



Universidade Federal
do Rio de Janeiro

Escola Politécnica

ANÁLISE DE CICLOS IMOBILIÁRIOS E DE ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTOS

Gabriel Côrtes Magalhães Gondim

Projeto de Graduação apresentado ao Curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Engenheiro de Produção.

Orientador:

Prof. Amarildo Fernandes, D.Sc.

Rio de Janeiro

Agosto 2013

ANÁLISE DE CICLOS IMOBILIÁRIOS E DE ESTRATÉGIAS DE
INVESTIMENTOS

Gabriel Côrtes Magalhães Gondim

PROJETO DE GRADUAÇÃO SUBMETIDA AO CORPO DOCENTE DO CURSO
DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO DA ESCOLA POLITÉCNICA DA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS
REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE
ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO.

Examinada por:

Prof. Amarildo Fernandes, D.Sc. (Orientador)

Prof. Marcos Cavalcanti, D.Sc.

Prof. Klitia V. Bicalho de Sá, D.Sc.

RIO DE JANEIRO, RJ - BRASIL

AGOSTO de 2013

Gondim, Gabriel Côrtes Magalhães

Análise de Ciclos Imobiliários e de Estratégias de Investimentos/ Gabriel Côrtes Magalhães Gondim – Rio de Janeiro: UFRJ/ Escola Politécnica, 2013.

61 p.: il.; 29,7 cm.

Orientador: Prof. Amarildo Fernandes (D.Sc.)

Projeto de Graduação – UFRJ / Escola Politécnica/

Curso de Engenharia de Produção, 2013.

Referencias Bibliográficas: p. 60 - 61.

1 – Mercado Imobiliário, 2 – Ciclos Imobiliários, 3 – Investimento
Imobiliário, 4 - Macroeconomia

I.Fernandes, Amarildo. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro,
Escola Politécnica, Curso de Engenharia de Produção. III. Análise
De Ciclos Imobiliários E De Estratégias De Investimentos

*“É mais fácil obter o que se deseja com um sorriso
do que à ponta da espada.”*

William Shakespeare

Agradecimentos

Aos meus pais, Guilherme e Maria, e à minha irmã, Ana Paula, meu agradecimento pelo amor, carinho, apoio e por toda dedicação em me formar o homem sou. À minha Tia Nina, saudades eternas e meu agradecimento pelo amor incondicional.

À UFRJ, meu agradecimento pela oportunidade de levar comigo o nome e a tradição dessa instituição da qual tanto me orgulho de ter feito parte.

Aos amigos, dos mais variados cantos onde passei, meu agradecimento por tornarem minha vida tão divertida e prazerosa. Sei que com vocês, minhas conquistas serão sempre muito bem celebradas.

Aos docentes da Escola Politécnica, meu agradecimento pela grandeza de compartilharem seus conhecimentos, experiências e habilidades comigo e meus colegas. Tenham a certeza de que grande parte do que viermos a conquistar se deve a vocês.

Ao Amarildo Fernandes, meu orientador, que não só foi muito solícito como também acreditou na realização desse projeto desde sua concepção intelectual, me fornecendo todo o apoio necessário para concluí-lo.

Resumo do Projeto de Graduação apresentado à Escola Politécnica/ UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Engenheiro de Produção.

Análise de Ciclos Imobiliários e de Estratégias de Investimentos

Gabriel Côrtes Magalhães Gondim

AGOSTO/2013

Orientador: Prof. Amarildo Fernandes (D.Sc)

Curso: Engenharia de Produção

O presente estudo traz algumas importantes conclusões para a compreensão do funcionamento de ciclos imobiliário, da atual conjuntura do setor imobiliário brasileiro e das oportunidades de investimento imobiliário disponíveis. Um dos principais pontos para compreender o funcionamento dos ciclos imobiliários é o fato de que são afetados por diversos fatores, que geram entropia no sistema e fazem com que este não convirja para uma situação de equilíbrio em longo prazo. Esses fatores podem ser de ordem econômica, política, regulatória ou demográfica. O mercado imobiliário brasileiro passou, nos últimos três anos, por um período de crescimento e valorização muito forte e a análise dos indicadores econômicos e imobiliários leva a concluir que o setor imobiliário brasileiro está chegando próximo a uma situação de saturação de demanda. Também são apresentadas as mais variadas estratégias de investimento imobiliário, analisando suas particularidades, vantagens, desvantagens e riscos. Espera-se que com esses conhecimentos, o leitor poderá tirar conclusões mais racionais para a tomada de decisão de investir no setor imobiliário.

Palavras-chave: Mercado Imobiliário, Ciclos Imobiliários, Investimento Imobiliário, Macroeconomia

Abstract of Undergraduate Project presented to POLI/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Engineer.

Real Estate Cycles and Investment Strategies' Analysis

Gabriel Côrtes Magalhães Gondim

AGOSTO/2013

Advisor: Prof. Amarildo Fernandes (D.Sc)

Course: Industrial Engineering

This study provides some important findings for understanding the functioning of the real estate cycles, the current situation of the Brazilian real estate market and real estate investment opportunities available. One of the key points to understand the functioning of real estate cycles is the fact that they are affected by various factors, which generate entropy in the system and make this not to converge to a balance in the long-term. These factors can be economic, political, regulatory or demographic. The Brazilian real estate market has passed by a period of very strong growth in the past three years and the analysis of economic and real estate indicators leads to the conclusion that the Brazilian real estate sector is approaching a situation of demand saturation. It also present the most diverse real estate investing strategies, analyzing its particularities, advantages, disadvantages and risks. It is expected that with this knowledge, the reader can draw more rational conclusions when investing in real estate.

Keywords: Real Estate Market, Real Estate Cycles, Real Estate Investment, Macroeconomics

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
1.1	OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS	1
1.2	RELEVÂNCIA DO ESTUDO	2
1.3	LIMITAÇÃO DO TEMA	2
2	REVISÃO BIBLIORÁFICA	4
2.1	CICLOS IMOBILIÁRIOS	4
2.1.1	<i>Funcionamento de um Ciclo Imobiliário</i>	4
2.1.2	<i>Modelagem Sistêmica de um Ciclo Imobiliário</i>	5
2.1.3	<i>Drivers de Ativação dos Ciclos Imobiliários</i>	7
2.2	TEORIA GEO-AUSTRÍACA (<i>GEO-AUSTRIAN THEORY</i>).....	8
3	BOLHAS IMOBILIÁRIAS	11
3.1	CRISE DO <i>SUBPRIME</i> DE 2008 NOS EUA	11
4	MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	17
4.1	VISÃO GERAL.....	17
4.2	EXPANSÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....	21
4.3	VALORIZAÇÃO DOS IMÓVEIS	23
4.4	CRESCIMENTO DO INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	25
4.5	Déficit Habitacional	27
4.6	IDENTIFICAÇÃO DO ESTÁGIO ATUAL DO CICLO IMOBILIÁRIO	28
4.7	RISCO DE UMA BOLHA IMOBILIÁRIA NO BRASIL.....	29
5	ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	32
5.1	BUY AND HOLD	32
5.2	COMPRAR E ALUGAR	33
5.3	COMPRAR, REFORMAR E VENDER	35
5.4	COMPRAR NA PLANTA E VENDER DEPOIS DAS CHAVES	36
5.5	<i>POOL</i> IMOBILIÁRIO	37
5.6	INVESTIR EM TÍTULOS IMOBILIÁRIOS	38
5.6.1	<i>Certificado de Crédito Imobiliário (CCI)</i>	38
5.6.2	<i>Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)</i>	39
5.6.3	<i>Letra de Crédito Imobiliário (LCI)</i>	40
5.6.4	<i>Letras Hipotecárias (LH)</i>	41
5.7	INVESTIR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII).....	42

5.8	INVESTIR EM AÇÕES DE EMPRESAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO	43
6	CONCLUSÃO	45
7	BIBLIOGRAFIA.....	47

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Representação esquemática das fases de um ciclo imobiliário.....	5
Figura 2 - Modelagem com sistemas dinâmicos de mercado de imóveis	6
Figura 3 - Gráfico resultante do funcionamento do modelo.....	7
Figura 4 - Endividamento das famílias nos EUA de 1980 a 2011	11
Figura 5 - Evolução da taxa básica de juros dos EUA de 1990 a 2013.....	12
Figura 6 - Gráfico da evolução dos preços dos imóveis nos EUA de 1997 a 2008	13
Figura 7 - Evolução da emissão de novas hipotecas e participação das hipotecas Subprime nos EUA de 2001 a 2006	14
Figura 8 - Evolução da taxa de inflação dos EUA de 1990 a 2013.....	14
Figura 9 - Evolução dos gastos com construção residencial nos EUA de 2001 a 2008.	15
Figura 10 - Evolução da taxa de desemprego no Brasil de 2002 a Julho de 2013 (%).	17
Figura 11 - Evolução do rendimento médio real efetivo das pessoas ocupadas no Brasil de 2003 a 2012.....	18
Figura 12 - Evolução da distribuição de classes no Brasil.	18
Figura 13 - Evolução da taxa básica de juros no Brasil (Selic) de 2002 a Julho de 2013 (%).	19
Figura 14 - Evolução do IPCA de 2002 a Agosto de 2013.	20
Figura 15 - Crescimento do PIB do Brasil de 2002 a 2012 (%).	21
Figura 16 - Evolução do crédito imobiliário no Brasil de 2002 a 2013.	21
Figura 17 - Financiamento imobiliário como percentual do PIB no Brasil de 2004 a 2013.	22
Figura 18 - Evolução dos financiamentos de imóveis residenciais por fonte de recursos no Brasil de 2004 a 2012.	23
Figura 19 - Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis nacional. (100 = Agosto de 2010).	24

Figura 20 - Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis no Rio de Janeiro. (100 = Agosto de 2010).	24
Figura 21 – Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis em São Paulo. (100 = Agosto de 2010).	25
Figura 22 - Evolução do número de FIIs no Brasil de 2008 a Junho de 2013.	26
Figura 23 – Evolução da liquidez dos FIIs na BM&FBOVESPA de 2002 a 2012.....	26
Figura 24 - Relação de crédito imobiliário sobre PIB em diversos países.....	31

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estimativa de déficit habitacional no Brasil de 2007 a 2012	27
Tabela 2 - Estimativa de déficit habitacional por faixa de salário no Brasil	28

1 INTRODUÇÃO

Na natureza, muitos comportamentos podem ser explicados através de uma lógica de ciclos: ciclo do Carbono, Nitrogênio, da Terra ao redor de seu próprio eixo, marcando nossa referência temporal de dias, da Terra ao redor do Sol, marcando a passagem dos anos, e o próprio ciclo da vida, pelo qual nascemos, crescemos, reproduzimos e morremos.

No mundo dos negócios e da economia não é diferente. Qualquer pessoa de mais idade poderá dizer quantas vezes já presenciou períodos de crescimento, de estagnação, de recessão na economia, ciclos de alta e de baixa nos juros, ondas inflacionárias, momentos de guerra e de paz, a moda de dez anos atrás voltando com força para as vitrines das melhores lojas. Certamente, a humanidade evolui com o tempo, aprende com erros do passado e procura não os repetir no futuro, mas certas coisas possuem comportamento cíclico por sua própria natureza.

