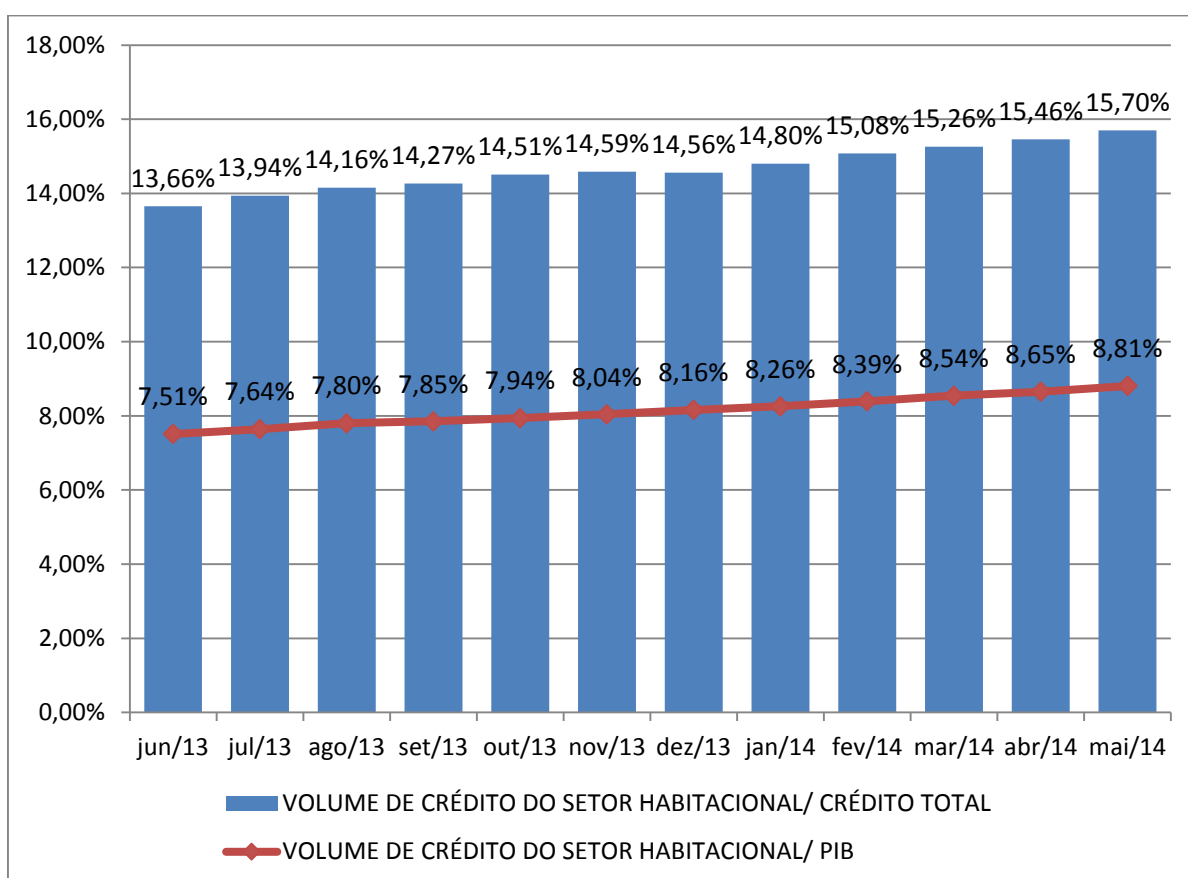
O volume de crédito do setor habitacional em relação ao crédito total mantém-se em constante expansão nos últimos 12 meses, saindo de 13,66% em junho de 2013 para 15,70% em maio de 2014. A relação crédito habitacional/ PIB apresentou um crescimento em relação ao mesmo período, saindo de 7,51% em junho de 2013 para 8,81% em maio de 2014, logo um crescimento de 1,30 pontos percentuais. Além do mais, a taxa de inadimplência do crédito imobiliário está reduzindo nos últimos anos, sendo que em 2005 era de 5,84% e passou para 1,53% em 2012. Isso é um fator extremamente relevante para o setor imobiliário, via que o crédito para o setor está

aumentando, a taxa de inadimplência está decrescendo e a relação crédito habitacional/ PIB apresenta uma das menores taxas comparada com países desenvolvidos, ou seja, ainda poderia crescer com relativa despreocupação.



Fonte: Abecip; Caixa Econômica Federal. Elaboração: Própria.

Gráfico 9: Volume de Crédito do Setor Habitacional/ Crédito Total x Volume de Crédito do Setor Habitacional/ PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: Própria.

De acordo com o boletim do Secovi-DF, a amostra dos imóveis para comercialização do Distrito Federal obteve uma leve queda nos últimos seis meses, saindo de 35.819 unidades imobiliárias em novembro de 2013 para 35.293 em abril de 2014. Os imóveis residenciais representam 92,8% e os comerciais 7,2% do total da amostra. Os apartamentos de 2 dormitórios foram os maiores representantes, seguido por apartamento de 3 dormitórios. Os *lofts* e as casas de condomínios com 2 dormitórios representaram as categorias com menor participação, com 0,3% e 0,9% respectivamente. A tabela 2 faz um resumo de todas essas informações.

