

Bolhas especulativas e preços de imóveis na cidade de São Paulo¹

EMERSON RILDO ARAÚJO DE CARVALHO²

Resumo

Este artigo analisa o recente mercado imobiliário na cidade de São Paulo. Baseado em fundamentos teóricos de determinação de preços e análise empírica, discute-se a trajetória dos aluguéis e preços dos imóveis e argumenta-se que há uma bolha especulativa de preço dos imóveis desde o final de 2010.

Palavras-chave: Bolha de Preços. Comportamento especulativo. Mercado Imobiliário.

1 Introdução

Atualmente, há uma preocupação sobre a evolução dos preços dos imóveis nas principais cidades do país. Para se ter uma ideia, desde janeiro de 2008, o preço de venda dos imóveis na cidade de São Paulo aumentou mais de 130%, ao passo que os aluguéis elevaram-se em 70% aproximadamente. Na cidade do Rio de Janeiro, nos últimos 36 meses, o preço de venda aumentou 129,6%, enquanto os aluguéis tiveram alta de 78,6%. Em Brasília, só nos últimos 12 meses, o preço de venda do imóvel cresceu 23,5%³. A origem dessa preocupação muito se deve aos efeitos adversos sobre a economia americana, como também sobre a economia mundial, provenientes da recente crise imobiliária que ocorreu nos Estados Unidos em 2008 e que veio a ser chamada de crise do *subprime*⁴. Neste caso, a preocupação reside na possibilidade de o Brasil apresentar condições semelhantes às que vigoraram nos EUA, o que poderia em princípio desencadear uma forte recessão, ou até mesmo uma depressão econômica, tendo como epicentro o mercado imobiliário.

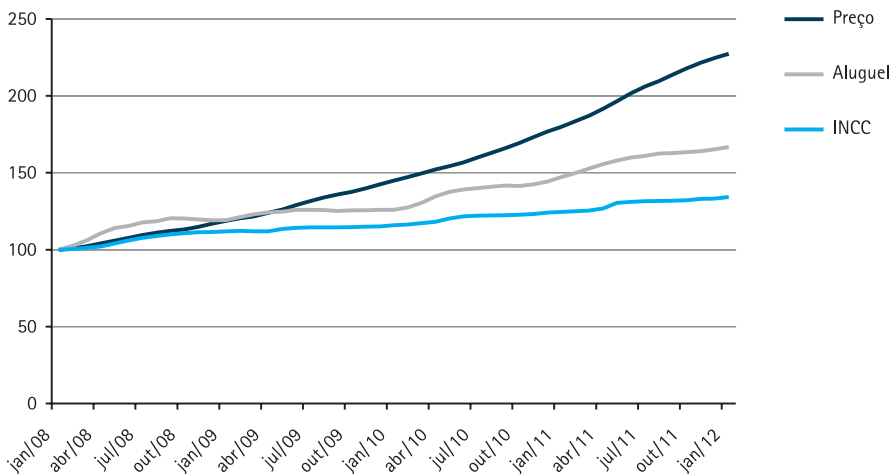
-
- 1 O autor agradece profundamente aos economistas Adriano Borges, Rodrigo Policano e Thiago Alves pelos comentários, críticas e sugestões que foram de grande valia para que esta versão do artigo viesse à tona. Obviamente, os erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade do autor. O autor também agradece à Mesa Diretora da Câmara Municipal de São Paulo por ter contribuído significativamente para a criação de um ambiente institucional de pesquisa sobre a cidade de São Paulo dentro da CMSP, sendo que este artigo pode ser considerado um produto desse esforço.
 - 2 Doutor em Economia pela FEA/USP, Professor do Departamento de Economia da PUC/SP, e Consultor Técnico Legislativo em Economia da CTEO/CMSP.
 - 3 Ver www.zap.com.br.
 - 4 *Subprime* (do inglês *subprime loan* ou *subprime mortgage*) é um empréstimo arriscado, concedido a um tomador que não oferece garantias para se beneficiar da taxa de juros mais favorável.

Outra inquietação tem a ver com a atual dinâmica do mercado de imóveis, particularmente nos grandes centros urbanos. Em algumas das principais cidades do Brasil, os preços têm subido sistematicamente ao longo dos últimos anos, e a pergunta que se faz é se estamos presenciando uma bolha imobiliária nessas cidades, ou melhor, uma bolha especulativa de preço de imóveis, sendo que, neste caso, o que alimentaria a alta de preços seriam as expectativas excessivamente otimistas dos participantes do mercado de imóveis acerca da evolução futura dos preços. Isto é, a razão pela qual o preço do imóvel é alto hoje decorre fundamentalmente da crença dos investidores ou compradores de que o valor de venda será maior num futuro próximo, quando os fundamentos não parecem justificar tal preço⁵. O propósito deste artigo é investigar essa questão, e apreciaremos a cidade de São Paulo como objeto de estudo, em virtude de sua importância econômica, maior metrópole do país, maior mercado imobiliário em nível de município, e também pelo fato de haver boas fontes de informações públicas a respeito do mercado de imóveis disponibilizadas pela internet e de fácil acesso.

2 Recentes Evidências Empíricas sobre os Preços dos Imóveis

Para começo de análise, apresentamos alguns dados estatísticos relacionados ao mercado de imóveis na cidade de São Paulo, fonte www.zap.com.br - que fornece dados importantes a respeito do mercado imobiliário, em particular os preços dos imóveis anunciados:

Figura 1 - Índice de Preço de Imóvel, Aluguel e INCC



FONTE: WWW.ZAP.COM.BR, ELABORAÇÃO DO AUTOR.

5 Adiante, será desenvolvida uma análise sobre os fundamentos econômicos de determinação dos preços dos imóveis. A definição de bolha utilizada neste artigo é a utilizada pelo Prêmio Nobel de Economia, JOSEPH STIGLITZ (1990, p.13).