O mercado imobiliário está incluído nesse grupo que apresenta comportamento cíclico. Conforme será apresentado nesse estudo, muitos pesquisadores já haviam constatado a possibilidade de interpretar as oscilações de preços do metro quadrado sob a ótica de ciclos imobiliários, que são intimamente relacionados com outros ciclos econômicos e de negócios.

Com base nesses estudos, esse texto analisa a evolução dos indicadores econômicos e imobiliários brasileiros para identificar em que estágio do ciclo imobiliário o Brasil está e apresenta as mais variadas estratégias de investimento imobiliário disponíveis. Espera-se que com esses conhecimentos, o leitor poderá tirar conclusões mais racionais para a tomada de decisão de investir no setor imobiliário.

1.1 Objetivos Geral e Específicos

O objetivo geral deste trabalho é analisar o mercado imobiliário brasileiro sob a ótica de ciclos imobiliários e apresentar as mais variadas estratégias de investimento imobiliário, explicitando suas particularidades, vantagens, desvantagens e riscos.

Para isso, temos os objetivos específicos de:

- Apresentar o referencial conceitual de ciclos imobiliários;
- Analisar as variáveis relacionadas aos ciclos de valorização e desvalorização dos imóveis através de modelagem sistêmica;
- Analisar o caso da crise imobiliária de 2008 nos EUA, entendendo os fatores e as circunstâncias que levaram à ocorrência da bolha;
- Analisar a evolução do mercado imobiliário brasileiro e identificar através de indicadores em que estágio do ciclo imobiliário o Brasil se encontra;
- Apresentar e analisar as estratégias de investimento imobiliário disponíveis no mercado, explicitando suas particularidades, vantagens, desvantagens e riscos;

1.2 Relevância do Estudo

Esse estudo trata de ciclos imobiliários e investimentos imobiliários, um tema amplamente discutido no mundo e que está em voga no Brasil devido a atual conjuntura monetária e econômica do país, a alta valorização dos imóveis nos últimos anos e a recente popularização do investimento imobiliário.

Ao longo do estudo, são apresentadas algumas das mais relevantes teorias de ciclos imobiliários e macroeconômicos, construindo um importante referencial teórico para a compreensão do funcionamento dos ciclos. A ocorrência de bolhas imobiliárias é analisada através da recente Crise do *Subprime* de 2008 nos EUA. Em seguida, é feita uma análise com os mais atuais dados e indicadores imobiliários e econômicos, com o objetivo de entender a atual conjuntura do setor imobiliário brasileiro e identificar em que estágio do ciclo o Brasil estaria. Por fim, são apresentadas, de forma abrangente, as mais variadas estratégias de investimento imobiliário, analisando suas particularidades, vantagens, desvantagens e riscos, o que resulta em um conteúdo indispensável para qualquer pessoa que pretenda começar a investir no mercado imobiliário brasileiro.

1.3 Limitação do Tema

Conforme será detalhado nesse trabalho, o Brasil ainda é um mercado imobiliário considerado pouco maduro. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), um dos principais produtos de investimento imobiliário, existem desde os anos 60 nos EUA,

enquanto no Brasil, o primeiro FII foi criado só em 1994, e ganhou popularidade nos últimos cinco anos. Portanto, não há histórico de dados suficiente para fazer relações macroeconômicas confiáveis com o desempenho das estratégias de investimento disponíveis. Sendo assim, esse trabalho não pretende julgar ou atestar quais estratégias são mais interessantes dado o estágio do ciclo imobiliário atual do Brasil, pretende apenas apresentar, de forma abrangente, as características, vantagens, desvantagens e riscos de cada alternativa de investimento.

2 REVISÃO BIBLIORÁFICA

2.1 Ciclos Imobiliários

A teoria de ciclos imobiliários está ligada a interpretação das variações nos preços dos imóveis de um determinado país de forma cíclica e periódica. A maior parte dos estudos realizados sobre esse tema buscava compreender os fatores que levavam ao aumento da demanda e oferta de imóveis. Há uma literatura relativamente extensa que analisa uma base histórica de dados e busca encontrar padrões cíclicos com o objetivo de determinar o tamanho dos ciclos. Os resultados mais comuns eram ciclos de sete a oito anos de duração. Born e Pyhrr (1994) resumiram todos os estudos anteriores sobre ciclos e concluíram que, de fato, os ciclos econômicos impactavam nos retornos do mercado imobiliário, uma importante constatação que deu origem a uma série de estudos posteriores.

Pyhrr e Roulac (1996) defenderam a teoria de que 15 diferentes ciclos deveriam ser analisados para entender os ciclos imobiliários, entre eles o de inflação, construção, tecnologia e mudanças sociais.

Kaiser (1997) analisou os chamados “*Major Real Estate Cycles*”, que é uma interpretação das flutuações de preços de imóveis sob uma ótica de ciclos mais longo, de cerca de 18 anos. Ciclos longos já haviam sido estudados por outros pesquisadores, como Hoyt (1933).

2.1.1 Funcionamento de um Ciclo Imobiliário

Um ciclo imobiliário possui basicamente quatro fases, o *Boom*, a Desaceleração (*Slowdown*), a Recessão (*Recession*) e a Recuperação (*Recovery*) e seu principal motor é a dinâmica de oferta e demanda. Para entender seu funcionamento, em um primeiro momento serão deixados de lado os fatores que corroboram para a variação da demanda e oferta de imóveis, focando apenas na dinâmica de oferta e demanda.

Conforme representado na figura 1, a fase do *Boom* se inicia com um crescimento acentuado da demanda acima da oferta, fazendo com que os preços dos imóveis subam até atingir um nível que provoca uma redução na demanda. Nesse ponto começa a fase de Desaceleração, na qual a oferta atrasada de imóveis para atender a forte demanda da

fase anterior começa a ter efeito fazendo os preços caírem. A fase da Recessão se inicia quando a oferta excede a demanda, inundando o mercado com imóveis sem que haja demanda para absorvê-los, fazendo os preços caírem ainda mais. Quando os preços chegam a patamares muito baixos, a demanda volta a crescer e dá início a fase de Recuperação, com os preços voltando a subir, dando início a um novo ciclo.

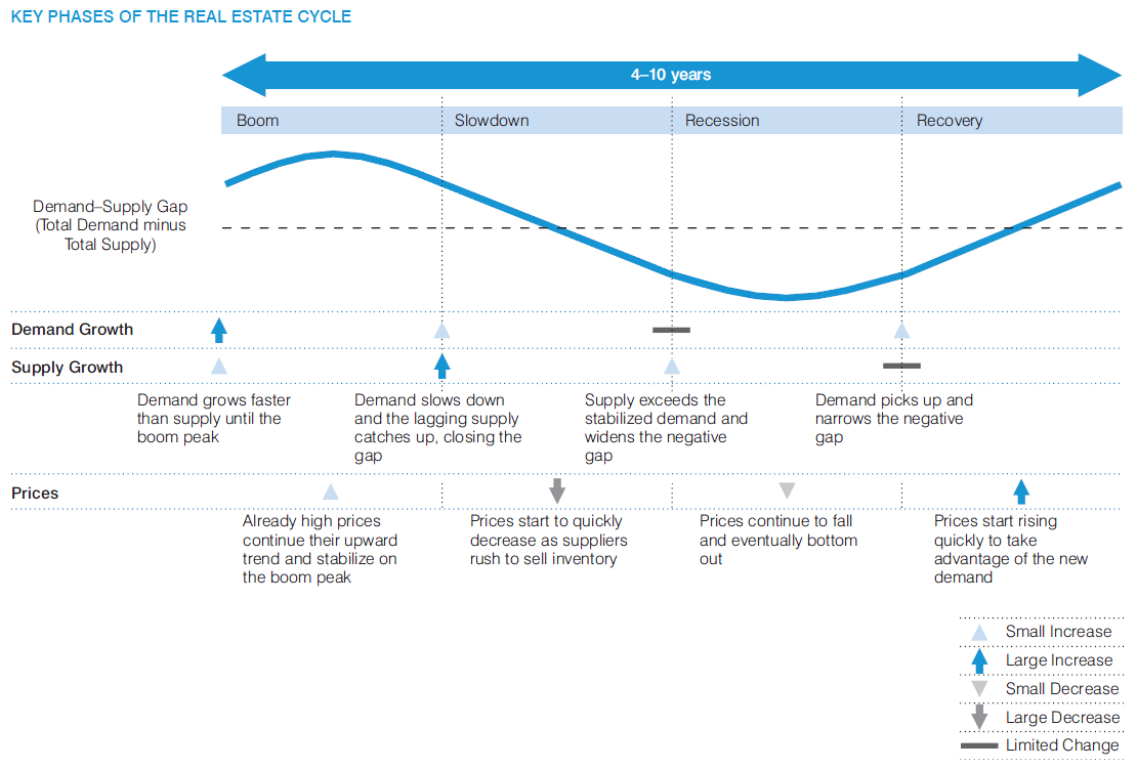


Figura 1 - Representação esquemática das fases de um ciclo imobiliário
 Fonte: Booz&Co. *Riding the Real Estate Cycle: Building Capabilities for a Sustainable Future*

Cumprir destacar que os ciclos não necessariamente culminam em bolhas imobiliárias, inclusive o mais comum é que elas não ocorram. A ocorrência delas está condicionada a uma conjunção de fatores econômicos, políticos, demográficos e regulatórios que podem levar a um *crash* do mercado imobiliário e até do sistema financeiro, como foi o caso da Crise do *Subprime* nos EUA em 2008, que será analisada posteriormente nesse texto.

2.1.2 Modelagem Sistêmica de um Ciclo Imobiliário

Ali N. Mashayekhi, em seu artigo “*Real Estate Cycles: A Theory Based on Stock-Flow Structure of Durable Goods Markets*”, propõe um modelo feito com sistemas dinâmicos que retrata o efeito da oferta e demanda sobre o preço dos imóveis e o comportamento cíclico fica evidente nos gráficos resultantes. Como é possível observar na figura 2, ele

uso três estoques em seu modelo: imóveis em construção, imóveis desocupados e imóveis ocupados. Seu modelo leva em consideração aspectos como tempo de construção, tempo de transação de venda e tempo médio de vida útil de imóveis para calibrar as taxas de saída dos estoques. A demanda é influenciada pelos fatores demanda fracionária (preço/preço normal), construção normal para reposição, quantidade de famílias sem imóvel e tempo de transação de venda. Ou seja, são ignorados fatores exógenos como políticas monetárias, fatores econômicos, demográficos ou regulatórios. Além disso, nesse modelo não está contemplado o mercado de aluguel de imóveis, atendo-se apenas ao mercado de compra de imóveis. Também não está contemplado o mercado de imóveis usados, somente o de imóveis novos.

A oferta se dá pela construção de novos imóveis, que é influenciada pela necessidade normal de construção para reposição e pelo efeito do preço no início da construção, que é uma variável afetada pelo preço percebido dos imóveis e pelo preço normal, que pode estimular ou não a construção de novos empreendimentos.

