# NÃO HÁ BOLHA POR AQUI

*Não há nada de estranho na alta dos preços dos imóveis no Brasil nos últimos dois anos*

**Carlos Eduardo Soares Gonçalves***

DOIS acontecimentos têm dado combustível para o debate sobre a existência de bolhas no mercado imobiliário brasileiro: o aumento da participação do setor público no volume total de crédito da economia (iniciado como resposta anticíclica aos efeitos da crise financeira de 2008/2009 e agora alistado novamente para outra batalha: a da redução dos spreads) e a forte elevação dos preços do metro quadrado nos últimos dois anos e meio aproximadamente. São fatos incontestáveis, mas daí para a conclusão de que vivemos uma bolha imobiliária, a distância me parece grande.

Neste breve artigo, não entrarei na discussão teórica sobre bolhas (e se elas são racionais ou irracionais) e não apresentarei resultados econométricos sofisticados, testando a existência de anormalidades nos preços de ativos. A ideia é apresentar um pequeno conjunto de evidência empírica simples que vai contra a tese da existência de uma bolha nos preços de imóveis no Brasil, usando como definição de bolha "aumentos de preços não passíveis de serem explicados por mudanças nos fundamentos econômicos".

Retire toda a espuma, e é isso que se deve responder: os preços subiram mais que aquilo que "deveriam" subir com base nos fundamentos?

O preço de qualquer ativo – incluindo uma casa – deve refletir o valor presente do fluxo futuro de rendimentos que esse ativo trará durante sua vida, ajustando-se pelo risco. Em notação,

$$p = E\left(\sum_{i=0}^{n} \frac{Di}{(1+r)^i}\right)$$

Onde $E$ é o operador de expectativas.

No caso de uma casa, o serviço ou rendimento em questão é o aluguel que ela gera (ou você é dono e economiza o aluguel, ou você recebe o aluguel efetivamente). Normalmente, os economistas tratam uma casa como um ativo de longo prazo, com baixa depreciação anual e elevada meia-vida. Em outras palavras, um "$n$" alto. Supondo que o valor esperado dos $D_i$ do modelo acima seja independente da taxa de desconto (fixa em $r$) e tomando-se um "$n$" elevado [1], a expressão pode ser reescrita como:

$$p = \frac{1}{r} E(D_i)$$

No Brasil, é bem provável que $E(D_i)$ tenha crescido recentemente: o valor de ter acesso a um espaço físico no Brasil, principalmente nas grandes cidades, cresceu com as melhorias econômicas por que tem passado o país. Contudo, vamos aqui manter $E(D_i)$ constante para ajudar os defensores da tese de bolhas! O risco também declinou, mas creio que não o suficiente para gerar alterações muito expressivas em $p$.

Sobra assim a conexão entre a taxa de juros real de longo prazo e o preço do ativo. Aqui, sim, a mudança foi expressiva: há três anos, o juro real longo no Brasil – taxa de dez anos – girava em torno de 8%; hoje ele é cerca de metade disso.

Com base nessa queda do juro real e manipulando a expressão acima, temos:

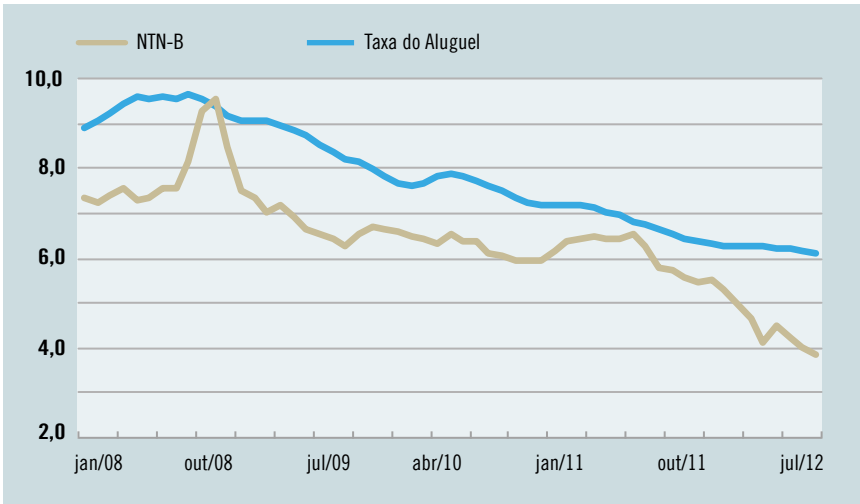
$$p^{2009} = \frac{1}{r^{2009}} E(D_i);$$

$$p^{2012} = \frac{1}{\frac{r^{2009}}{2}} E(D_i) = 2.p^{2009}$$

*Voilà*: preços dobrados!

**Taxa do aluguel* vs Retorno NTN-B (10 anos)**

em % ao ano




*Razão: preço de locação/preço de venda em %.
Fontes: Ambima e FipeZap. Elaboração: LCA

1 A hipótese feita aqui é de $n$ tendendo a infinito, mas para 30 anos essa é uma boa aproximação, dado o caráter exponencial do desconto intertemporal.

Outro modo de ver o mesmo fenômeno é calcular o valor do aluguel de um imóvel como proporção de seu preço e compará-lo ao juro real dos títulos de longo prazo. A ideia é que a taxa do aluguel precisa acompanhar o movimento do juro real dos ativos na economia, por uma lógica simples de arbitragem. Na verdade, deve acompanhar, mas situar-se sempre ligeiramente acima, para compensar o dono do imóvel pelo risco mais alto e pelos custos associados à manutenção de uma casa por muitos anos. O gráfico a seguir sugere que justamente essa foi a tendência dos dados no período recente.