O gráfico acima apresenta a evolução temporal dos índices de preço de venda, aluguel e custo da construção civil, medido pelo INCC⁶. O que podemos observar facilmente é que o preço do imóvel, medido pelo índice FIPE ZAP⁷ de preços de imóveis anunciados, tem aumentado significativamente desde o início da série, que foi normalizada para 100 na sua origem, juntamente com as outras séries estatísticas. É bastante evidente que o preço do metro quadrado mais que dobrou nestes últimos quatro anos, uma alta bastante acentuada⁸. Também, facilmente se nota que há um hiato crescente entre o índice de preços e o de aluguel, como também entre o índice de preços e o INCC. De janeiro de 2008 até janeiro de 2012, o preço de venda dos imóveis na cidade de São Paulo elevou-se 130,4%, ao passo que os aluguéis tiveram alta de apenas 66,7%. Os custos da construção civil, medido pelo INCC, aumentaram 34,4% durante esse período. Por esses dados, podemos concluir que os custos da construção civil não foram os responsáveis por essa alta dos preços dos imóveis nesse período, de tal maneira que já os descartaremos de início.

Uma questão que surge a partir da observação desses dados é se eles são realmente representativos do que está acontecendo com o mercado de imóveis na cidade de São Paulo. Será que essa alta de preços está relacionada a pontos específicos da cidade, ou está mais ou menos disseminada por todo o território que a compõe? O Anexo no final deste artigo apresenta, para vários bairros da cidade de São Paulo, o preço de venda e o valor do aluguel dos apartamentos, sendo que a unidade de medida relevante dos valores é real por metro quadrado. Como o índice de preços apresentado na Figura 1 leva em conta a evolução dos preços das casas, apartamentos e imóveis comerciais, e o Anexo refere-se exclusivamente a apartamentos, seria de se esperar certa divergência entre as médias gerais de aumento de preço de venda e aluguel, considerando todos os bairros do Anexo. Para os bairros em que conseguimos agrupar os valores de aluguel e preço de venda, 104 bairros, o aumento médio do preço de venda entre fevereiro de 2008 e março de 2012 foi de 112,77%. No mesmo período, o aumento do aluguel foi de 62,72%. Apesar de haver divergências de valores, se examinarmos minuciosamente o preço de venda por bairro, então constatamos que, de fato, houve um substancial aumento no preço dos imóveis em São Paulo, e que este aumento não se concentrou somente em poucos bairros. Pelo contrário, os dados revelam que o aumento foi mais ou menos generalizado por todo o território.

Considere, por exemplo, os bairros de Santana, Santo Amaro, Mooca, Lapa e Centro, localizados na zona norte, sul, leste, oeste e centro respectivamente. O preço de venda aumentou: 120,92% em Santana; 126,98% em Santo Amaro; 108,11% na

6 Índice Nacional de Custo da Construção Civil, levantado pela Fundação Getúlio Vargas. Este índice procura captar os custos no setor da construção, abrangendo materiais e equipamentos, serviços e mão de obra.

7 Para calcular o índice FIPE ZAP de preços de imóveis anunciados, usam-se os anúncios de apartamentos à venda publicados no ZAP imóveis, e leva-se em conta a localização (bairro), o número de dormitórios e a área útil. Com base nos anúncios, calcula-se o preço do metro quadrado (preço de venda/área útil) em cada bairro. Para passar do bairro para a cidade, leva-se em conta a ponderação de cada bairro no índice, por meio da ajuda dos dados do Censo Demográfico do IBGE, que fornece a participação de cada bairro na renda real das famílias da respectiva cidade. Desta forma, a variação do índice corresponde à variação mensal dos preços dos apartamentos.

8 Em análises sobre o mercado de imóveis, a medida usual para comparação de valores é o metro quadrado.

Mooca; 114,32% na Lapa e 176,48% no Centro. Já o aluguel aumentou: 50% em Santana; 45,45% em Santo Amaro; 60% na Mooca; 55,56% na Lapa e 62,50% no Centro. Estas evidências ilustram o fato de que o aumento do preço de venda foi mais ou menos uniforme, como pode ser notado na tabela no final deste artigo. No entanto, houve bairros em que o aumento de preços foi bem maior que a média geral, por exemplo, Jardim Aeroporto, 190%; Campos Elíseos, 184,83%, Interlagos, 160,35%; Barra Funda, 158,97%, Vila Olímpia, 162,49%, entre outros. Também, como pode ser constatado no Anexo, houve bairros em que a alta de preços foi menor do que a média geral: Morumbi, 51,51%; Pacaembu, 62,40%; Jardim Paulistano, 66,46%, Ibirapuera, 48,73%, entre outros. Observa-se que em alguns dos bairros considerados mais nobres da cidade de São Paulo não houve substancial aumento no preço do metro quadrado. Possivelmente, a razão para este fato se deva ao início da série estatística que foi utilizada para fazer a base de comparação. Em fevereiro de 2008, provavelmente, os preços nesses bairros já eram altos em relação a períodos anteriores, de tal forma que o potencial de subida deles era menor do que em outros bairros.

No Anexo, também calculamos a rentabilidade do investimento em imóveis para cada bairro em dois pontos distintos do tempo. A pergunta que se procura responder aqui é a seguinte: alugar um imóvel ou vendê-lo e aplicar o dinheiro em ativos financeiros que garantam certa rentabilidade, o que é melhor do ponto de vista financeiro? Por exemplo, investindo na poupança, considerando o atual ambiente institucional, obtemos 0,5% ao mês mais TR – Taxa Referencial. Em 2011, o retorno acumulado da caderneta de poupança foi de 7,5%, ressaltando que a caderneta de poupança é isenta de imposto de renda. No caso de alugar um imóvel, a taxa de rentabilidade ao mês é dada pela razão aluguel sobre preço. Fizemos esta conta para cada bairro e, em seguida, calculamos a taxa de retorno anual. Se considerarmos a escolha entre investir em aluguéis ou caderneta de poupança, os resultados mostram que o imóvel, atualmente, está caro como investimento na cidade de São Paulo. Quase todos os bairros selecionados no Anexo tiveram rentabilidade pior do que a poupança. A rentabilidade média para esses bairros selecionados foi de 8,40% a.a. em fevereiro de 2008. Já em março de 2012 a rentabilidade caiu para 6,26% a.a. Se levarmos em consideração o atual retorno da poupança, percebe-se facilmente que investir em imóveis para alugar não é um bom negócio.