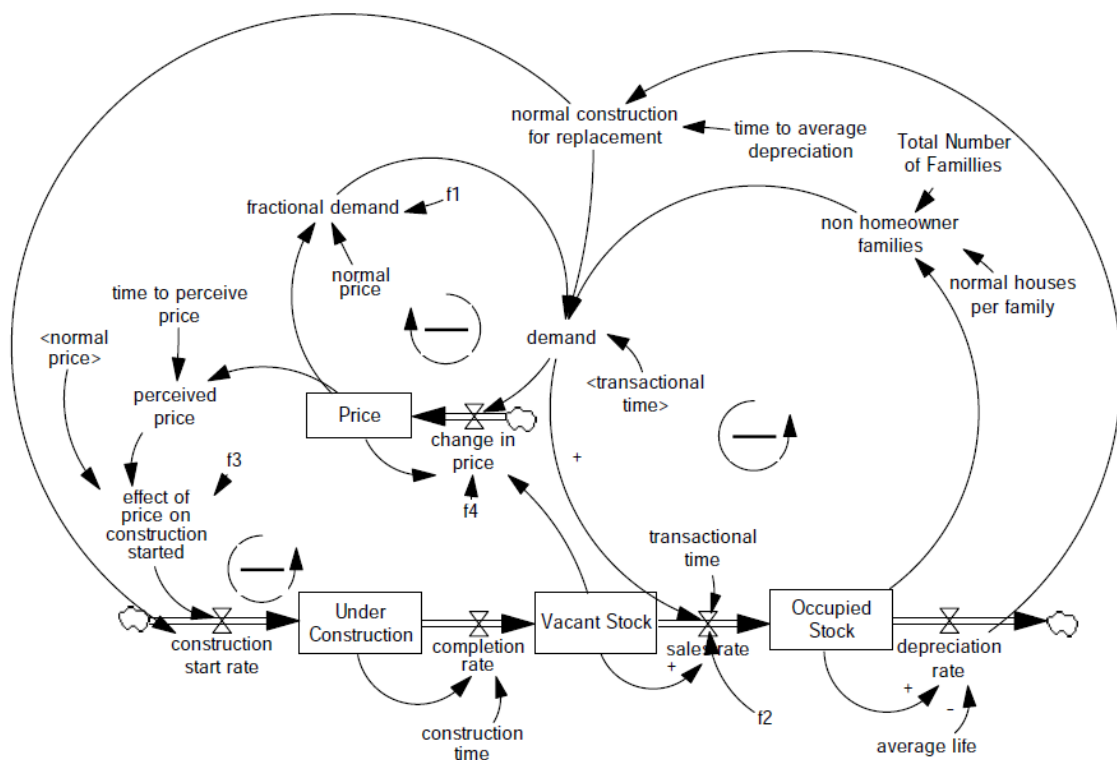


Figura 2 - Modelagem com sistemas dinâmicos de mercado de imóveis
 Fonte: *Real Estate Cycles: A Theory Based on Stock-Flow Structure of Durable Goods Markets*

O gráfico resultante do sistema em funcionamento pode ser observado na figura 3, onde o comportamento oscilatório se dá em ciclos de 10 anos, com amplitude decrescente ao longo dos anos, tendendo a uma situação de equilíbrio.

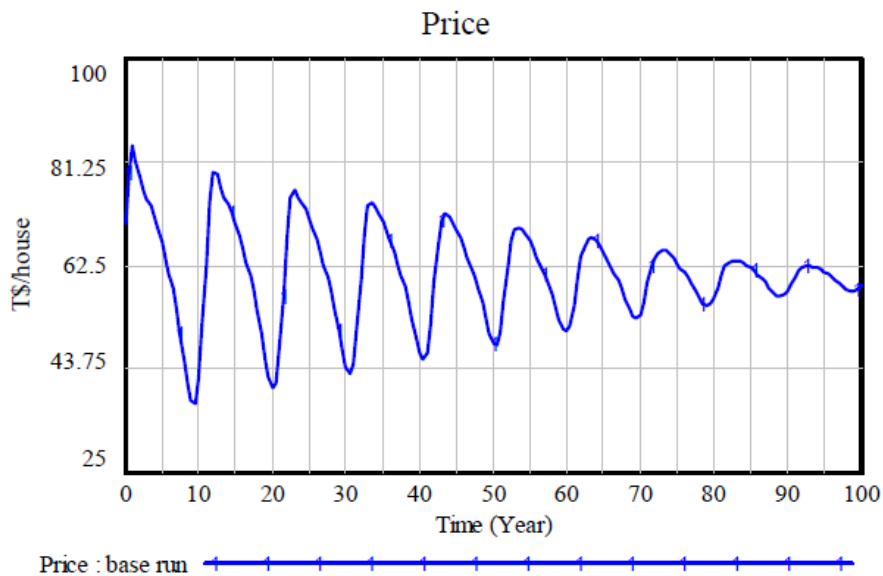


Figura 3 - Gráfico resultante do funcionamento do modelo
Fonte: Real Estate Cycles: A Theory Based on Stock-Flow Structure of Durable Goods Markets

Entretanto, esse modelo é muito simplificado e desconsidera muitos fatores de grande relevância para o entendimento dos ciclos imobiliários. É, portanto, apenas um referencial interessante para explicitar os ciclos de *feedback* envolvendo demanda, oferta e preço.

2.1.3 Drivers de Ativação dos Ciclos Imobiliários

Observando a figura 1, o que se percebe é a dinâmica normal de oferta e demanda. O gráfico da figura 3 apresenta o comportamento cíclico dos preços até atingir um equilíbrio no longo prazo. Entretanto, como defendido por Pyhrr e Roulac (1996), os ciclos imobiliários são afetados por diversos outros ciclos, que garantem o comportamento oscilatório dos preços. Ou seja, a dinâmica de oferta e demanda, por si só, não explica o comportamento dos ciclos imobiliários, pois há um série de fatores que os influenciam. Nesse tópico serão descritos os fatores ou *drivers* que podem causar entropia no sistema.

2.1.3.1 Fatores Demográficos

Fatores demográficos como crescimento populacional, migração, distribuição etária e alterações nas estruturas familiares podem desencadear mudanças nos padrões de demanda por imóveis.

2.1.3.2 Fatores Econômicos

Os fatores econômicos afetam tanto a demanda como a oferta e são principalmente representados por poder de compra da população, variação na renda das famílias, inflação, crescimento econômico do país, políticas fiscais e monetárias, acesso ao crédito, taxa de juros, investimentos estrangeiros e a atratividade do investimento imobiliário comparado com outras alternativas de investimento.

2.1.3.3 Fatores Regulatórios

Assim como os fatores econômicos, os fatores regulatórios podem ter efeito tanto sobre a demanda quanto sobre a oferta. Alterações na legislação podem garantir mais transparência e aumentar a confiança nos investimentos, atraindo mais investidores. Da mesma forma, a regulação pode dificultar o acesso de determinadas categorias de investidores ou burocratizar os processos, diminuindo a atratividade de investimento em imóveis.

2.1.3.4 Fatores Políticos

Estabilidade ou instabilidade política podem causar mudanças nas preferências de investimento, fazendo com que alguns investidores busquem alternativas de maior liquidez.

2.2 Teoria Geo-Austríaca (*Geo-Austrian Theory*)

Foldvary (1997) fez uma síntese de duas tradicionais teorias de ciclos de negócios, a Teoria Austríaca de Ciclos Econômicos (TACE), da Escola Austríaca, e a Teoria de Henry George (1879) de Ciclos de Negócios, ou Teoria Georgiana, criando a Teoria Geo-Austríaca (*Geo-Austrian Theory*).

A Teoria Austríaca defende que políticas monetárias ineficazes de redução da taxa de juros por um longo período de tempo e de crescimento excessivo de concessão de crédito levam a um crescimento insustentável na medida em que a oferta monetária em excesso leva a uma série de maus investimentos e um desequilíbrio entre investimento e poupança. Esse período de crescimento é seguido por uma fase de correção causada por uma crise creditícia, na qual a oferta monetária contrai-se repentinamente.

O cerne da teoria é que a oferta monetária abundante leva a uma distorção da percepção de consumo e faz com que os empresários invistam em um nível de produção para satisfazer um nível de consumo ilusório e temporário. Sendo assim, os esforços dos empresários em criar uma estrutura de produção que na realidade não reflete as atuais preferências temporais do consumidor, levando a um colapso.

A Teoria Georgiana, por sua vez, a especulação do valor da terra tem um papel muito importante nos ciclos macroeconômicos, pois a terra é fundamental para qualquer atividade produtiva. Para George (1879), em comunidades progressistas, nas quais a população está crescendo e um progresso tecnológico sucede a outro, a terra deve aumentar constantemente de valor. Esse aumento constante leva à especulação, na qual aumentos futuros são antecipados e o valor das terras é elevado acima do ponto no qual, sob as condições de produção existentes, seu retorno habitual seria deixado para o trabalho e o capital. E a produção, então, começa a parar.

Em seguida, o desemprego cresce e a demanda agregada diminui, trazendo um período de recessão. Depois que os preços das terras e dos aluguéis caem, os investimentos voltam a se tornar interessantes e a economia começa a se recuperar.

A Teoria Georgiana, entretanto, não comenta sobre o mercado imobiliário e se atém somente às terras.

Na síntese elaborada por Foldvary (1997), ele une as bases das duas teoria, pois as enxerga como complementares, e adiciona o elemento mercado imobiliário. Segundo ele, no início da expansão, o sistema bancário expande o crédito a taxas maiores do que pode ser garantido pela poupança disponível. Isso reduz artificialmente as taxas de juros. Baixas taxas de juros induzem o investimento em bens de capital, e grande parte consiste na construção de imóveis, infraestrutura relacionada e bens duráveis.

À medida que a expansão se transforma em um *boom*, a especulação imobiliária se inicia alimentada pelo crédito ainda barato. Os preços do aluguel e das terras começam a subir de forma acentuada. Enquanto isso, já que a preferência do consumidor temporária não mudou, a demanda por bens de consumo continua como antes, e os preços continuam subindo. Quando a expansão monetária oferecendo crédito barato cessa e quando as expectativas de inflação afetam o mercado de empréstimos, taxas de juro sobem, afetando especialmente o mercado imobiliário, que muito sensível às taxas de juros. Custos mais elevados, que incluem o aumento dos impostos e os custos

trabalhistas, juntamente com as taxas de juros mais altas e as terras mais caras, reduzem a taxa de crescimento de novos investimentos. Os investimentos, principalmente o imobiliário, passam a ser mal investidos, porque não há demanda suficiente para a capacidade extra, como vagas em *shopping centers*, hotéis, escritórios comerciais e apartamentos.

Com a redução da demanda e aumento dos custos, os investimentos começam a cessar. Uma vez que a recessão começa, então, como os preços de imóveis caem, os empréstimos começam a ultrapassar o valor das propriedades. Sendo assim, o colapso imobiliário pode impactar o mercado financeiro, especialmente os bancos e os tomadores de crédito.

Após a depressão do mercado imobiliário, bem como o declínio de outros preços, tornam os investimentos novamente atraentes e o ciclo de expansão recomeça.

3 BOLHAS IMOBILIÁRIAS

Bolhas especulativas são muito temidas em qualquer país do mundo, e isso não é sem motivos. Muitas das grandes crises econômicas mundiais tiveram raízes em bolhas, como a Crise de 2000 com origem na bolha especulativa dos negócios virtuais e a Crise do Subprime de 2008 nos EUA, que teve origem em uma bolha imobiliária.

Nesse tópico, analisaremos o caso da Crise do *Subprime*, que é de grande relevância para nosso estudo por ser uma possível fase de um ciclo imobiliário. O estudo desse caso nos dará bases de comparação importantes para avaliar a situação atual do Brasil, além de explicitar os condicionantes para a eclosão de uma bolha imobiliária.