Tabela II - Oferta de imóveis para comercialização no DF

Tipo	Ofertas	Participação	Preço Mínimo	Preço Mediano	Preço Máximo
Residencial	25.549	92,8%			
Apart Hotel	640	2,3%	241.484	427.920	800.000
Loft	80	3,0%	251.500	398.720	1.015.000
Quitinete	1128	4,1%	120.000	235.000	370.000
Apartamento de 1 dormitório	2772	10,1%	139.000	239.998	618.000
Apartamento de 2 dormitórios	6121	22,2%	170.000	334.782	850.000
Apartamento de 3 dormitórios	6090	22,1%	265.000	550.000	1.556.870
Apartamento de 4 dormitórios	2633	9,6%	550.000	1.250.000	3.529.022
Casa 2 dormitórios	458	1,7%	108.000	249.500	920.000
Casa 3 dormitórios	1424	5,2%	168.000	450.000	1.320.000
Casa 4 dormitórios	1515	5,5%	350.000	1.269.000	4.400.000
Casa Condomínio 2 dormitórios	253	0,9%	195.000	370.000	949.999
Casa Condomínio 3 dormitórios	1267	4,6%	300.000	550.000	1.200.000
Casa Condomínio 4 dormitórios	1168	4,2%	420.011	850.000	2.300.000
Comercial	1.968	7,2%			
Loja	689	2,5%	110.000	500.000	2.800.000
Sala Comercial	1279	4,6%	168.000	349.000	2.296.000
TOTAL	27.517	100,0%			

Fonte: Secovi-DF. Elaboração: Própria.

O Distrito Federal possui o segundo maior valor do m² do Brasil, só atrás do Rio de Janeiro. O Índice FipeZap mostrou que a média do preço na capital foi de 8.136 reais em maio de 2014. Os maiores valores registrados ocorreram na Asa Sul nas quitinetes e nos apartamentos de 1 quarto, que chegam a R\$ 11.852 e R\$ 11.538 por m². Na categoria de casas, a Asa Sul também foi a que registrou o maior valor, sendo de R\$ 5.789. A tabela 3 consolida essas informações e apresenta de outras localizações do DF.

Tabela III - Mediana do preço de venda e mediana do preço médio por metro quadrado, discriminados por tipo de imóvel em Brasília, R\$

Bairro	Perfil do imóvel	Valor Mediano	Valor/m ² mediano
Asa Norte	Quitinete	240.000	8.062
	Apartamento 1 dormitório	361.500	9.401
	Apartamento 2 dormitórios	580.000	9.143
	Apartamento 3 dormitórios	960.000	8.762
	Apartamento 4 dormitórios	1.880.000	10.000
Asa Sul	Quitinete	340.000	11.852
	Apartamento 1 dormitório	497.500	11.538
	Apartamento 2 dormitórios	560.000	8.261
	Apartamento 3 dormitórios	1.050.000	8.519
	Apartamento 4 dormitórios	2.700.000	10.830
	Casa 3 dormitórios	880.000	5.789
	Casa 4 dormitórios	1.300.000	5.309
Sudoeste	Quitinete	240.000	8.215
	Loft	560.000	9.882
	Apartamento 1 dormitório	413.500	9.225
	Apartamento 2 dormitórios	530.000	8.413
	Apartamento 3 dormitórios	980.000	9.800
	Apartamento 4 dormitórios	1.920.000	10.316
Lago Norte	Quitinete	250.000	7.619
	Loft	490.000	79.000
	Apartamento 1 dormitório	460.000	8.159
	Apartamento 2 dormitórios	485.000	8.039
	Apartamento 3 dormitórios	920.000	8.475
	Casa 3 dormitórios	1.350.000	4.143
	Casa 4 dormitórios	2.000.000	4.195
	Casa Condomínio 4 dormitórios	945.000	3.018
Lago Sul	Apartamento 2 dormitórios	270.000	3.486
	Casa 3 dormitórios	1.550.000	4.563
	Casa 4 dormitórios	2.500.000	5.111
	Casa Condomínio 2 dormitórios	427.500	3.571
	Casa Condomínio 3 dormitórios	690.000	2.889
	Casa Condomínio 4 dormitórios	975.000	2.876

Fonte: Secovi-DF. Elaboração: Própria.

Já na categoria de imóveis comerciais, o maior valor registrado do m² foi em Brasília para as salas comerciais, chegando a R\$ 10.652 e o menor valor em Samambaia, R\$ 6.099. Para as lojas, o Setor de Indústrias registrou o maior valor mediano enquanto o menor valor foi registrado em Vicente Pires, verificando R\$ 10.395 e R\$ 2.842 respectivamente (Tabela 4).