Outro fato a ser observado que pesa contra o investimento em imóveis atualmente, é que o rendimento do aluguel é parte da renda tributável do proprietário do imóvel. O que provocou essa piora na rentabilidade do imóvel foi o crescente distanciamento do preço do imóvel em relação ao valor do aluguel nestes últimos quatro anos. Quanto mais o valor do imóvel sobe em relação ao aluguel, pior o retorno do investimento em imóveis. Agora, investigaremos do ponto de vista da teoria econômica até que ponto essa subida de preços é sustentável ao longo do tempo.

3 Análise Econômica sobre a Possibilidade de Existência de Bolha Especulativa

A tarefa agora é investigar se essa recente alta dos preços dos imóveis pode ser explicada por fundamentos econômicos, isto é, verificar se a teoria econômica

pode nos ajudar a entender estes fatos observados do mundo real. Para analisar essa questão, partiremos de um modelo simples de determinação de preços de imóveis que nos ajudará a pensar sobre o assunto. Em economia, temos basicamente duas teorias de determinação de preços: uma baseada em condição de não-arbitragem⁹; e a outra, baseada em oferta e demanda. Na condição de não-arbitragem o preço de algum bem ou serviço é determinado em função de outros preços observáveis, e o componente de expectativas, em geral, é mais importante que as outras variáveis que determinam a demanda por um bem ou serviço. Por exemplo, a teoria da paridade do poder de compra implica que a taxa de câmbio é determinada pelos preços internos e externos, não por demanda e oferta de divisas estrangeiras. Para a determinação de preços baseada em fundamentos de oferta e demanda, em casos normais, é necessária a interação dessas funções para a determinação do preço de um bem ou serviço.

Inicialmente, baseando-nos na condição de não-arbitragem, consideraremos o imóvel como um investimento de um tipo diferente de ativo por parte das famílias, e abstrairemos os aspectos não pecuniários resultantes da posse de um imóvel, não obstante o fato de serem mais ou menos precificados¹⁰. É reconhecido na literatura que, se considerarmos o imóvel como um tipo de investimento, então, o preço de um imóvel terá a seguinte configuração¹¹:

$$P = \frac{R}{r + \delta + t + c - val} \quad (1)$$

P é o preço do imóvel, R o valor do aluguel, r a taxa de juros, δ a taxa de depreciação do imóvel, c o custo do seguro e val a valorização esperada em termos percentuais do preço do imóvel. Observe que, de acordo com a equação (1), se houver uma expectativa de valorização, ou melhor, um aumento em val , então, *coeteris paribus*, o preço P do imóvel aumenta, em virtude de o denominador da expressão (1) diminuir. Preste atenção a essa análise de estática comparativa: dada certa expectativa de valorização do imóvel, então, mantidas todas as outras coisas constantes à exceção do preço do imóvel e aluguel, haverá uma relação de longo prazo entre a taxa de crescimento do valor do aluguel e a taxa de variação do preço do imóvel. Isto é, estas séries temporais não podem se “distanciar” por muito tempo. No jargão da econometria, dizemos que essas séries são cointegradas, por haver uma relação de longo prazo entre elas¹². Se o preço do imóvel subir mais que o aluguel, então, em algum momento do tempo ninguém desejará alugar algum imóvel, em virtude de sua

9 Derivação de preços fundamentados em condição de não-arbitragem nos leva a determinação de preços baseada em outros preços. É uma técnica bastante utilizada para a precificação de ativos no mercado financeiro.

10 Existe uma literatura sobre preços hedônicos aplicada ao mercado imobiliário. Vide FÁVERO (2007).

11 Esta equação é derivada no livro-texto Macroeconomia SCOTT e MILES (2005), no capítulo sobre mercados imobiliários.

12 Para uma boa introdução sobre o conceito de Co-integração, vide GUJARATI (2006).

baixa rentabilidade, os investidores preferirão desfazer-se dos imóveis e utilizar o dinheiro em ativos que tragam mais rentabilidade. Por outro lado, se o preço continuar caindo em relação ao aluguel, então, em algum momento ninguém terá incentivo para se tornar inquilino. Valerá mais a compra do imóvel. Um ponto importante a ser ressaltado é que existe uma trava para o crescimento dos aluguéis, que é a renda dos inquilinos. Com base no que foi colocado agora, há limites superiores e inferiores para a razão entre o preço do imóvel e o aluguel.

Após esse breve interlúdio sobre fundamentos do processo de precificação de imóveis, analisaremos como alguns dados relevantes a respeito do mercado imobiliário paulistano se relacionam ao modelo descrito pela equação (1). Como implicação dessa equação, temos que as séries de preço e aluguel não podem se “distanciar” por muito tempo. Atentando para a Figura 1, pode-se notar que a partir de meados de 2009 as séries de preço e aluguel começam progressivamente a divergir, de tal maneira que, em outubro de 2011, há um hiato bastante acentuado entre as duas séries. Este fato pode ser um indício de bolha de preços, todavia, precisamos ser cautelosos para uma afirmação mais contundente a respeito do assunto. Se supusermos que não há bolha nesse mercado imobiliário, então, de acordo com a equação (1), o crescente aumento de preços pode ser atribuído a modificações em outras variáveis que afetam o preço dos imóveis. Consideraremos cada uma delas isoladamente, e veremos se esse aumento de preços pode ser explicado por essas variáveis. Pelo fato de o efeito dos juros sobre o preço do imóvel ser mais complexo, faremos essa análise logo em seguida, quando considerarmos o mecanismo de oferta e demanda por imóveis. Portanto, apreciaremos inicialmente o efeito das outras variáveis exceto os juros: taxa de depreciação, impostos prediais, custos de seguro e valorização esperada no preço dos imóveis.

Pode-se considerar que a taxa de depreciação, impostos prediais e custos de seguro não tenham contribuído significativamente para a recente alta de preços verificada nesse período. A taxa de depreciação, custo de seguro e IPTU¹³ (como proporção do preço do imóvel) não variam significativamente de um período para outro, de modo que essas variáveis não podem nos ajudar a explicar essa recente alta de preços. Especificamente, em relação ao imposto predial IPTU, observa-se que a taxa de aumento do IPTU foi bem menor que o recente aumento no preço dos imóveis (índice FIPE ZAP). Além disso, de acordo com a expressão (1)¹⁴, o aumento no imposto predial tem o efeito de diminuir o preço do imóvel.