3.1 Crise do *Subprime* de 2008 nos EUA

A Crise do *Subprime* foi desencadeada em 2006 como uma crise creditícia de origem imobiliária, que culminou em uma crise econômica mundial em 2008. O nível de endividamento das famílias americanas já vinha aumentando desde 1990 e a partir de 1995, o mercado imobiliário voltou a se expandir. Conforme podemos observar no gráfico da figura 4, a razão endividamento total das famílias americanas sobre o PIB dos EUA passou de cerca de 60% em 1990 para quase 100% em 2008.

U.S. Household Debt vs. Disposable Income (DI) and GDP

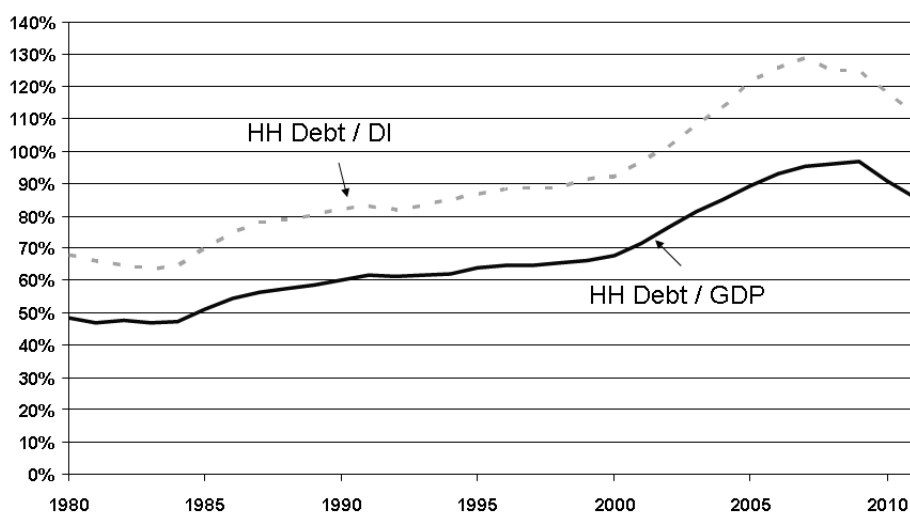


Figura 4 - Endividamento das famílias nos EUA de 1980 a 2011
Fonte: US Federal Reserve

O crescente nível de endividamento das famílias era consequência de uma política monetária expansionista promovida pelo US Federal Reserve (FED), durante o governo de George W. Bush, com intenção de impulsionar a economia dos EUA após a crise de 2000-2001.

Conforme apresentado no gráfico da figura 5, a taxa básica de juros dos EUA foi de 6,5% em 2001 para 1,0% em Maio de 2004. Essa redução aliada aos estímulos para aumento da concessão de crédito, principalmente imobiliário, causou um dos maiores *booms* imobiliários da história dos EUA.

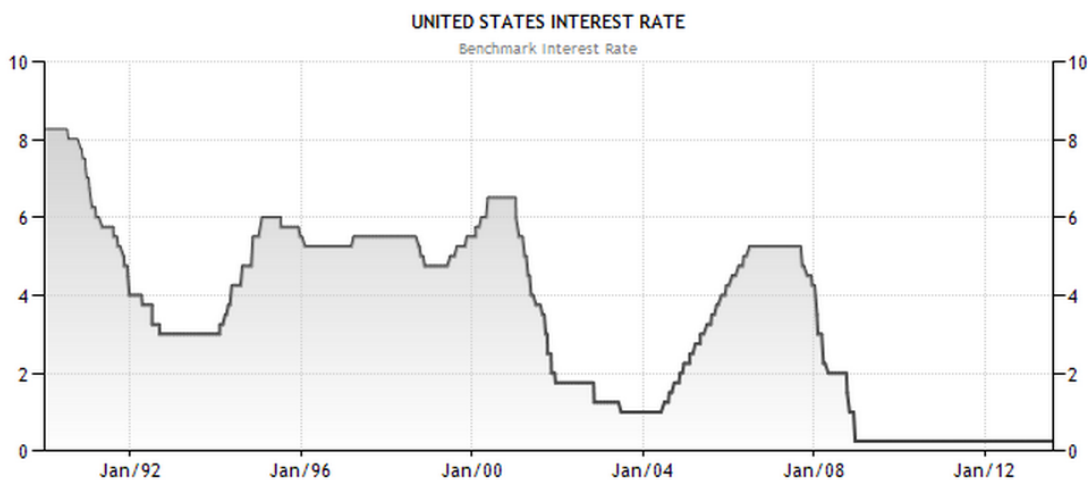


Figura 5 - Evolução da taxa básica de juros dos EUA de 1990 a 2013
Fonte: www.tradingeconomics.com. Dados do U.S. Federal Reserve.

Como fica evidente no gráfico da figura 6, houve uma forte valorização dos imóveis americanos entre 1997 e 2006, chegando a uma valorização real de 85%, segundo o BNDES. Essa valorização foi, em parte, sustentada pela expansão do crédito imobiliário, principalmente do mercado de hipotecas, que responde por mais de dois terços das residências próprias financiadas nos EUA.

Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008

(Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)

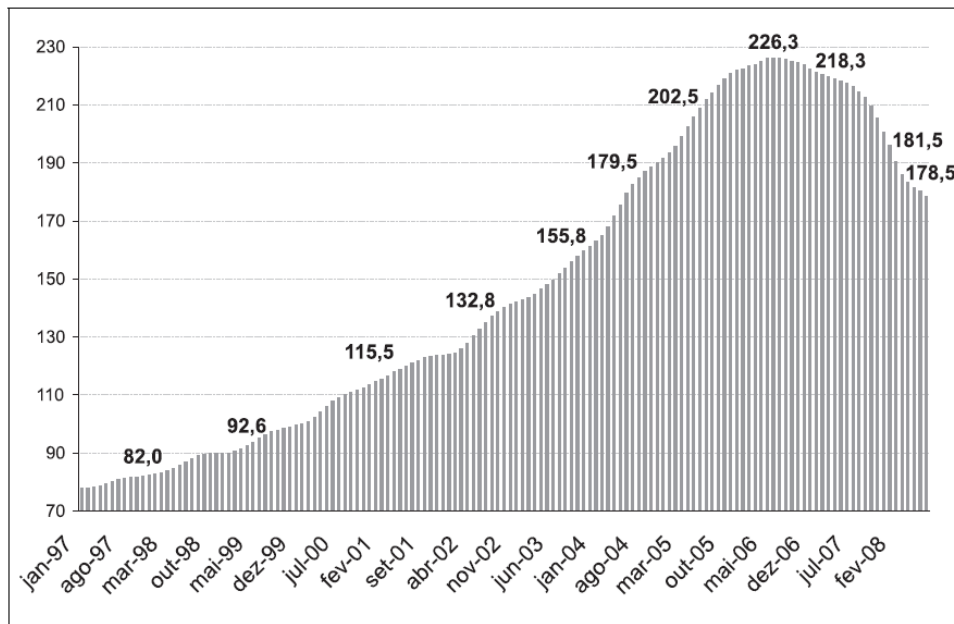


Figura 6 - Gráfico da evolução dos preços dos imóveis nos EUA de 1997 a 2008

Fonte: Revista do BNDES V.15, N. 30 – Analisando a Crise do Subprime. Dados do S&P/Case-Shiller Home Price Índices

O mercado de hipotecas cresceu forte a partir de 2001, atingindo o pico de quase US\$ 4 trilhões em novas hipotecas em 2003. Nessa mesma época, o crédito conhecido como *subprime*, que correspondia a pessoas físicas com elevado risco de crédito, se expandia. Os bancos concediam crédito a clientes sem comprovação de renda e com histórico ruim de crédito, que passaram a ser chamados de clientes *ninja*, do acrônimo, em inglês, *no income, no job, no assets* (sem renda, sem emprego, sem patrimônio).

No gráfico da figura 7, observamos que após o auge em 2003, o mercado de hipotecas recuou e atingiu certa estabilidade, entretanto, a sustentação do ciclo imobiliário expansionista até o fim de 2006 se deve à maior relevância adquirida pelo segmento subprime a partir de 2004, chegando cerca de 20% das hipotecas. Ou seja, com um aparente esgotamento da demanda por crédito por parte das famílias, os bancos começaram a explorar o mercado dos clientes com maior risco de inadimplência.

Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001–2006)

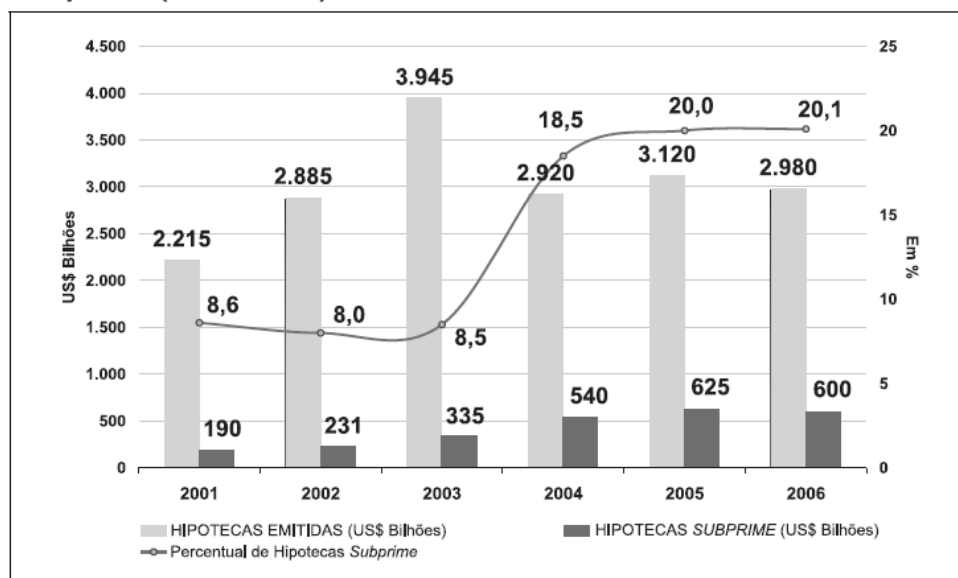


Figura 7 - Evolução da emissão de novas hipotecas e participação das hipotecas Subprime nos EUA de 2001 a 2006
 Fonte: Revista do BNDES V.15, N. 30 – Analisando a Crise do Subprime. Dados do Wray (2007)

A valorização contínua dos imóveis permitia aos clientes a obtenção de novos empréstimos para liquidar os anteriores, dando o mesmo imóvel como garantia. As taxas de juros eram pós-fixadas e os juros começaram a subir em 2005 para conter a pressão inflacionária (vide gráfico da figura 7), fazendo com que as pessoas tivessem maior dificuldade para pagar suas dívidas. Além disso, os prazos eram muito longos, chegando até 30 anos.