Tabela IV - Preço mediano e preço mediano por metro quadrado dos imóveis comerciais à venda ofertados no período, discriminados por perfil e cidades, R\$

Cidade	Perfil do imóvel	Valor Mediano	Valor/m ² mediano
Águas Claras	Loja	572.000	10.396
	Sala Comercial	270.000	7.241
Brasília	Loja	595.000	9.824
	Sala Comercial	380.000	10.652
Guará	Loja	380.000	4.394
Núcleo Bandeirante	Loja	365.000	3.378
Riacho Fundo	Loja	276.590	3.333
Samambaia	Sala Comercial	179.128	6.099
Setor de Indústria	Loja	1.146.818	10.395
	Sala Comercial	400.000	9.667
Sobradinho	Loja	170.000	2.432
Taguatinga	Loja	550.000	58.158
	Sala Comercial	267.500	7.322
Vicente Pires	Loja	150.000	2.842

Fonte: Secovi-DF. Elaboração: Própria.

O Secovi-DF criou um índice, conhecido como Índice Imobiliário Secovi-DF, com o objetivo de refletir, mês a mês, o comportamento geral dos preços de imóveis ofertados no Distrito Federal, para possibilitar uma análise do mercado de forma objetiva e fornecer bases estratégicas para a formulação de expectativas sobre o desempenho do mercado nos próximos períodos.

O Índice Imobiliário referente à comercialização obteve variação significativamente menor que em relação ao mês anterior ao atingir 0,201% em abril contra 0,923% em março. A variação acumulada no ano registrou 4,11%. No caso referente à locação, o Índice Imobiliário variou 0,255%, verificando-se uma significativa redução em relação ao mês anterior que atingiu o patamar de 1,246%. A variação acumulada no ano foi de 3,775%.

A Universidade Católica de Brasília (UCB) desenvolveu um índice para avaliar o risco de especulação imobiliária do DF a partir da inter-relação entre os preços de alugueis e de imóveis no mercado. O índice começou a ser medido em 2010 para apenas quatro áreas do DF: Águas Claras, Asa Norte, Asa Sul e Sudoeste. Atualmente, o índice abrange oito regiões: Águas Claras, Asa Norte, Asa Sul, Ceilândia, Guará, Samambaia, Sudoeste e Taguatinga Norte.

O Índice de Preços Imobiliários (IPI) verifica a existência de deslocamento entre o que se paga para comprar um imóvel (preço do imóvel) e

o retorno gerado por ele (rentabilidade do aluguel). A amostra para o cálculo é realizada uma coleta de preços de imóveis e aluguéis no *website* Wimoveis e jornais locais, sendo as características pesquisadas são de apartamentos de 2 e 3 quartos com uma suíte e uma vaga na garagem. A amostragem é realizada em 720 imóveis, 360 de preços de aluguéis e 360 de preços de venda.

A figura 3, demonstra o Índice de Preços Imobiliários do DF para o mês de abril de 2014. O indicador deve ser analisado pelo seguinte olhar: nota abaixo de 20 significa retornos anuais acima de 5%, então luz verde; nota entre 20 e 40 significa retornos anuais entre 5% e 2,5%, ou seja, luz amarela; nota acima de 40 significa retornos anuais abaixo de 2,5%, então luz vermelha. A nota do indicador é inversamente proporcional à possibilidade de formação de bolha, isto é, maior o índice, menor o retorno anual dos aluguéis. Um índice abaixo de 20 não instiga a possibilidade de bolha, um índice entre 20 e 40 é um alerta moderado da formação de bolha, um índice acima de 40 é interpretado como um forte indicador de formação de bolha.

Figura 3: Índice de Preços Imobiliários – Distrito Federal – Abril/2014

Região	2 quartos	3 quartos
Índices		
Águas Claras	18,61	21,70
Sudoeste	24,68	27,83
Asa Norte	25,18	27,21
Asa Sul	28,12	18,51
Ceilândia	19,70	33,02
Guará	20,72	25,37
Samambaia	20,26	18,71
Tag. Norte	23,92	27,83

Nota: Abaixo de 20, significa retornos anuais acima de 5%: luz verde
Entre 20 e 40, significa retornos anuais entre 5% e 2,5%: luz amarela
Acima de 40, significa retornos anuais abaixo de 2,5%: luz vermelha

Fonte: Universidade Católica de Brasília (UCB)

O Índice FipeZap tem um objetivo semelhante ao IPI, verificar um possível descompasso dos preços do m² no mercado imobiliário. Infelizmente, o cálculo para preço do aluguel é somente realizado no Rio de Janeiro e São Paulo, não possibilitando fazer uma comparação profunda com o IPI. O preço do m² de Brasília é o segundo maior do País (R\$ 8.136), como já tinha sido

mencionado anteriormente, atrás somente do Rio de Janeiro, R\$ 10.609, e logo à frente de São Paulo, R\$ 8.060. Outro ponto relevante é a variação mensal e anual do índice para os parâmetros das 7 cidades principais e 9 cidades secundárias (tabela 5). Brasília obteve uma das maiores quedas no acumulado de 2014 junto com Porto Alegre, -0,42% e -1,33% respectivamente. E possui a menor valorização no acumulado de 12 meses, 3,4%.