Apreciaremos agora a variável *val*, valorização esperada do preço do imóvel. Como dito anteriormente, um aumento na valorização esperada no preço do imóvel faz com que o preço atual do imóvel aumente. A pergunta que se faz agora é se essa valorização esperada tem fundamentos econômicos. Valorização esperada relaciona-se com o que os agentes econômicos acham que vai acontecer no futuro. Para dissecar o que pode estar por trás dessa valorização esperada, ponderaremos algumas variáveis que refletem o comportamento de demanda e oferta de habitações. Por

13 Imposto Predial e Territorial Urbano, de competência dos municípios, vide Constituição Federal, art. 156.

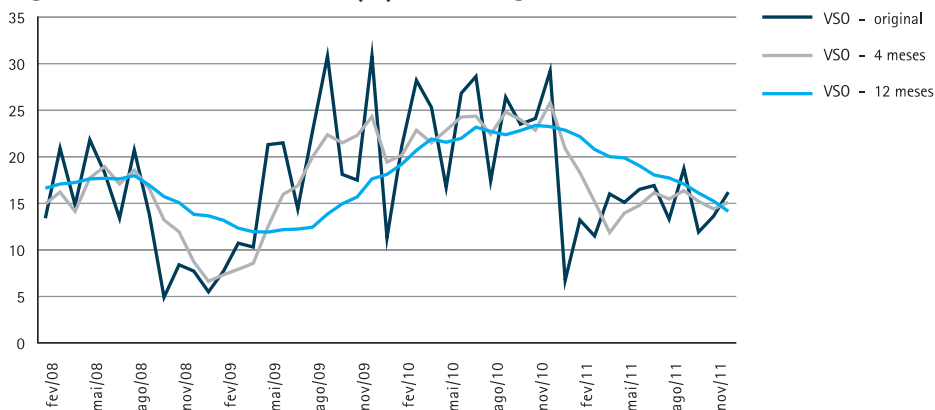
14 Em média, o reajuste do IPTU acompanha a taxa de inflação, exceto, possivelmente, nos anos em que a Planta Genérica de Valores é revisada.

exemplo, se os agentes esperam um crescimento do déficit habitacional no futuro, e que haverá mais restrições em relação ao volume de metros quadrados que podem ser construídos, devido a normas de zoneamento, nos terrenos disponíveis para construção de imóveis, então é de se esperar que haja um aumento da valorização esperada no preço dos imóveis. Ou seja, as condições esperadas de oferta e procura no futuro influenciam a formação de expectativas de preços no futuro, o que, por sua vez, via equação (1), determina em parte os preços no presente. Em mercados competitivos nos quais o processo produtivo é demorado, os preços que vigoram no presente são determinados em parte pelas expectativas formadas no passado acerca deste presente, e também das expectativas que são formadas hoje a respeito do futuro.

Como mencionado anteriormente, a equação (1) é derivada por raciocínio de condição de não-arbitragem, não por equilíbrio de demanda e oferta de imóveis. Num modelo de oferta e demanda, um aumento sustentado de preços se manifesta numa taxa de aumento de demanda maior que a taxa de aumento de oferta. Traduzindo, a demanda tem de crescer mais rápido que a oferta. Mas não é isto o que parece ter acontecido no Município de São Paulo para todo o período que compreende janeiro de 2008 até novembro de 2011.

Um dado oficial que pode nos dar uma ideia das forças de oferta e demanda que atuam sobre o mercado de imóveis é a série estatística VSO – unidades vendidas em relação à oferta, disponibilizada pelo SECOVI/SP - Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo¹⁵. Se a velocidade de vendas aumenta em relação à oferta, um aumento na VSO, espera-se, em princípio, que haja uma pressão de demanda, tendo em vista que a oferta de imóveis no curto prazo é considerada “inelástica” (a oferta de imóveis hoje é o resultado de investimentos passados) em relação a mudanças de preços atuais, o que, por sua vez, acaba desencadeando um aumento no preço dos imóveis.

Figura 2 - Venda sobre Oferta (%): Série Original e Médias Móveis

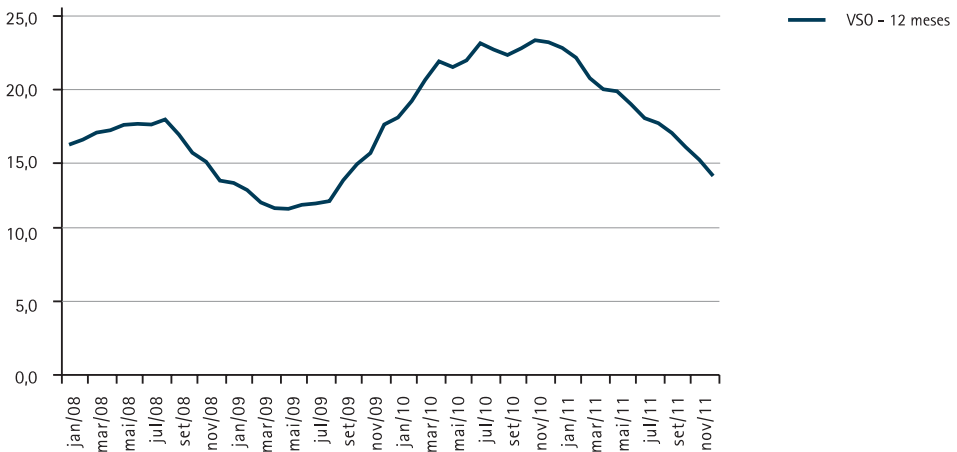


FONTE: WWW.SECOVI.COM.BR, ELABORAÇÃO DO AUTOR.

15 www.secovi.com.br.

Considerando que a série estatística original apresenta muita variabilidade de um período para outro (série mensal), e como estamos interessados no mercado de habitação, um bem durável, então, para uma análise mais adequada, com vistas a ter uma descrição da tendência de médio e longo prazo, construímos transformações da série VSO original: média dos últimos 4 e 12 meses. Como pode ser visto na Figura 2, médias móveis são mais ilustrativas a respeito do comportamento do mercado nesse período. Na Figura 3, temos a representação de média móvel dos últimos 12 meses das unidades vendidas em relação à oferta (VSO):

Figura 3 - Venda sobre Oferta (%): Média Móvel de 12 Meses



FONTE: WWW.SECOVI.COM.BR, ELABORAÇÃO DO AUTOR.