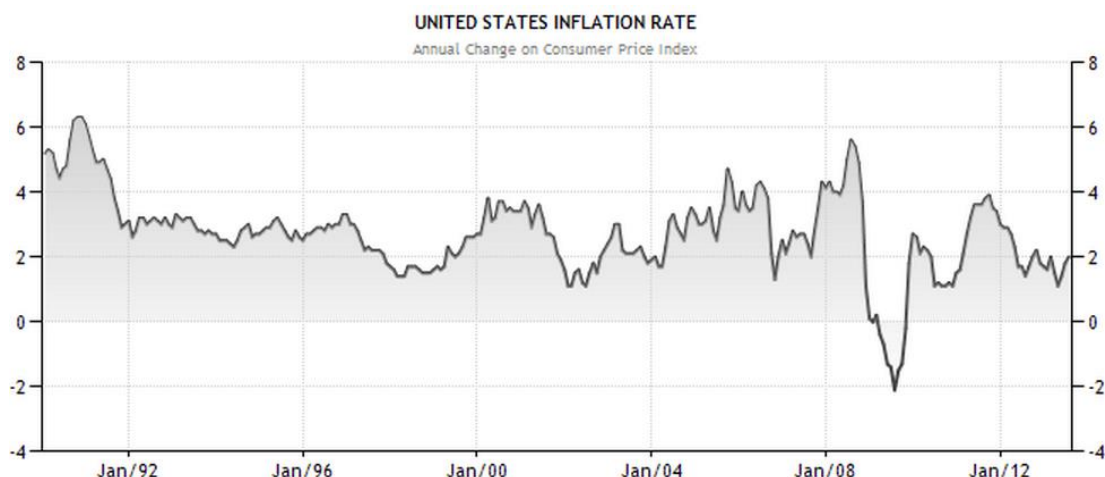


Figura 8 - Evolução da taxa de inflação dos EUA de 1990 a 2013
 Fonte: www.tradingeconomics.com. Dados do U.S. Federal Reserve.

Em Junho de 2006, a taxa básica de juros chegou a 5,25%, e a contraparte desse aperto monetário foi, segundo o BNDES, a partir de 2007, uma sensível queda dos preços dos

imóveis, que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas e, ao mesmo tempo, provocou uma ampliação dos inadimplementos e execuções.

O resultado foi uma forte retração do setor imobiliário, que fica evidente no gráfico da figura 8, onde os gastos com construção residencial começam a cair de forma abrupta a partir de Fevereiro de 2006, passando de US\$ 683 bilhões para US\$ 351 bilhões, uma queda de 48%.

Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008)

(Dados Mensais Anualizados até Agosto de 2008)

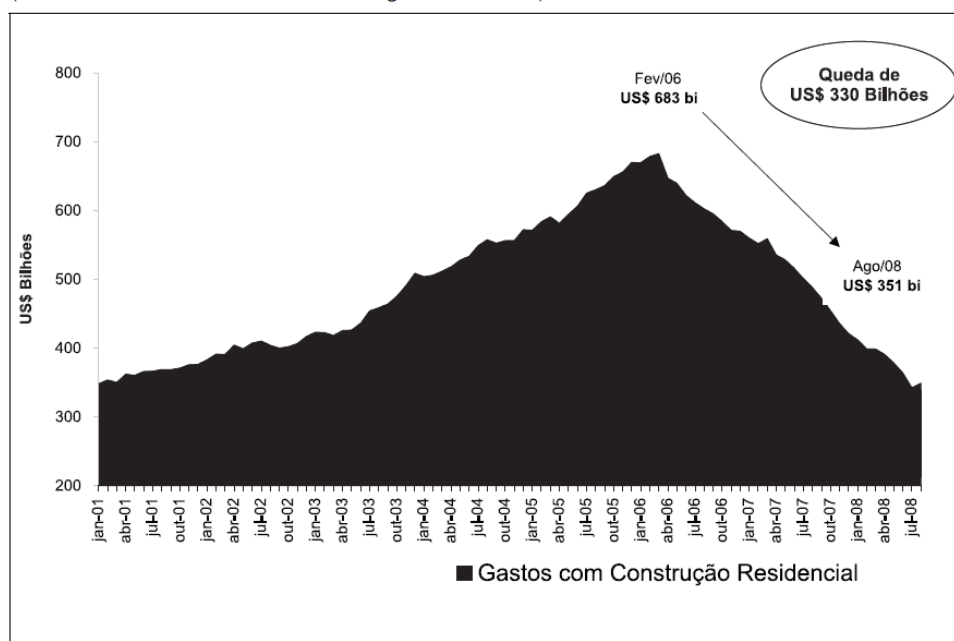


Figura 9 - Evolução dos gastos com construção residencial nos EUA de 2001 a 2008

Fonte: Revista do BNDES V.15, N. 30 – Analisando a Crise do Subprime. Dados do Bloomberg.

Para sustentar o crescimento dos financiamentos *subprime*, que não gerava um fluxo de caixa sustentável para os bancos devido à dificuldade de liquidação, o mercado financeiro elaborou estratégias de obtenção de recursos com a venda de títulos lastreados nos créditos *subprime*. Ou seja, criaram derivativos que podiam ser negociados no mercado financeiro mundial, já que grande parte dos créditos *subprime* eram securitizados. Os principais instrumentos foram os *Collateralized Debt Obligations* (CDO) e os *Structured Investment Vehicles* (SIV).

Os CDOs eram títulos que agrupavam uma grande quantidade de obrigações hipotecárias, ou até também outras obrigações, e eram negociadas em mercado. Fundos CDOs compravam obrigações, faziam um agrupamento usando os mais variados critérios de risco e vendiam cotas de seus fundos, que variavam em rentabilidade de

acordo com a classificação de risco das obrigações ali contidas. Dentre essas classificações, existia a chamada *toxic waste* (lixo tóxico), que eram os títulos de maior risco. Esses papéis eram de difícil negociação, pois para aquele nível de risco, os investidores exigiam retornos muito altos, que poderiam comprometer o balanço dos bancos e corretoras originadoras. Para isso, foram criados os *Structured Investment Vehicles* (SIV), cujo único propósito era emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas.

Através desses veículos, os títulos passaram a ser negociados em bancos de todo o mundo, e quando a crise creditícia se instaurou, o efeito atingiu de forma imediata muitos países.

É interessante destacar a aplicabilidade das teorias de Kaiser (1997) no caso da Crise do *Subprime*. Em seu artigo “*The Long Cycle in Real Estate*”, ele defende as teorias de ciclos imobiliários de 18 anos nos EUA, que foram discutidos primeiramente por Hoyt (1993). A última grande depressão do setor imobiliário americano foi em 1990, e somando os 18 anos chega-se ao ano de 2008. Ou seja, em 1997, seus estudos já apontavam para a existência de um período de recessão do mercado imobiliário em 2008, que são traduzidas na seguinte citação:

“Assuming these cycles lengths repeat, with the last real estate boom/bust period peaking during the years 1985-90, we will not likely see the next eighteen-years cycle correction until after 2003-2008. Patient investors with capital to place in the middle of the next decade might prudently wait until the cycle correction presents a new wave of buying opportunities, but not for the next five to ten years, real estate should continue to offer outstanding return opportunities without fear of significant risks” (KAISER, R. W. (1997) *The Long Real Estate Cycles*. Journal of Real Estate Research, 14, pg. 249)

Mais relevante que isso para nosso estudo é sua constatação de que picos anormais de inflação precedem cada *boom*. Como foi discutido anteriormente, desde 2004 a taxa básica de juros nos EUA foi sendo gradativamente elevada para conter uma forte pressão inflacionária, que teve um pico no início de 2008, antes de eclodir a crise a nível mundial.

4 MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Com a recente forte valorização imobiliária, popularização dos investimentos imobiliários e da expansão do crédito, o mercado imobiliário brasileiro encontra-se em um panorama muito diferente do que há cinco anos. Nesse tópico, serão apresentadas as evoluções dos principais indicadores econômicos e imobiliários, com o objetivo de contextualizar as mudanças ocorridas e analisar a atual conjuntura do setor imobiliário.

4.1 Visão Geral

O Brasil vem passando por mudanças notáveis nos últimos dez anos. A taxa de desemprego caiu muito desde 2003, chegando à mínima histórica de 4,6% em Dezembro de 2012, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Nessa mesma data, o número de pessoas desempregadas era de aproximadamente 1,1 milhão. Ao longo de 2013, a taxa sofreu uma leve elevação para 5,6% em Julho de 2013.



Figura 10 - Evolução da taxa de desemprego no Brasil de 2002 a Julho de 2013 (%)
Fonte: www.tradingeconomics.com. Dados do IBGE.

Essa drástica redução nos índices de desemprego tiveram efeito sobre a renda real efetiva dos brasileiros ocupados, que subiu cerca de 32% de 2004 a 2012, como é possível observar pelo gráfico da figura 11. Em 2012, segundo apontam dados do Banco Central (BACEN), o rendimento médio real efetivo das pessoas ocupadas era de aproximadamente R\$ 1.906,00, contra R\$ 1.443,00, em 2004. Menos pessoas desempregadas significam mais pessoas com acesso a renda e ao consumo.

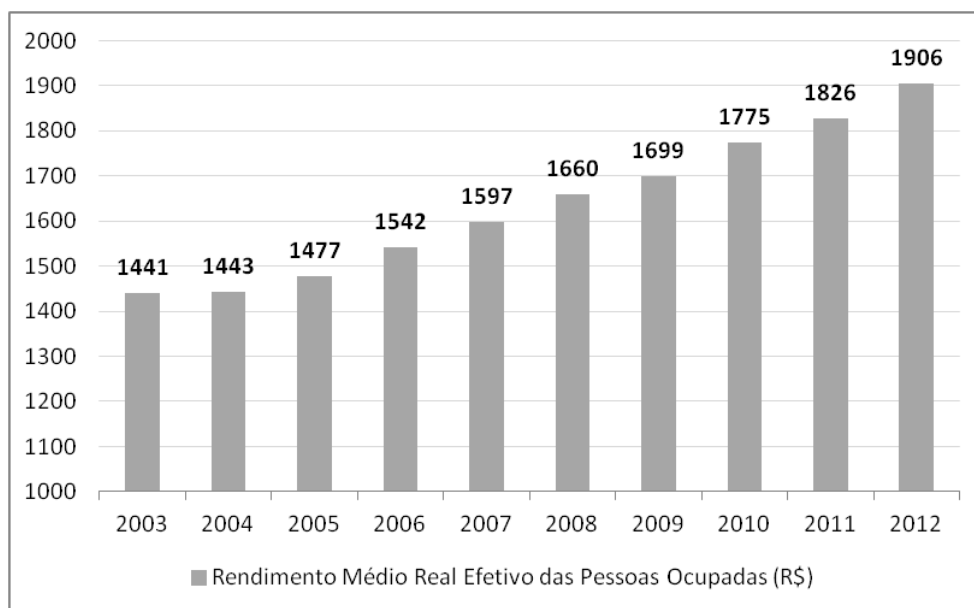


Figura 11 - Evolução do rendimento médio real efetivo das pessoas ocupadas no Brasil de 2003 a 2012
 Fonte: Elaboração própria. Dados compilados do BACEN.

Nesse mesmo período, a divisão de classes sociais tomou formas bastante distintas, refletindo uma maior distribuição de renda e ascensão social. Como mostra o gráfico da figura 12. Levantamentos realizados pelo IBGE apontam que, em 2011, a classe C brasileira respondia por 55% da população, contra 38% em 2003. As classes A e B juntas também cresceram significativamente, passando de 7% em 2003 para 12% em 2011.