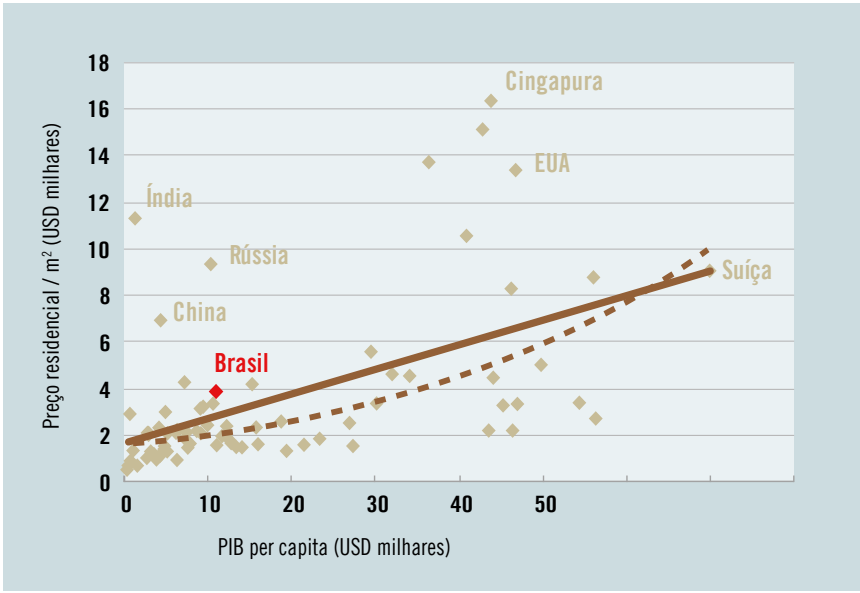
No caso de bolha, o que deveria acontecer? Bem, bolha é preço subindo indevidamente, o que por sua vez deveria tornar a taxa de retorno do aluguel (valor do aluguel/preço da casa) anormalmente baixa[2]. Mas isso simplesmente não está nos dados, visto que o aluguel está, na margem, dando um retorno de aproximadamente 6%.

Há, contudo, outra pergunta que pode causar inquietação: há algo de estranho com o juro real (estaria ele baixo demais)? Claro, se há bolha no fundamento em questão – no caso do nosso exemplo em $r$ ou $E(D_i)$ – o preço do ativo será também "anormal", ainda que plenamente explicado pelos "fundamentos" (nesse caso "fundamentos bolhais"). Sim, os juros reais de curto prazo seguramente estão abaixo do seu nível de longo prazo, mas não creio que haja bolha na estrutura a termo, ou dito de outro modo, não creio que o juro de longo prazo estimado em algo entre 4% e 5% seja anormalmente baixo para as condições da economia brasileira.

O resumo dessa discussão até aqui é que não há nada de estranho na oscilação para cima dos preços dos imóveis no Brasil nestes últimos dois anos. Não descarto aqui casos isolados de altas excessivas de preços, principalmente em lugares com fortes restrições à expansão da oferta, como o Rio de Janeiro, mas uma real e generalizada bolha não parece presente.

E a comparação internacional, o que nos diz? Em países mais desenvolvidos, o valor da terra é obviamente mais elevado, então se espera que haja nos dados uma relação positiva entre preço em dólares do metro quadrado e o nível de renda por habitante. Claro, essa relação é influenciada por heterogeneidades nos graus de restrição à construção nos diferentes países, ente outros fatores, mas em média deve valer. Como o Brasil aparece nessa foto? "Bolhal" ou normal? O gráfico a seguir sugere que para o nível de desenvolvimento do país, não há nada de estranho com o preço do nosso metro quadrado médio.

**Preço residencial/m² vs PIB per capita**




Fontes: Global Property Guide e FMI

***Crises associadas a bolhas geram problemas quando essas bolhas vêm infladas por mudanças no padrão de concessão dos empréstimos, o que não parece ser o caso do Brasil***

Por fim, é sempre importante ressaltar que crises associadas a bolhas geram problemas quando essas bolhas vêm infladas por mudanças no padrão de concessão dos empréstimos, como no caso do mercado norte-americano de crédito imobiliário, e também no *subprime* tupiniquim no mercado de automóveis em 2011/2012.

Houve mudança no padrão de concessão do crédito imobiliário no Brasil?

No papel, seguramente não, dado que nenhuma legislação foi afrouxada. Na prática, como sempre há algum de ajuste que é discricionário uma resposta peremptória não é possível. Contudo, os dados de inadimplência nesse segmento específico sugerem que isso não ocorreu: aparentemente a qualidade do *pool* de tomadores não piorou ao longo do tempo. O número de tomadores, este sim cresceu, mas cresceu porque o juro caiu. E se o juro caiu por fundamentos melhores, está tudo explicado sem precisarmos evocar bolhas e quetais.

2 Isso pressupõe que não haja bolha no valor do aluguel. Mas o mercado de aluguéis é um mercado spot, e não faz muito sentido pensar em bolhas nesses mercados.

* Professor titular da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP). Este artigo foi originalmente publicado pela LCA Consultores.