Observando a série original (Figura 2), constata-se que o maior valor para essa relação foi de 30,8% em setembro e dezembro de 2009. No caso da média móvel dos últimos 12 meses (Figura 3), podemos ver que a crise do *subprime*, no segundo semestre de 2008, teve efeitos no mercado imobiliário de São Paulo, tendo em vista que as vendas em relação à oferta diminuíram consideravelmente nesse período de grande incerteza e volatilidade dos mercados financeiros. Para ter uma noção do impacto provocado por esse choque adverso, a VSO saiu de um “pico” de 18% em agosto de 2008, para um “vale” de 11,9% em abril de 2009, uma redução substancial, quando se considera médias móveis de 12 meses.

É interessante ressaltar que, não obstante o fato de ter havido uma desaceleração das vendas, os preços continuaram subindo, aumentando, em média, 18% nesse período (agosto de 2008 até julho de 2009). Entre julho de 2009 e novembro de 2010 a VSO cresceu rapidamente e ultrapassou o pico anterior à crise do *subprime*. Neste novo interregno, observa-se um crescimento continuado no preço do imóvel, como ilustrado na Figura 1. Neste caso, podemos afirmar que esse aumento de preços observado é consistente com os fundamentos de oferta e demanda do mercado imobiliário, pois a pressão de demanda, observada pelo aumento da VSO, teve impacto sobre o preço do imóvel.

Fato marcante que merece ser apreciado tem a ver com o comportamento do preço do imóvel (captado pelo índice FIPE ZAP) a partir de novembro de 2010. Não obstante o contínuo aumento de preços, a velocidade das vendas sobre a oferta tem caído sistematicamente (diminuição da VSO). Esperariamos que, em virtude desta queda nas vendas, houvesse uma acomodação dos preços, mas não foi isso o que aconteceu. Os fundamentos econômicos de oferta e procura, consubstanciados pelas variações na VSO, parecem não explicar o comportamento dos preços dos imóveis nesse período¹⁶, o que abre a possibilidade da existência de uma bolha especulativa a partir de novembro de 2010. Os preços dos imóveis aumentaram 30% entre novembro de 2010 e dezembro de 2011. Nesse período, o aluguel aumentou 16% e o custo da construção civil, 8%. Como já havia um hiato crescente entre renda e aluguel desde meados de 2009, estes números acabaram por reforçar essa discrepância, como pode ser notado na Figura 1. É importante ressaltar também que o argumento de que a valorização dos imóveis é guiada pelo déficit habitacional não se sustenta se levarmos em consideração o período posterior a novembro de 2010, uma vez que as vendas caíram em relação à oferta, mas os preços continuaram subindo.

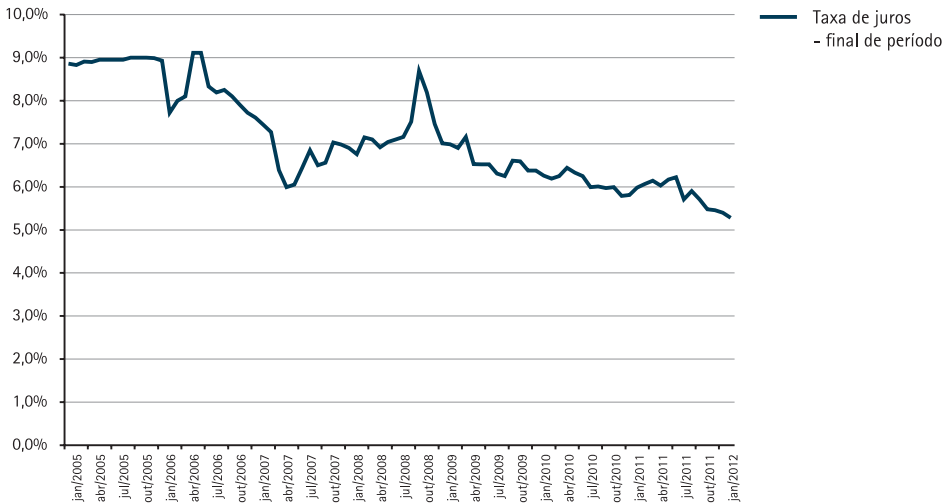
Uma bolha especulativa surge quando o aumento de preços ocorre devido a uma expectativa otimista de aumento de preços num futuro próximo, como pode ser observado pela equação (1)¹⁷. Nesta, o aumento no preço futuro esperado (elevação em val) traduz-se em aumento no preço presente do imóvel, de tal maneira que o comportamento dos preços presentes é mais influenciado pelas expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro. A pergunta que vem a seguir é o que poderia estar alimentando a expectativa da continuidade de alta desses preços. Se considerarmos que o mercado imobiliário é composto, grosso modo, de dois tipos de compradores – “investidores” e “consumidores finais”, então o comportamento do preço dos imóveis refletirá a proporção desses compradores no mercado. Quanto maior a participação dos “consumidores finais” no mercado, então o preço de mercado se ajusta mais com os fundamentos de oferta e demanda, e com baixo componente especulativo. Por outro lado, à medida que a proporção dos compradores “investidores” aumenta (tende a 100%), então o componente especulativo na determinação do preço dos imóveis se torna muito importante.

Lembrando que o “consumidor final” observa mais o aspecto não pecuniário em sua decisão a respeito da compra de um imóvel, isto é, valora bastante os serviços decorrentes do uso do imóvel. Isto não quer dizer que esse tipo de comprador não pondere o componente especulativo na sua disposição de pagar pelo imóvel. O que se está dizendo

-
- 16 Foram feitos testes de causalidade de Granger para a VSO e preço dos imóveis (índice FIPE ZAP), entretanto, possivelmente em virtude da pequena amostra para esse tipo de análise, não se obteve significância menor que 9%, para a causalidade temporal de VSO para preço de imóvel (medido pelo índice FIPE ZAP).
- 17 Tecnicamente, numa “bolha especulativa pura”, os compradores do imóvel acreditam que os preços dos imóveis hoje são altos, e que eventualmente vão cair num futuro próximo. Entretanto, mesmo conjecturando que os preços cairão no futuro, acreditam que poderão realizar ganhos de capital antes da queda. Existem outras definições de bolhas, como a “bolha irracional”, e a “bolha institucional”, sendo que nesta, devido a problemas de agente-principal entre mutuário, prestador e governo, os agentes têm incentivos para pagar preços altos em relação ao que seria aceitável pelos “fundamentos econômicos”. Vide LIND (2008).