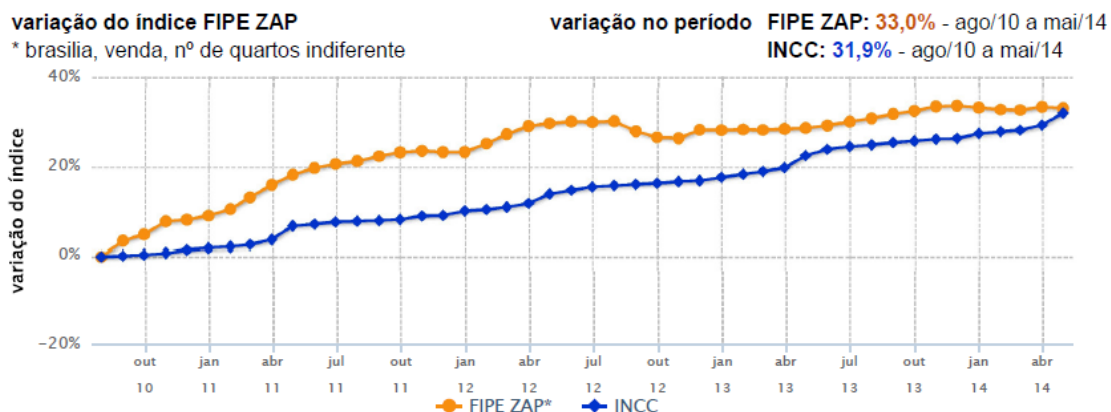
Tabela V: Variação mensal e anual dos Índices FipeZap regionais e da média nacional - Maio 2014

Região	Variação Mensal		Variação em 2014 (Acumulada no ano)	Variação anual (Últimos 12 meses)
	Maio	Abril		
Composto Nacional* (7 cidades)	0,58%	0,66%	3,42%	11,40%
Ampliado (16 cidades)	0,49%	0,49%	2,98%	11,70%
São Paulo*	0,71%	0,75%	3,59%	12,60%
Rio de Janeiro*	0,67%	0,67%	4,74%	13,60%
Belo Horizonte*	0,41%	0,25%	1,95%	6,80%
Brasília*	-0,23%	0,52%	-0,42%	3,40%
Salvador*	0,77%	0,45%	3,36%	10,50%
Fortaleza*	1,08%	1,38%	5,20%	13,40%
Recife*	0,31%	0,67%	3,62%	13,20%
Porto Alegre	0,30%	-1,35%	-1,33%	7,00%
Curitiba	-0,68%	-0,57%	-0,33%	24,30%
Florianópolis	0,07%	-0,13%	2,42%	13,30%
Vitória	1,15%	0,78%	4,23%	15,20%
Vila Velha	0,12%	0,46%	3,82%	12,00%
Santo André	-0,16%	0,63%	2,76%	10,50%
São Bernardo do Campo	-0,12%	0,66%	2,75%	8,90%
São Caetano do Sul	0,21%	0,55%	3,03%	11,40%
Niterói	0,30%	0,76%	3,90%	9,90%

Fonte: FipeZap

O Índice FipeZap também demonstra a evolução dos preços de venda de imóveis em Brasília e compara com a evolução do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC). A figura 4 explicita essa comparação para o mês de agosto de 2010 até o mês de maio de 2014, no qual há uma convergência dos dois indicadores para o mesmo patamar, sendo que o Índice FipeZap é maior que o INCC, com variação de 33% e 31,9% respectivamente.

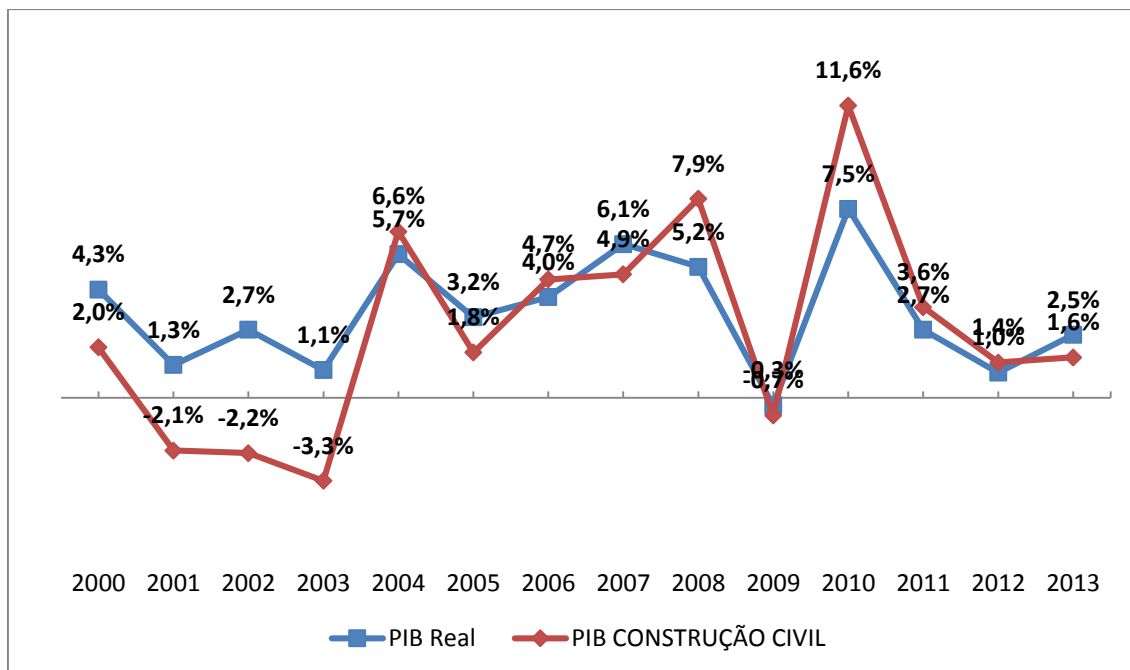
Figura 4: Variação do Índice FipeZap x INCC (agosto de 2010 a maio de 2014)



Fonte: FipeZap.