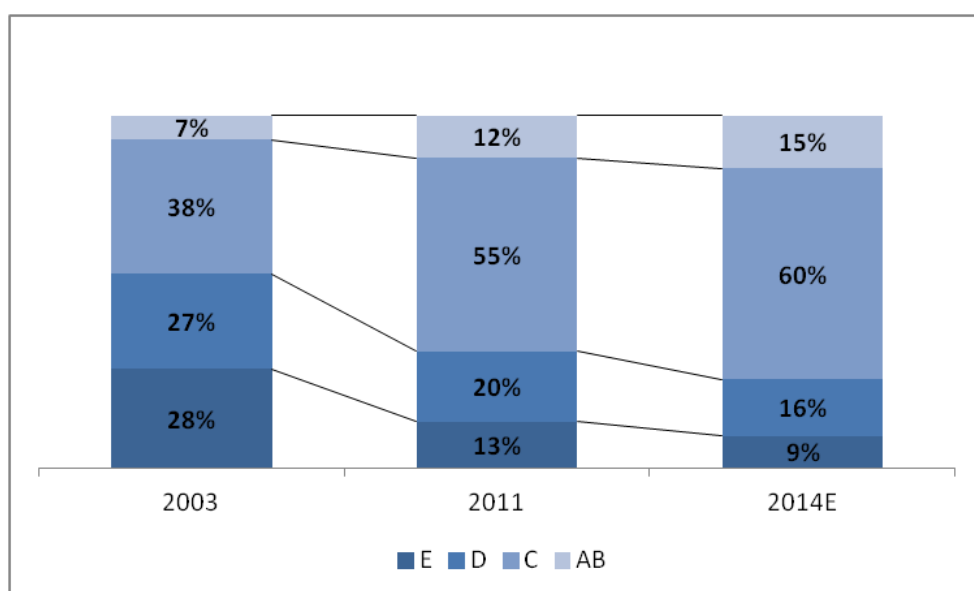


Figura 12 - Evolução da distribuição de classes no Brasil
 Fonte: Elaboração própria. Dados do IBGE.

Esse fenômeno, que tomou destaque pela estatística de que quase 40 milhões de brasileiros emergiram para classe C, ganhou nome de “Ascensão da Classe C”. Essas pessoas, constituíram a chamada nova classe média, cuja a renda familiar média em 2011 era de cerca de R\$ 2.295,00, segundo a IstoÉ Dinheiro.

Os recentes emergentes da classe C, com maior acesso a renda e ao crédito, impulsionaram o crescimento de negócios voltados para esse público. Segundo estimativas da Data Popular com base em dados do IBGE, dos R\$ 2,3 trilhões gastos pelos brasileiros em 2011, R\$ 1 trilhão pode ser atribuído somente à classe C.

Com o setor de imóveis não foi diferente. A demanda por imóveis e por financiamento imobiliário cresceu a taxas de dois dígitos anualmente até 2011, como será apresentado a seguir.

O fundador da construtora MRV, que tem foco em construção popular, Rubens Menin, em entrevista para a revista IstoÉ Dinheiro disse:

“Os pedreiros têm celular, vão trabalhar de moto ou até carro. E, pela primeira vez, eles podem comprar o apartamento que estão construindo.” (MENIN, R. IstoÉ Dinheiro. Ed. 760)

Boa parte desse consumo foi incentivado pela redução da taxa básica de juros (Selic) e por incentivos governamentais ao crescimento da oferta de crédito, o que facilitou o acesso de muitos brasileiros às linhas de financiamento.

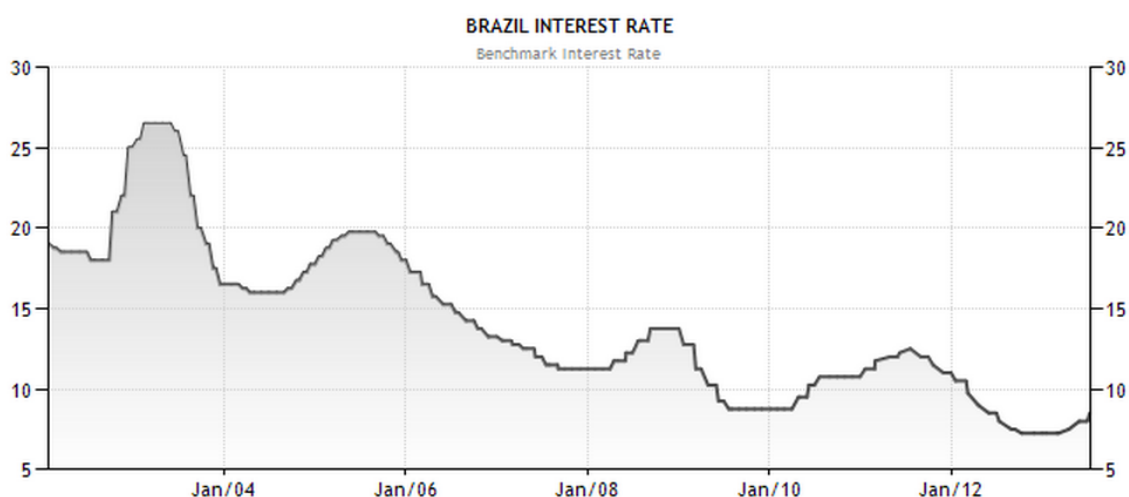


Figura 13 - Evolução da taxa básica de juros no Brasil (Selic) de 2002 a Julho de 2013 (%)
Fonte: www.tradingeconomics.com. Dados do BACEN.

Conforme apresenta o gráfico da figura 13, do início de 2009 até meados de 2010, houve um ciclo de redução da taxa Selic, para incentivar a economia após a Crise de 2008, o que favoreceu o crescimento do consumo e do crédito. A partir de Abril de 2010 inicia-se um novo ciclo de elevação da taxa Selic devido a pressão inflacionária, saindo de 8,75% até 12,5% em Agosto de 2011. A partir daí, o Brasil sofrendo efeitos da Crise Européia, inicia um novo ciclo de redução da taxa Selic, desta vez chegando a 7,25% em Abril de 2013. Nesse ponto, sofrendo pressão inflacionária, começa a subir novamente. Até Agosto de 2013, a taxa estava em 8,5%.

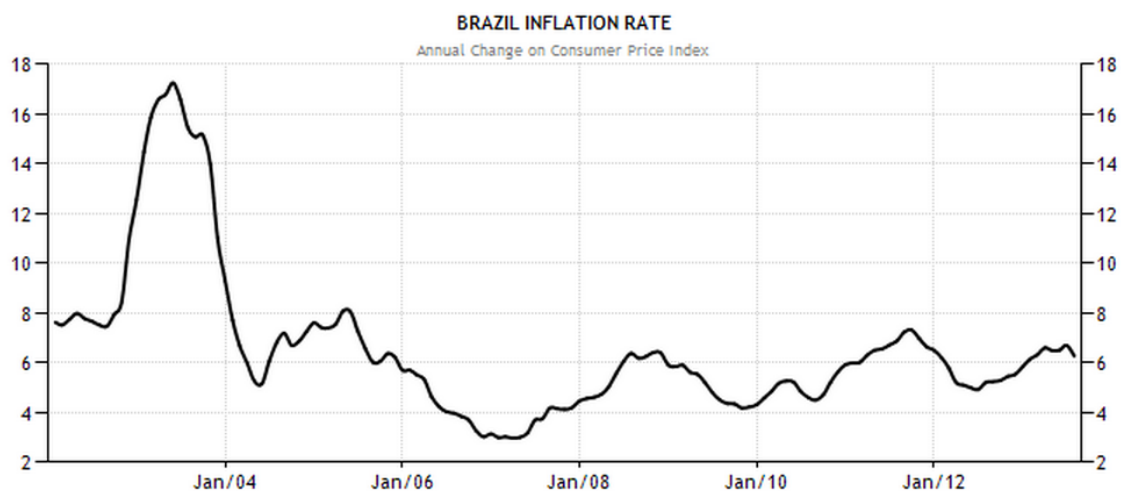


Figura 14 - Evolução do IPCA de 2002 a Agosto de 2013
Fonte: www.tradingeconomics.com. Dados do IBGE.

Apesar da redução das taxas de desemprego, do aumento real da renda, da melhor distribuição da população em classes, da ascensão da nova classe média e dos incentivos ao consumo e ao crédito, o Brasil não está crescendo o que se esperava nos anos de 2011 de 2012, contrariando expectativas positivas dos inícios de ano.

Em 2011, o PIB do Brasil cresceu 2,7%, frente a uma expectativa de 4,5% do Ministério da Fazenda e de 4,0% do BACEN no início do ano. Em 2012, o PIB cresceu 0,9%, enquanto o Ministério da Fazenda tinha expectativas 4,5% de crescimento em Janeiro de 2012.

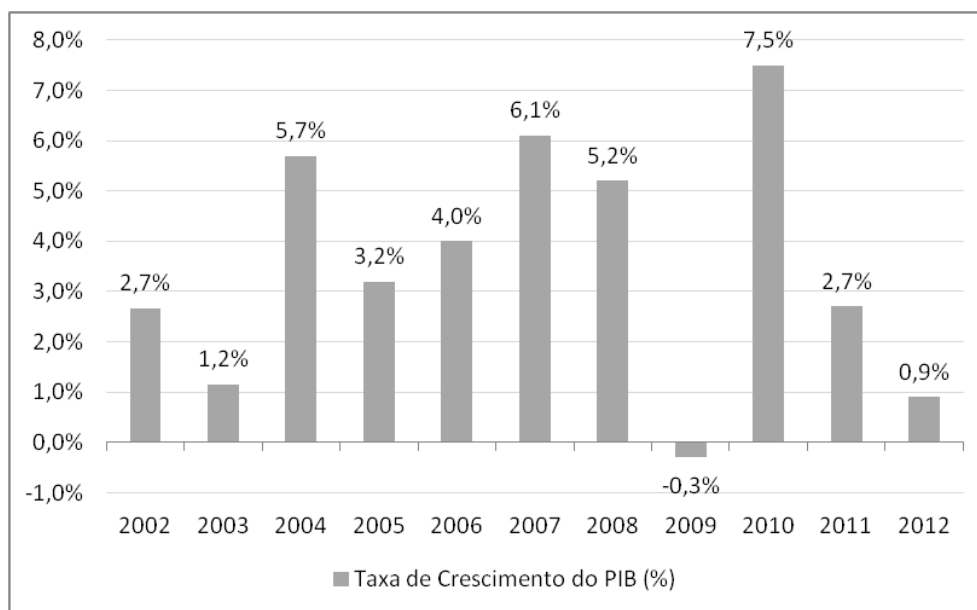


Figura 15 - Crescimento do PIB do Brasil de 2002 a 2012 (%)
 Fonte: Elaboração própria. Dados do BACEN.

4.2 Expansão do Crédito Imobiliário

Um dos setores onde houve maior expansão do crédito foi o setor imobiliário. Em 2002, o saldo total das operações de crédito imobiliário totalizou R\$ 24,4 bilhões para R\$ 298,3 bilhões em 2012, um crescimento de 1.123%. Até Junho de 2013, o saldo já acumulava R\$ 345,7 bilhões, mostrando que ainda crescerá com força nesse ano.