aqui é que esse componente não é o determinante principal em relação à sua decisão de compra. Já o comprador do tipo “investidor” leva mais em conta a expectativa de valorização e a facilidade de locação em sua decisão acerca da compra de um imóvel. Por exemplo, há órgãos de imprensa que noticiam que a atual clientela de imóveis é formada, em sua maioria, por investidores¹⁸. Se isto for verdade, e de acordo com o foi dito acima acerca da relação entre preço e composição de tipos de compradores, então o comportamento recente observado dos preços dos imóveis é consistente com uma bolha especulativa provocada por considerável parcela de clientes consumidores finais do tipo investidores, em relação ao total de clientes que participam do mercado de imóveis. Ponto interessante é investigar as causas desse aumento do tipo de clientes investidores no mercado de imóveis na cidade de São Paulo¹⁹. Uma possível causa tem a ver com a queda progressiva da taxa de juros de longo prazo, como pode ser notado pela evolução temporal dos juros anuais de um título de longo prazo da dívida pública federal²⁰.

Figura 4 - Taxa de Juros (% a.a.), Final de Período, de um Título de Longo Prazo Emitido pelo Tesouro Nacional (NTNBP vencimento em 15/08/2024)



FONTE: WWW.TESOURO.FAZENDA.GOV.BR

Queda nos juros considerados livres de risco cria incentivos para a aplicação em ativos considerados mais arriscados, por exemplo, ações, debêntures e investimentos em imóveis por meio de fundos de investimento imobiliários, compras diretas

18 Veja o seguinte link como exemplo: <http://economia.ig.com.br/financas/casapropria/investidor-e-ate-70-da-clientela-dizem-empresas/n1597648473576.html>

19 Para uma possível linha de pesquisa nessa direção, SHLEIFER, A. e SUMMERS, L. (1990)

20 Neste caso, a taxa de juros anual apresentada na Figura 6 é de um título emitido pelo Tesouro Nacional, NTNBP com vencimento em 15/08/2024.

ou financiadas. A queda nos juros também aumenta a demanda pelo imóvel, tendo em vista que a quase totalidade das vendas imobiliárias é levada a cabo por operações financeiras que dependem das condições de crédito que vigoram em determinado lugar. Observando-se a evolução da VSO no período recente, seria de se esperar uma aceleração das vendas sobre a oferta em decorrência dessa queda continuada nos juros, mas não foi isto o que aconteceu em todo o período analisado. Por exemplo, desde o final de 2010 a VSO vem caindo, apesar da queda da taxa de juros. Por outro lado, o preço continuou subindo, como pode ser observado pelo índice FIPE ZAP.

Se considerarmos a equação (1), desde novembro de 2010 a taxa de juros de longo prazo caiu menos de 1% em termos reais, o que por si só não sustenta uma elevação substancial, como a observada no período recente, lembrando que a taxa de juros que entra na equação (1) é relacionada com o custo de oportunidade de uso de recursos, não se confundindo com a taxa de juros oferecida para empréstimos imobiliários. Se considerarmos outras taxas de juros que podem ser utilizadas para refletir o custo de oportunidade de investimento em imóveis, como a taxa Overnight/Selic²¹ ou o rendimento nominal da caderneta de poupança, chegaremos à mesma conclusão: as mudanças de taxa de juros, especialmente desde novembro de 2010, não nos explicam a alta nos preços dos imóveis na cidade de São Paulo. Com base no que foi analisado até agora, temos que os fundamentos econômicos não explicam o comportamento dos preços dos imóveis desde o final de 2010, e se considerarmos os dados contidos no Anexo, é bastante provável que estejamos presenciando uma bolha especulativa de preço de imóveis na cidade de São Paulo. Como as condições de crédito aqui no Brasil são bem distintas das que ocorrem nos EUA, os desdobramentos da desaceleração ou queda dos preços dos imóveis, quando houver o alinhamento dos preços aos fundamentos econômicos, serão sentidos principalmente nos setores relacionados ao mercado imobiliário, e não serão disseminados por toda a economia.

4 Considerações Finais

Com vistas a inferir o que pode estar acontecendo com o mercado de imóveis no Município de São Paulo com os dados de que dispomos, a hipótese mais provável é que a demanda de imóveis para os “consumidores finais” não seja tão pronunciada como suposto anteriormente pelos corretores e construtoras, e que a cotação de preço seja fortemente influenciada pelo comportamento dos “consumidores investidores”, com elevado componente especulativo, o que implica em determinação de preços no curto prazo mais apoiado em argumentos de arbitragem do que em relação a condições de oferta e demanda por imóveis. Isto é, desde o final de 2010, os fatores de pressão de demanda (mudanças na VSO) não são consistentes com o aumento de preços observado nos imóveis, e também, pela equação de preços (1), conclui-se que os preços não poderão divergir por muito tempo do valor do aluguel. Em algum momento do tempo,

21 É a média dos juros que o governo paga aos bancos que lhes emprestam dinheiro. Serve de referência para outras taxas de juros do país. A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira.

haverá um ajuste para o restabelecimento da paridade dada pela equação (1). Em economia, supomos que os fundamentos econômicos de determinação de preços sejam válidos no longo prazo, o que significa, no problema analisado neste artigo, uma provável reversão de expectativas por parte dos agentes envolvidos nesse mercado. Dessa forma, haverá um alinhamento do comportamento dos preços com a oferta e demanda por habitação. Como a trajetória dos aluguéis é, em geral, lastreada pela evolução da renda real dos consumidores, e esta, em condições normais, não sofre variações bruscas de um período para outro, então, o reequilíbrio do mercado dar-se-á em desaceleração ou queda dos preços dos imóveis em algum momento no futuro. Portanto, as séries observadas a partir de novembro de 2010 são consistentes com a hipótese mais provável de comportamento de bolha especulativa de preços de imóveis na cidade de São Paulo.

Abstract

This paper studies the recent housing market in a city of São Paulo. Based on theoretical foundation of price determination and empirical research, it is discussed the recent trends in prices and rents. It is argued that there exists a real state speculative bubble, beginning in the late of 2010.