A taxa de crescimento da construção civil (PIB da construção civil) se manteve relativamente estagnada no ano de 2013, crescendo 0,2 pontos percentuais em relação a 2012. A relação entre o crescimento bruto da construção civil (PIB da construção civil) e o PIB do País é significativa, isso pode ser visto através do gráfico 10. Verifica-se um crescimento em linha dos dois indicadores na última década, sendo que o maior gap em pontos percentuais ocorreu em 2010, apresentando 4,1 pontos. A partir de 2004, o PIB da construção civil apresenta uma média maior do que o PIB da economia (4,3% contra 3,8%), no entanto entre 2000 e 2003 o crescimento da economia era, em média, maior que o crescimento da construção civil (-1,4% contra 2,4% da economia).

Gráfico 10: Variação da taxa de crescimento da construção civil (PIB da construção civil) x PIB Real

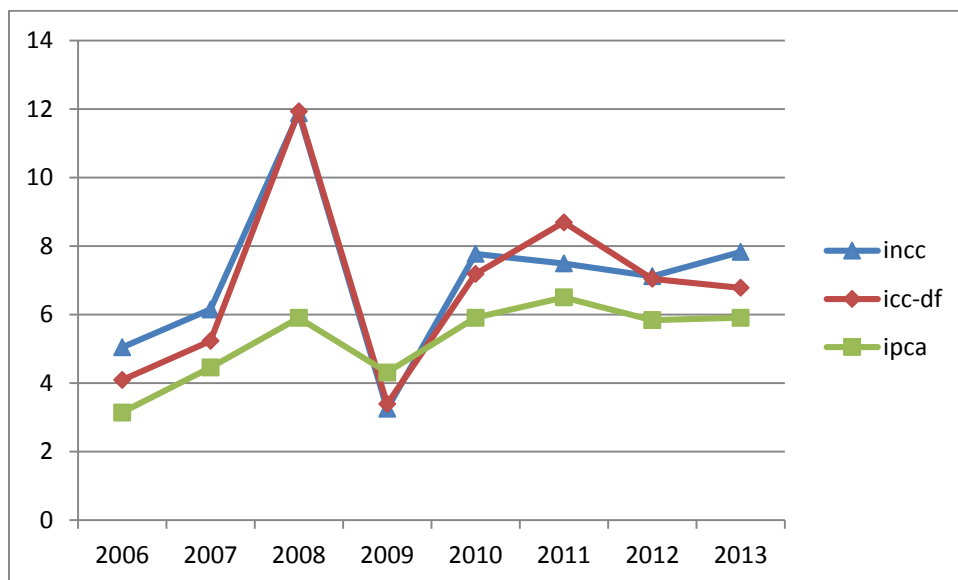


Fonte: Banco Central; CBIC. Elaboração: Própria

Com o objetivo de aferir se existe pressão sobre o custo de produção no mercado imobiliário, pode utilizar os índices para a construção civil – Índice da Construção Civil (ICC), Custo Unitário Básico (CUB) e Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) – e compará-los com o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA). O gráfico 11 demonstra a evolução a partir de 2006 para os índices: ICC, INCC e IPCA. Observa-se que o ICC e o INCC possuem valores maiores do que o IPCA na maior parte da série, com exceção para o ano de 2009, e essa diferença vem sendo mantida ao longo dos últimos anos. O ICC é calculado pelo IBGE a partir do levantamento de preços de materiais e salários pagos na construção civil para o setor de habitação. O INCC é elaborado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), calcula a evolução dos custos de construções habitacionais. Por fim, o CUB é um indicador monetário que mostra o custo básico para a construção civil, ou seja, disponibiliza o valor do m² para construir um empreendimento. Importante ressaltar que, para se obter o valor real do metro quadrado de uma obra, é importante considerar os custos adicionais além do CUB-DF/m², como por exemplo, elevadores, fundações especiais, ligações de água, luz e esgoto. Sua avaliação é feita pelo sindicato da indústria da construção civil de cada estado, no caso do DF pelo Siduscon-DF. O gráfico