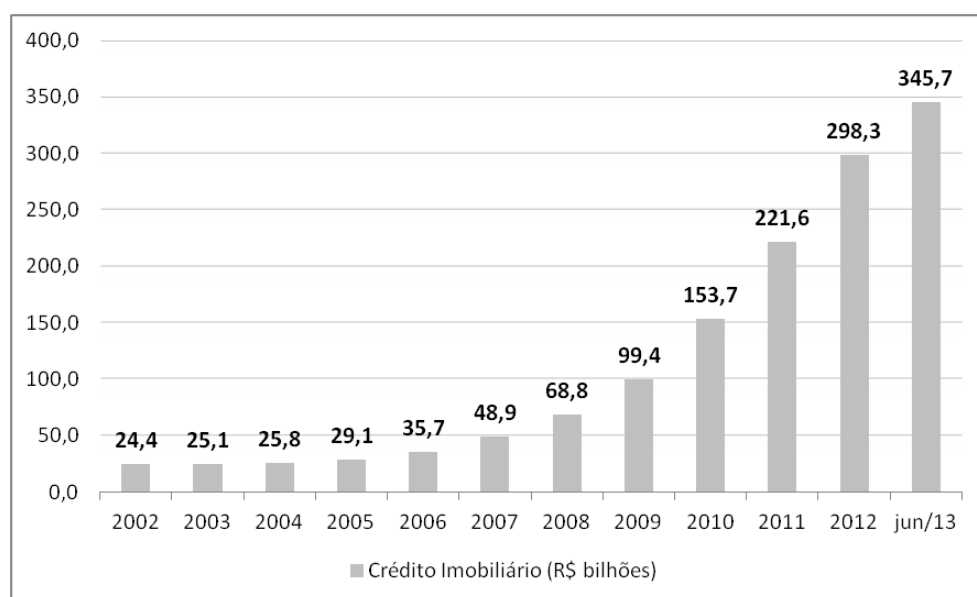


Figura 16 - Evolução do crédito imobiliário no Brasil de 2002 a 2013
 Fonte: Elaboração própria. Dados do BACEN.

Uma métrica muito utilizada no mercado para avaliar o peso do volume de crédito na economia é a relação crédito/PIB. Se observarmos o gráfico da figura 17, vemos que em 2004 os financiamentos imobiliários como percentual do PIB era de 1,3%. Essa realção em 2013 já chegou a 7,5%, um crescimento muito significativo.

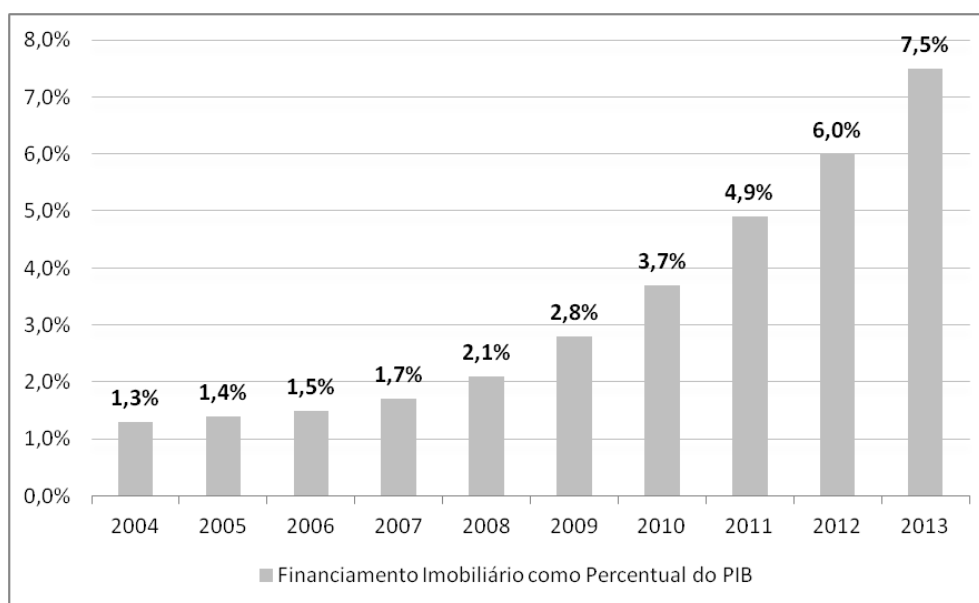


Figura 17 - Financiamento imobiliário como percentual do PIB no Brasil de 2004 a 2013

Fonte: Elaboração Própria. Dados do Infomoney.

Financiamentos pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) respondem por cerca de 90% da fontes de financiamento de imóveis residenciais, segundo a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança.

Conforme ilustra o gráfico da figura 18, os financiamentos de imóveis residenciais tendo o FGTS e o SBPE como fonte de recursos passaram de R\$ 6,9 bilhões em 2004 para R\$ 121,2 bilhões em 2012, crescimento de 1.657%.

Ainda observando o gráfico da figura 18, vemos que o ano de maior crescimento foi em 2010, com crescimento de 67%. Já nos anos de 2011 e 2012 vemos que as taxas de crescimento reduziram bastante, registrando, respectivamente, 38% e 6%. Depois do forte crescimento, a tendência é de que o setor passe a trazer taxas de crescimento mais modestas, até porque as famílias já estão chegando ao limite de endividamento. Segundo dados do BACEN, o nível de endividamento das famílias atingiu o patamar recorde de 44,2% em Abril de 2013. Retirando o crédito imobiliário, o patamar estava, no mesmo mês, em 30,44%. Com isso, o comprometimento mensal da renda das

famílias com pagamento de empréstimos para instituições financeiras estava em 21,47%, um nível considerado elevado.

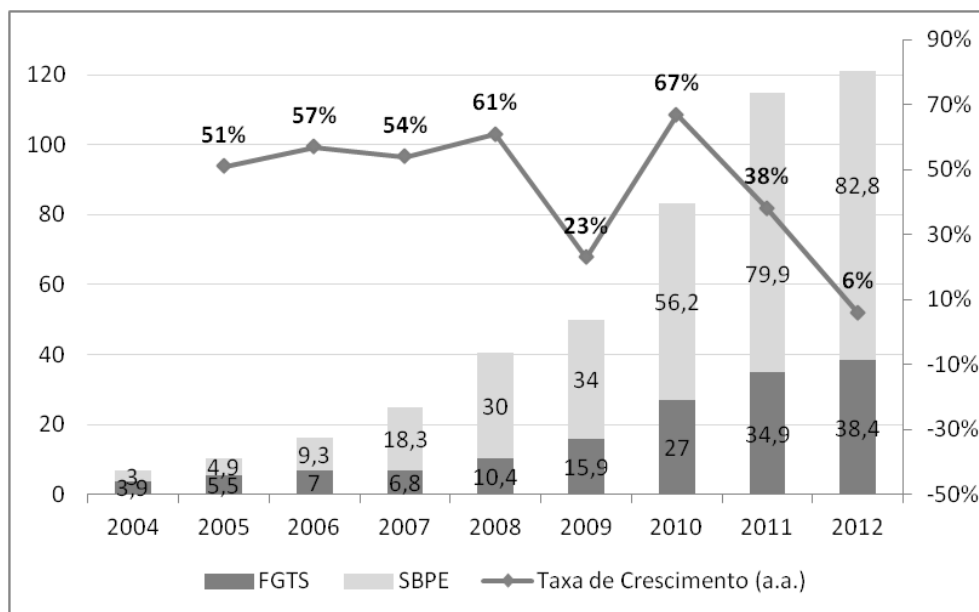


Figura 18 - Evolução dos financiamentos de imóveis residenciais por fonte de recursos no Brasil de 2004 a 2012
 Fonte: Elaboração própria. Dados da Abecip.

4.3 Valorização dos Imóveis

As consequências de todos os fatores apresentados acima foi um forte aumento no poder de compra da população brasileira, que liberou uma demanda reprimida por imóveis a nível nacional, que frente a uma oferta escassa de opções, levou a um aumento generalizado do preço do metro quadrado, principalmente nas grandes cidades.

Outros fatores limitantes de oferta, como infraestrutura básica de habitação (água, luz, esgoto), transporte, segurança, saúde e educação fizeram com que áreas mais privilegiadas tivessem valorizações descomunais.

O gráfico da figura 19 retrata a valorização do preço do metro quadrado para venda de imóveis no âmbito nacional, através do índice FIPE-ZAP, que toma o mês de Agosto de 2010 como base 100. A valorização de Agosto de 2010 à Agosto de 2013 foi de 67%, o que traz uma perspectiva de como o investimento imobiliário pode ter trazido retornos acima de outras alternativas nesse período.

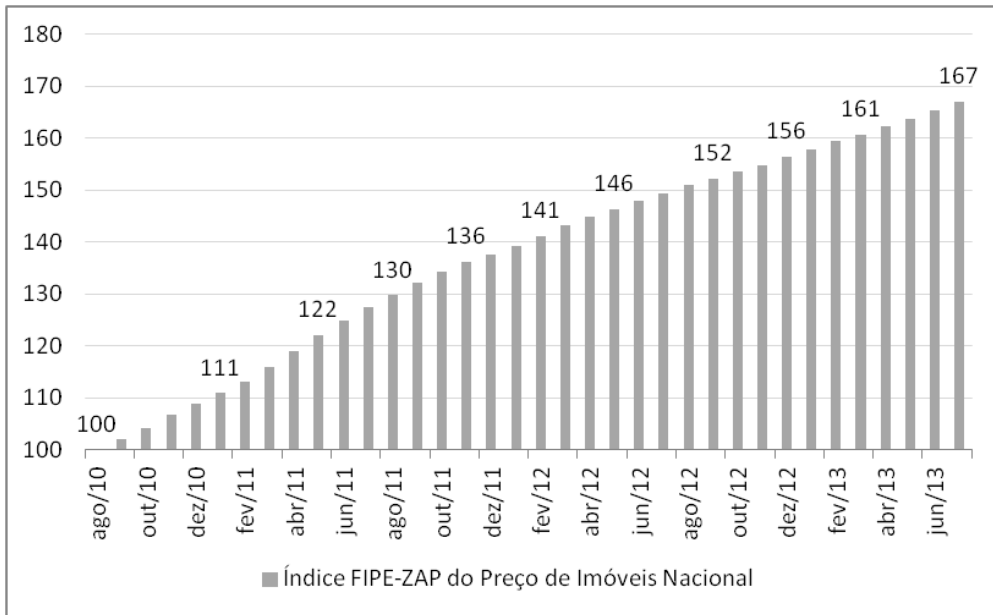


Figura 19 - Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis nacional. (100 = Agosto de 2010)
Fonte: Elaboração própria. Dados do FIPE-ZAP.

Para ilustrar o efeito da valorização maior nos centros urbanos, os gráficos da figura 20 e 21 mostram a evolução do índice FIPE-ZAP das cidades do Rio de Janeiro e São Paulo, respectivamente. A cidade do Rio de Janeiro foi uma das que teve maior valorização no Brasil, registrando uma taxa de 92% no mesmo período, Agosto de 2010 e Agosto de 2013. São Paulo ficou um pouco acima da média nacional, com valorização de 71% no mesmo período.