Keywords: Price Bubble. Speculative Behavior. Housing Markets.

Referências bibliográficas

FÁVERO, L. Mercado Imobiliário: Técnicas de Precificação e Comercialização, Segunda Edição, Saint Paul Editora, 2007.

GUJARATI, D. Econometria Básica, Quarta Edição, Editora Campus, 2006.

LIND, H. Price Bubbles on the Housing Market: Concept, theory and indicators. Department of Real Estate and Construction Management, 2008. Disponível em: <<http://www.infra.kth.se/se/byfa/publikationer/engelskaUppsatserOchRapporter/58.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2011

SCOTT, A.; MILES D. Compreendendo a Riqueza das Nações, Editora Saraiva, 2005.

SECOVI/SP. Disponível em: <<http://www.secovi.com.br>>. Acesso em: 22 mar. 2012.

SHLEIFER, A. e SUMMERS, L. The Noise Trader Approach to Finance. *Journal of Economic Perspectives* – Volume 4, Number 2 – Volume 4, Number 2 – Spring 1990.

STIGLITZ, J. Symposium on Bubbles. *Journal of Economic Perspectives* – Volume 4, Number 2 – Spring 1990.

ZAPIMÓVEIS. Disponível em <<http://www.zap.com.br>>. Acesso em 07 abr. 2012.

Anexo: Preços e Rendimentos dos Aluguéis dos Apartamentos por Bairro

Bairros	Preço do Metro Quadrado (em R\$)			Valor do Aluguel por Metro Quadrado (em R\$)			Rentabilidade % a.a.	
	fev/08	mar/12	Var. %	fev/08	mar/12	Var. %	fev/08	mar/12
Aclimação	3.007	6.225	107,02%	20	29	45,00%	8,28%	5,74%
Água Branca	2.760	6.702	142,83%	20	29	45,00%	9,05%	5,32%
Água Fria	2.536	5.263	107,53%	10	20	100,00%	4,84%	4,66%
Água Rasa	2.600	4.878	87,62%	14	24	71,43%	6,66%	6,07%
Alto Boa Vista	2.751	6.016	118,68%	23	34	47,83%	10,51%	7,00%
Alto da Lapa	3.402	6.778	99,24%	25	30	20,00%	9,18%	5,44%
Alto da Mooca	2.704	5.038	86,32%	16	22	37,50%	7,34%	5,37%
Alto de Pinheiros	4.446	8.008	80,12%	30	38	26,67%	8,40%	5,85%
Anália Franco	3.726	6.568	76,27%	26	26	0,00%	8,70%	4,86%
Barra Funda	2.369	6.135	158,97%	14	34	142,86%	7,33%	6,86%
Bela Vista	2.508	6.188	146,73%	19	35	84,21%	9,48%	7,00%
Bom Retiro	1.821	4.388	140,97%	16	21	31,25%	11,07%	5,90%
Bosque da Saúde	2.522	5.941	135,57%	15	31	106,67%	7,38%	6,44%
Brás	1.927	4.548	136,01%	12	21	75,00%	7,73%	5,68%
Brooklin	3.274	7.468	128,10%	29	45	55,17%	11,16%	7,48%
Brooklin Novo	3.149	7.225	129,44%	26	46	76,92%	10,37%	7,91%
Brooklin Pta	3.322	7.298	119,69%	21	37	76,19%	7,86%	6,26%
Butantã	2.287	4.690	105,07%	16	26	62,50%	8,73%	6,86%
Cambuci	2.407	5.364	122,85%	15	22	46,67%	7,74%	5,03%
Campo Belo	3.219	7.118	121,12%	22	38	72,73%	8,52%	6,60%
Campo Grande	2.277	4.608	102,37%	19	27	42,11%	10,49%	7,26%
Campos Eliseos	1.635	4.657	184,83%	15	29	93,33%	11,58%	7,73%
Casa Verde	2.083	4.852	132,93%	11	21	90,91%	6,52%	5,32%
Caxingui	2.334	5.225	123,86%	15	22	46,67%	7,99%	5,17%
Centro	1.803	4.985	176,48%	16	26	62,50%	11,18%	6,44%
Ch. Flora	3.276	5.452	66,42%	23	29	26,09%	8,76%	6,57%
Ch. Inglesa	3.119	6.392	104,94%	15	31	106,67%	5,93%	5,98%
Ch. Klabin	3.635	7.403	103,66%	22	39	77,27%	7,51%	6,51%
Ch. Sto. Antonio	2.866	6.369	122,23%	23	39	69,57%	10,07%	7,60%
Cid. Moções	3.312	7.609	129,74%	18	46	155,56%	6,72%	7,50%
City Lapa	3.638	6.070	66,85%	24	28	16,67%	8,21%	5,68%
Conceição	2.394	5.645	135,80%	22	28	27,27%	11,60%	6,12%
Consolação	2.930	6.794	131,88%	20	37	85,00%	8,51%	6,73%
Granja Julieta	2.885	6.129	112,44%	22	36	63,64%	9,54%	7,28%
Ibirapuera	6.979	10.380	48,73%	40	49	22,50%	7,10%	5,81%
Imirim	1.866	4.447	138,32%	12	23	91,67%	8,00%	6,39%
Indianópolis	3.755	7.484	99,31%	25	38	52,00%	8,29%	6,27%
Interlagos	1.700	4.426	160,35%	14	20	42,86%	10,34%	5,56%
Ipiranga	2.635	5.608	112,83%	17	25	47,06%	8,02%	5,48%
Itaim	4.045	8.507	110,31%	29	57	96,55%	8,95%	8,34%
Itaim Bibi	3.735	8.247	120,80%	29	50	72,41%	9,73%	7,52%
Jabaquara	2.078	4.822	132,05%	15	25	66,67%	9,01%	6,40%
Jaguaré	2.019	4.981	146,71%	19	25	31,58%	11,90%	6,19%
Jardins	3.932	8.164	107,63%	28	43	53,57%	8,89%	6,51%
Jd. Aeroporto	2.168	6.302	190,68%	17	26	52,94%	9,83%	5,06%
Jd. América	3.678	8.438	129,42%	27	42	55,56%	9,17%	6,14%
Jd. Avelino	2.570	4.616	79,61%	14	23	64,29%	6,74%	6,15%
Jd. Consórcio	1.761	4.291	143,67%	16	25	56,25%	11,46%	7,22%
Jd. Europa	5.288	10.334	95,42%	30	51	70,00%	7,02%	6,09%
Jd. Guedala	4.208	6.397	52,02%	29	31	6,90%	8,59%	5,97%
Jd. Leonor	3.148	5.154	63,72%	19	27	42,11%	7,49%	6,47%
Jd. Marajoara	2.463	4.873	97,85%	21	28	33,33%	10,73%	7,12%