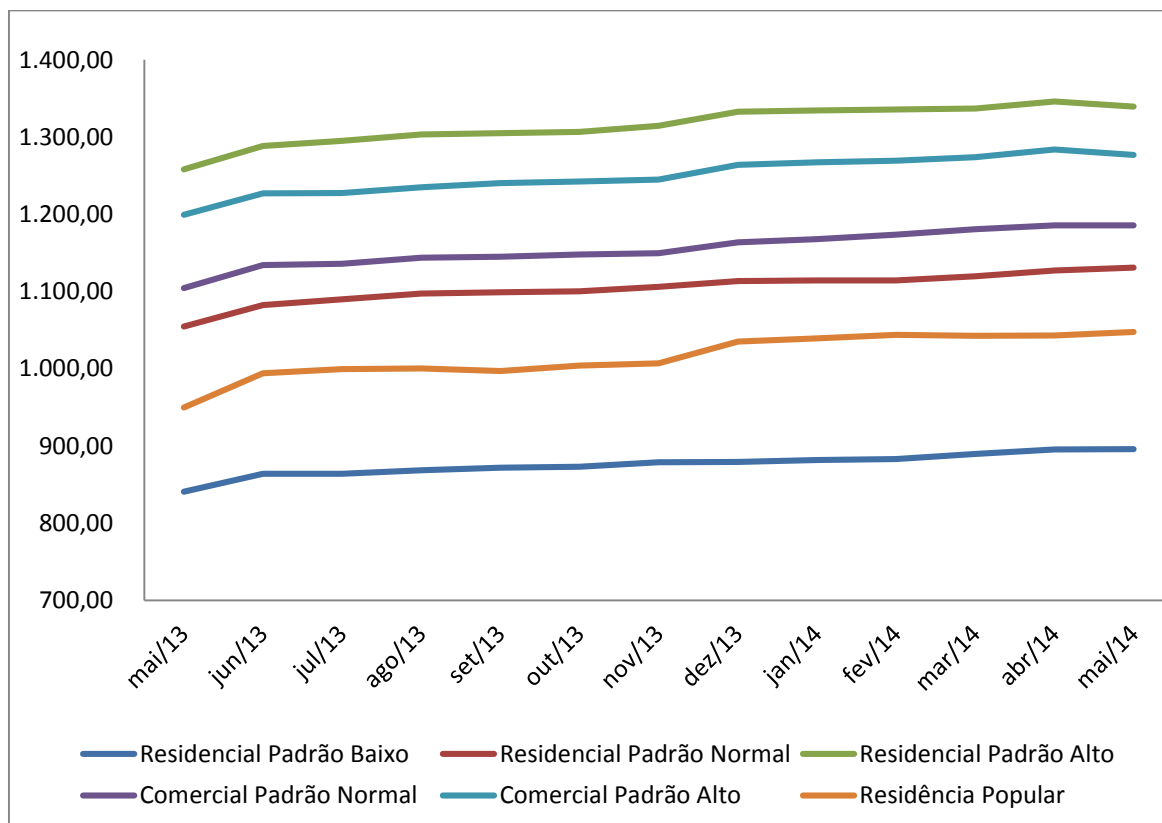
12 ilustra a evolução do indicador no acumulado dos últimos 12 meses. No mês de maio de 2014 houve uma retração de 0,28% em relação ao mês de abril de 2014.

Gráfico 11: Evolução do ICC, INCC e IPCA (2006 a 2013)



Fonte: FGV; IBGE. Elaboração: Própria.

Gráfico 12: Variação do CUB - Brasília (Referência Sinduscon/DF) - acumulado dos últimos 12 meses (maio 2013 a maio 2014)



Fonte: Siduscon-DF. Elaboração: Própria.

Conclusões

Este trabalho iniciou apresentando a dificuldade de se definir uma bolha por modelos acadêmicos, identificando algumas das principais visões dos estudiosos sobre o assunto. De acordo com as visões apresentadas foi definido que uma bolha ocorrerá quando houver fundamentos que não expliquem o aumento do valor do ativo, apenas a crença que o valor será maior no futuro. No entanto, as crises econômicas geradas pelas mesmas podem aumentar pela maciça interferência do governo na economia, como por exemplo, o aumento da taxa de juros através da política monetária.

Entender os mecanismos de formação de bolha e seu possível *crash* é fundamental para que os envolvidos no mercado (empresas do setor privado, vendedores, compradores e governo) possam ser capazes de tomar medidas assertivas de modo a evitar fatos que resultem em relevantes impactos para a economia do País e do mundo. O estudo sobre bolhas no mercado imobiliário brasileiro, especificamente Distrito Federal, é relativamente atual, conseqüentemente não existem diversos estudos científicos para serem comparados os resultados.

Embora a discussão sobre a existência de bolha seja bastante controversa e polêmica, é improvável que o aumento do nível de preços imobiliários tal como ocorrido nos últimos anos no Distrito Federal se sustente no longo prazo, pois valor dos imóveis foram pressionados acima da estrutura de custos, em decorrência de três possibilidades: pela especulação autorrealizável, pela interferência de forma artificial na flutuação do preço por parte da gestão governamental e por uma pressão forte da demanda.

A primeira, o aumento da demanda pode ser compreendido pelo aumento do poder de compra da população brasileira, principalmente de níveis sociais mais inferiores, os quais antes não tinham acesso à casa própria, o que ocorreu devido a implementação de programas sociais como Minha Casa Minha Vida, aumento do crédito habitacional em relação ao PIB, redução da desigualdade social (vista pelo Índice de Gini) e a expansão da renda em decorrência do crescimento do Brasil apresentado nos últimos anos.

A segunda possibilidade está relacionada com a atuação do governo a respeito das políticas monetárias e fiscais, com intuito de controle da inflação.

O objetivo de não retornar a patamares altos da inflação fez com que o governo aumentasse a taxa de juros a partir de 2013 para 11%, contra os 7,25% de outubro de 2012 até março de 2013. Isso é extremamente relevante por causa do fato de grande parte das compras no setor imobiliário serem feitas através de financiamento do imóvel, que possui correlação direta com a taxa de juros Selic aplicada pelo governo. Outro fator relevante é a grande concentração do crédito imobiliário por apenas um único banco, Caixa Econômica Federal, que representa mais de 70% do crédito imobiliário para pessoas físicas no País.

Por fim, a especulação autorrealizável dos agentes do mercado, influenciada em grande parte pelo mercado imobiliário e financeiro dos Estados Unidos e Europa, somada a assimetria de informação do mercado, a partir da ideia amplamente difundida entre os agentes que o imóvel é um investimento incontestavelmente rentável, são os fatores que levaram ao forte crescimento do preço de mercado dos imóveis nos últimos anos. Esta crença leva aos agentes investirem cegamente no mercado imobiliário, forçando um aumento ainda mais especulativo dos preços e possível criação de uma bolha imobiliária, pois os preços começam a descolar dos fundamentos da oferta e demanda.

O Distrito Federal possui um caso particular em relação à oferta de imóveis, o qual agrava os efeitos da pressão por preços muito maiores. Um dos maiores problemas é a grande limitação da oferta de terrenos para a expansão urbana decorrente do monopólio exercido pelo Governo do Distrito Federal, via atuação da TERRACAP – Companhia Imobiliária de Brasília. Além disso, o DF possui a maior renda *per capita* do País e com alta concentração de funcionários públicos, cuja tomada de empréstimo é facilitada e possuem condições especiais em função da estabilidade salarial desses trabalhadores, tornando assim uma região bastante diferenciada em relação às outras do Brasil.

Caso exista uma bolha se formando no preço dos imóveis, isso provavelmente duraria anos ou até mesmo décadas até que a bolha estoure e os preços comecem a cair bruscamente. A configuração do crédito habitacional em relação ao PIB no Brasil, comparando com as médias internacionais, possui amplo espaço para crescer e valorizar o setor, mas tal condição não pode ser considerada indefinidamente. Essa recente expansão do crédito serviu para

recompensar a defasagem em disponibilidade do crédito direcionado do Brasil de décadas anteriores. Alinhado a isso, está à taxa de inadimplência do crédito imobiliário que vem numa queda nos últimos anos, obtendo patamares bem confortáveis para economia.

Sobre a possibilidade de estar se formando uma bolha imobiliária no Distrito Federal, é conhecido que uma bolha não se instaura somente nas cidades que refletiram um aumento da especulação, mas no mercado como um todo, mesmo nas regiões que não presenciaram essa alta do preço devido ao aumento especulativo. Além do mais, o progresso tecnológico e a alta interação entre os países facilitam que outros países sejam afetados pela crise, em níveis diferenciados. Então, caso uma bolha estoure, seus reflexos serão sentidos no mercado imobiliário brasileiro como um todo e internacional de acordo com a interação.

Apesar de todo o aquecimento no setor imobiliário percebido nos últimos anos, o DF não aparenta apresentar indícios de correr o risco de vivenciar uma bolha no mercado de acordo com os dados apresentados por esse estudo, pelo menos no curto prazo. Isso pode ser comprovado pelos dois índices calculados para o DF, Índice FipeZap e Índices de Preço Imobiliário. O Índice FipeZap apresentou uma convergência entre a variação FipeZap e o INCC nos últimos meses, e o Índice de Preço Imobiliário não apontou nenhuma nota acima de 40 pontos, ou seja, nenhum local estudado está com rendimento abaixo de 2,5% anual.

Mesmo que a crise viesse a ser desencadeada no mercado imobiliário brasileiro, o fator positivo é que seria muito improvável que essa crise obtivesse os mesmos efeitos trágicos ocorridos na economia norte-americana e europeia. O principal motivo para isso é a percepção de que a disponibilidade de crédito no Brasil é bastante restrita e insuficiente para gerar episódio similar ao que foi visto nas economias acima referidas. Os indicadores estudados, em grande parte, ainda auxiliam para essa conclusão, pois é notado que nos últimos meses eles vêm resfriando e mantendo com mínimas variações.

Este trabalho teve como principal objetivo observar o lado da oferta do mercado imobiliário do Distrito Federal. Por causa disso é recomendado fazer novos estudos desse tema, porém com o viés maior para o lado da demanda por imóveis. É sugerido observar a Pesquisa Nacional por Amostra de

Domicílios (PNAD), uma fonte relevante para a demanda por imóveis. Com todos esses resultados, poderia fazer a comparação dos estudos para entender melhor as variações, que vem ocorrendo nos últimos tempos, do mercado imobiliário do Distrito Federal.

Para finalizar, devido à falta de consenso na literatura acadêmica sobre a definição de bolha e, considerando os diversos fundamentos existentes que podem caracterizá-la, a depender do pesquisador, a bolha imobiliária pode ser considerada existente ou não.

Referências

AGARWAL, S.; HO, C. T. **Comparing the prime and subprime mortgage markets.** *Chicago Fed Letter*, n. 241, 2007.