Emerson Rildo Araújo de Carvalho

Jd. Paulista	3.436	7.532	119,21%	28	41	46,43%	10,23%	6,73%
Jd. Paulistano	5.781	9.623	66,46%	26	48	84,62%	5,53%	6,15%
Jd. Prudência	2.238	4.932	120,38%	14	25	78,57%	7,77%	6,26%
Jd. São Paulo	2.757	4.637	68,19%	20	19	-5,00%	9,06%	5,03%
Jd. Saúde	2.591	5.409	108,76%	18	27	50,00%	8,66%	6,16%
Klabin	3.275	7.028	114,60%	21	31	47,62%	7,97%	5,42%
Lapa	2.961	6.346	114,32%	18	28	55,56%	7,54%	5,43%
Lausane	2.132	4.709	120,87%	17	22	29,41%	10,00%	5,75%
Liberdade	2.080	5.286	154,13%	15	27	80,00%	9,01%	6,30%
Mirandópolis	2.862	6.089	112,75%	16	29	81,25%	6,92%	5,87%
Moema	3.823	7.911	106,93%	25	46	84,00%	8,14%	7,21%
Mooca	2.416	5.028	108,11%	15	24	60,00%	7,71%	5,88%
Morumbi	3.046	4.615	51,51%	20	28	40,00%	8,17%	7,53%
Pacaembu	4.447	7.222	62,40%	24	28	16,67%	6,67%	4,75%
Panamby	3.512	5.587	59,08%	28	38	35,71%	10,00%	8,47%
Parada Inglesa	2.456	5.693	131,80%	11	17	54,55%	5,51%	3,64%
Paraíso	3.209	7.221	125,02%	25	38	52,00%	9,76%	6,50%
Perdizes	3.209	6.961	116,92%	19	30	57,89%	7,34%	5,30%
Pinheiros	3.220	7.454	131,49%	22	40	81,82%	8,51%	6,63%
Planalto Paulista	3.092	7.281	135,48%	22	40	81,82%	8,88%	6,80%
Pompeia	3.208	7.003	118,30%	20	29	45,00%	7,74%	5,08%
Pq. Mooca	2.734	4.933	80,43%	15	22	46,67%	6,79%	5,48%
Real Parque	2.857	4.972	74,03%	26	30	15,38%	11,48%	7,49%
República	1.737	4.475	157,63%	14	26	85,71%	10,11%	7,20%
São Judas	2.625	5.651	115,28%	15	32	113,33%	7,08%	7,01%
Santana	2.486	5.492	120,92%	16	24	50,00%	8,00%	5,37%
Saúde	2.688	5.997	123,10%	17	29	70,59%	7,86%	5,96%
Stá Cecilia	2.542	5.716	124,86%	24	32	33,33%	11,94%	6,93%
Sto Amaro	2.602	5.906	126,98%	22	32	45,45%	10,63%	6,70%
Sumaré	3.311	6.649	100,82%	19	28	47,37%	7,11%	5,17%
Sumarezinho	3.060	6.461	111,14%	17	32	88,24%	6,87%	6,11%
Tatuapé	2.855	5.285	85,11%	16	27	68,75%	6,94%	6,31%
Tucuruvi	2.308	4.925	113,39%	12	21	75,00%	6,42%	5,24%
Vi. Andrade	2.486	4.783	92,40%	17	33	94,12%	8,52%	8,60%
Vi. Bertioga	2.439	5.295	117,10%	12	23	91,67%	6,07%	5,34%
Vi. Buarque	2.123	5.179	143,95%	15	33	120,00%	8,82%	7,92%
Vi. Clementino	2.952	7.084	139,97%	17	34	100,00%	7,13%	5,91%
Vi. Formosa	2.321	4.630	99,48%	15	24	60,00%	8,04%	6,40%
Vi. Gomes Cardim	3.087	5.618	81,99%	14	27	92,86%	5,58%	5,92%
Vi. Hamburguesa	3.193	6.681	109,24%	20	30	50,00%	7,78%	5,52%
Vi. Ipojuca	3.026	6.529	115,76%	19	29	52,63%	7,80%	5,46%
Vi. Leopodina	3.348	6.450	92,65%	12	32	166,67%	4,39%	6,12%
Vi. Madalena	3.572	7.723	116,21%	26	38	46,15%	9,09%	6,07%
Vi. Mariana	3.172	7.222	127,68%	21	36	71,43%	8,24%	6,15%
Vi. Mascote	2.424	5.953	145,59%	17	29	70,59%	8,75%	6,00%
Vi. Matilde	2.211	4.239	91,72%	14	19	35,71%	7,87%	5,51%
Vi. Olímpia	3.034	7.964	162,49%	28	55	96,43%	11,65%	8,61%
Vi. Pompeia	3.256	7.086	117,63%	21	32	52,38%	8,02%	5,56%
Vi. Regente Feijó	3.219	5.336	65,77%	13	25	92,31%	4,96%	5,77%
Vi. Romana	3.337	7.069	111,84%	18	33	83,33%	6,67%	5,75%
Vi. Sônia	2.669	4.830	80,97%	15	26	73,33%	6,96%	6,65%
Vi. Suzana	2.826	4.553	61,11%	20	26	30,00%	8,83%	7,07%
Médias	2.935	6.113	112,77%	19,48	31,04	62,72%	8,40%	6,26%

FONTE: WWW.ZAP.COM.BR/FIPE_ZAP, CÁLCULOS DE RENTABILIDADE ELABORADOS PELO AUTOR: $(1+i)^{12} - 1$ ONDE i É A RAZÃO ENTRE O VALOR DO ALUGUEL E O PREÇO DO IMÓVEL PARA CADA BAIRRO. ESTA RAZÃO NOS DÁ A RENTABILIDADE MENSAL DO INVESTIMENTO EM ALUGUÉIS.