BALANCO, P.; PINTO, E. C. **Os anos dourados do capitalismo: uma tentativa de harmonização entre as classes.** *Pesquisa & Debate*, v.18, p. 27-47, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Evolução do *portfolio* das dívidas bancárias das famílias.** *Relatório de inflação*, p. 38-40, 2013.

BLANCHARD, O.; FISCHER, S. **Lectures on macroeconomics.** Massachusetts: MIT Press, 1989.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?** *Novos Estudos*, 2010.

_____. **Economia brasileira: uma introdução crítica.** *Editora 34*, 3ª edição, 1998.

BULLIO, O.; FERRARA, D. N.; CUNHA, P.; CARVALHO, C. E. **A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira.** *Economia e Sociedade*, v. 20, p. 329-364, 2011.

COSTA, N. A. S. **Evidências de bolhas no mercado imobiliário do Distrito Federal.** *Brasília: UnB*, 2013.

CONSELHO CURADOR DO FGTS. **Relatório de administração – exercício 2012.** *Demonstração contábeis do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS*, 2013.

D'AGOSTINI, L. L. M. **A bolha imobiliária no Brasil está formada.** *Economia & Tecnologia*, v. 23, 2010.

FIPE. **Índice FipeZap de preços de imóveis anunciados.** Maio de 2014.

_____. **Índice FipeZap de preços de imóveis anunciados: notas metodológicas.** 2011.

GARBER, P. M. **Famous first bubbles: the fundamentals of early manias.** Massachusetts: MIT Press, 2001.

GURKAYNAK, R. F. **Econometric tests of asset price bubbles: taking stock.** Washington: Federal Reserve Board, 2005.

HAYEK, F. A. **Monetary theory and the trade cycle.** *Library of Congress Catalogue Card Number*, 1933.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Censo 2010**. 2010.

KINDLEBERG, C. P.; ALIBER, T. Z. **Da euforia ao pânico: uma história das crises financeiras**. São Paulo: Editora Gente, 2009.

_____. **Manias, panics, and crashes**. John Wiley & Sons, Inc, 5ª edição, 2005.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

LEISTER, M. D. **Bolhas e política monetária: evidências para a economia brasileira**. São Paulo: USP, 2011.

LÓPEZ, I.; RODRÍGUEZ, E. **O modelo espanhol**. *Novos Estudos*, n. 69, p. 5-29, 2011.

MEDONÇA, M. J.; SACHSIDA, A. **Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro?** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, texto para discussão 17, 2012.

MISES, L. V. **Human action: a treatise on economics**. Yale University, 4ª edition, 1963.

MOLLO, M. L. R. **Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: discussões teóricas, origens e formas de enfretamento da crise atual**. *Economia e Sociedade*, v. 20, n. 3, p. 449-474, 2011.

MOTA, J.; LOPES, L.; ANTUNES, M. **A economia global e a crise da dívida soberana na União Europeia: a situação de Portugal e Espanha**. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 38, n. 2, p. 83-98, 2010.

OREIRO, J. L. **Bolhas, incertezas e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana**. *Revista Econômica Contemporânea*, v. 5, p. 7-45, 2001.

_____. **A crise na Europa e os dilemas da Espanha**. *Dossiê da Crise II*, 2010.

PATUZZO, G. V. **A realidade da crise espanhola: causas e situação atual**. *Revista Urutáguá*, n. 21, 2010.

PAULANI, L. M. **The crisis of the finance-led: regime of accumulation and the situation of Brazil**. *Estudos Avançados*, v. 23, p. 25-39, 2009.

ROUBINI, N.; MIHM, S. **Crisis economics: a crash course in the future of finance**. New York: The Penguin Press, 2010.

SECOVI-DF. **Boletim da conjuntura imobiliária: abril de 2014**. 2014.

_____. **Boletim de conjuntura imobiliária 2012.** 2013.

SECRETARIA DE ESTADO DE TRABALHO DO DISTRITO FEDERAL. **Mercado de trabalho no Distrito Federal em 2012.** *Sistema de Pesquisa de Emprego e Desemprego*, 2013.

SHILLER, R. J. **The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it.** *Princeton and Oxford: Princeton University Press*, 2008.

SMITH, A. **Uma investigação sobre a natureza e as causas das riquezas das nações.** 3ª edição, 1784.

SPIELMAN, R.; MAROTE, S.; SORESINI, A.; MELLO, L. **Risco de bolha ou motor do crescimento? Como o crédito imobiliário pode ajudar o Brasil a crescer de forma sustentável.** *BAIN & COMPANY*, 2013.

TAVARES, M. C. **A crise financeira atual.** *Vermelho*, maio de 2009, <http://vermelho.org.br/noticia/52968-2>. Acesso em: 23/02/2014.

TERRA, F. H. B.; SILVA, G. J. C. **Prevenir é melhor que remediar: alternativas de políticas econômicas keynesianas para a prevenção de crises financeiras.** *Dossiê da Crise II*, 2010.

YOUSSEFMIR, M.; HUBERMAN, B. A.; HOGG, T. **Bubbles and market crashes.** *Dynamics of Computation Group, Xerox Palo Alto Research Center*, 1994.