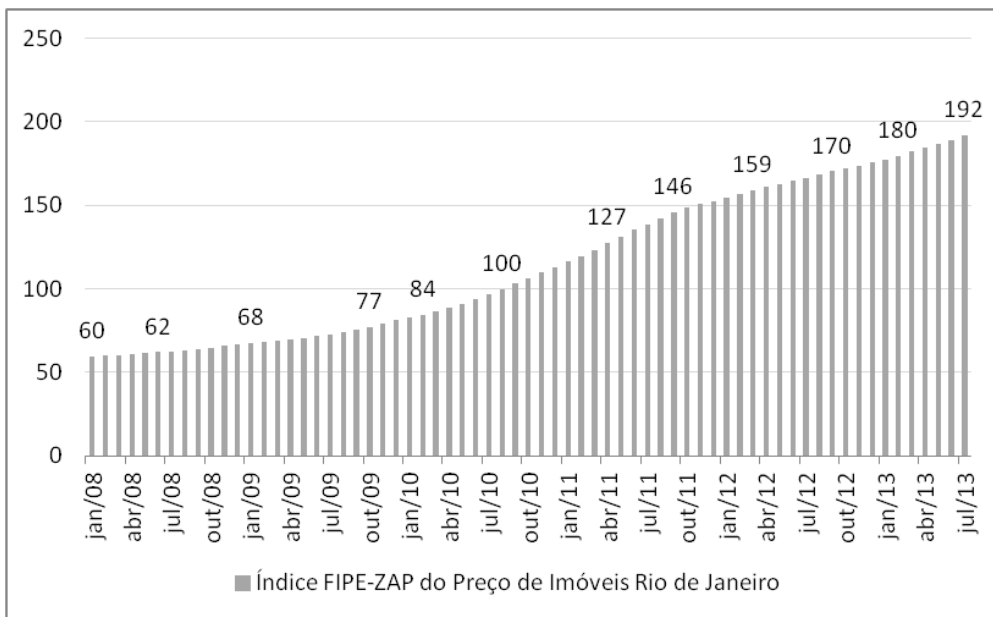


Figura 20 - Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis no Rio de Janeiro. (100 = Agosto de 2010)
Fonte: Elaboração própria. Dados do FIPE-ZAP.

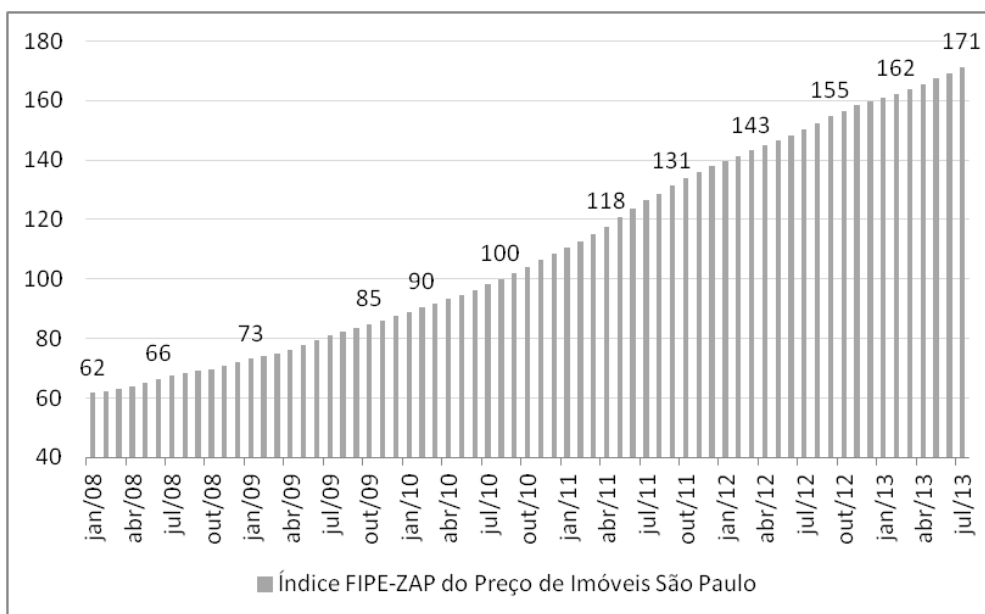


Figura 21 – Evolução do índice FIPE-ZAP do preço de imóveis em São Paulo. (100 = Agosto de 2010)

Fonte: Elaboração própria. Dados do FIPE-ZAP.

4.4 Crescimento do Investimento Imobiliário

Outro fator que contribuiu para a expansão do setor imobiliário e para a valorização dos imóveis foi o forte crescimento e popularização do investimento imobiliário. Uma boa maneira de ilustrar esse fato é através de dados dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), um dos principais veículos de investimento no setor.

Em 2008, haviam 73 FIIs registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dos quais 25 tinham suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA. Em Junho de 2013, os FIIs registrados na CVM já somavam 207, dos quais 107 tinham cotas negociadas na bolsa de valores. Isso significa uma taxa de crescimento de 2008 à Junho de 2013 de 184% para o número de FIIs registrados e de 328% para o número de FIIs com cotas negociadas na bolsa de valores.

É interessante observar que não só o número de FIIs aumentou, mas também se tornaram uma alternativa de investimento mais popular e atraente. Os retornos acima de muitas alternativas de investimento e os benefícios de Imposto de Renda para pessoa física atraiu milhares de investidores.

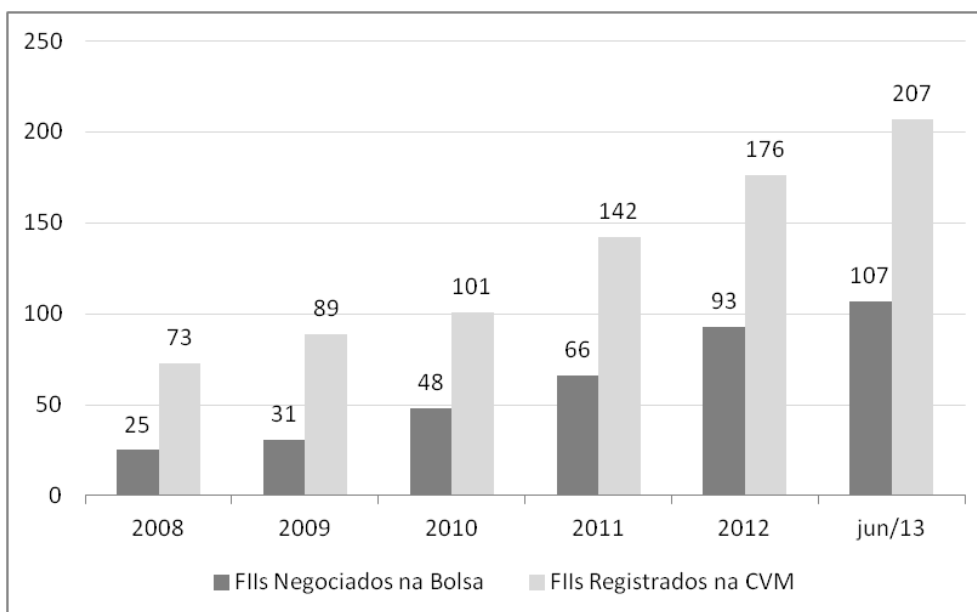


Figura 22 - Evolução do número de FIIs no Brasil de 2008 a Junho de 2013

Fonte: Elaboração própria. Dados da CVM e BM&FBOVESPA.

Isso fica muito evidente no gráfico da figura 22, que mostra o volume negociado dos FIIs de 2004 a 2012. Em 2002, foram negociados modestos R\$ 390 mil. Em 2002, esse valor foi ainda menor, registrando apenas R\$ 196 mil em negociações. Esses montantes passaram a crescer de forma mais significativa a partir de 2009, mas fica evidente a grande popularidade que ganharam no ano de 2012, quando foram manchete durante o ano inteiro dos principais jornais do mercado financeiro devido suas rentabilidades muito acima do Ibovespa e de outras modalidades de investimento.

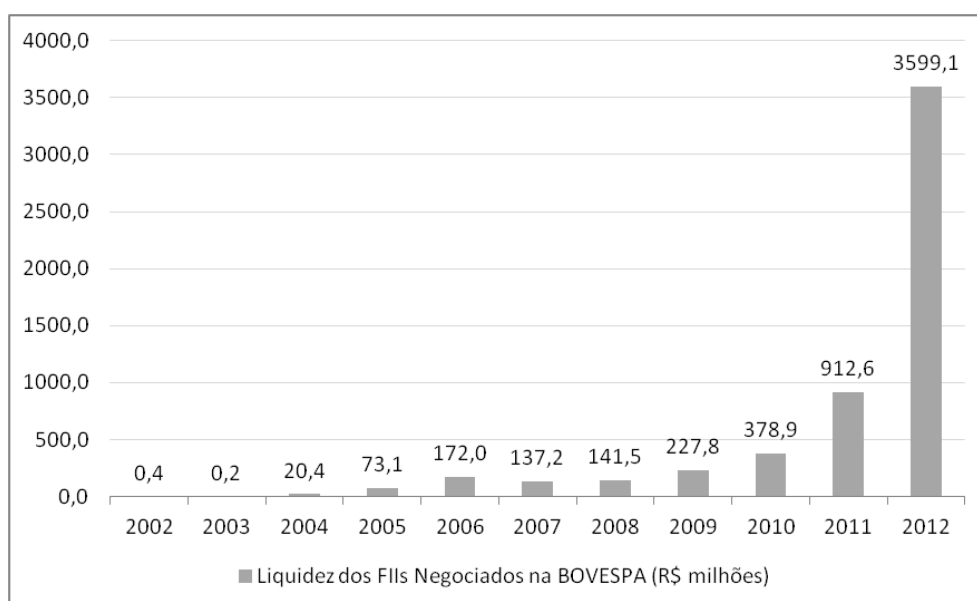


Figura 23 – Evolução da liquidez dos FIIs na BM&FBOVESPA de 2002 a 2012.

Fonte: Elaboração própria. Dados da BM&FBOVESPA.

4.5 Déficit Habitacional

Segundo estimativas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), o Brasil tinha um déficit habitacional de aproximadamente 4.409.210 domicílios em 2011. Comparando com o ano de 2007, em 2011 o déficit habitacional relativo passou de 10,00% para 8,80%, uma redução razoável.

A expansão do crédito imobiliário e o aumento real da renda dos brasileiros contribuíram para essa redução, entretanto, as estimativas do IPEA apontam que 70,6% do déficit habitacional está concentrado nas classes mais baixas, que tem renda de até três salários mínimos.

	2007	2008	2009	2011
Número de domicílios	55.918.038	57.703.161	58.684.603	61.470.054
Déficit habitacional	5.593.191	5.191.565	5.703.003	5.409.210
Precárias	1.244.028	1.139.729	1.074.637	1.163.631
Rústico	1.135.644	1.039.445	1.005.875	1.034.725
Improvisados	108.384	100.284	68.762	128.906
Coabituação	2.307.379	2.032.334	2.315.701	1.808.314
Cômodos	214.476	190.213	224.120	237.914
Conviventes com intenção de mudar	2.094.410	1.842.670	2.094.953	1.571.581
Excedente aluguel	1.756.369	1.735.474	2.020.899	2.110.409
Adensamento aluguel	526.900	500.925	539.582	512.925
<i>Estimativas relativas</i>				
Déficit habitacional	10,00%	9,00%	9,72%	8,80%
Precárias	2,22%	1,98%	1,83%	1,89%
Coabituação	4,13%	3,52%	3,95%	2,94%
Excedente aluguel	3,14%	3,01%	3,44%	3,43%
Adensamento aluguel	0,94%	0,87%	0,92%	0,83%

Tabela 1 - Estimativa de déficit habitacional no Brasil de 2007 a 2012

Fonte: Ipea. Nota técnica: Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007 a 2011) por municípios (2010)

Normalmente, são essas famílias que tem mais dificuldade de acesso ao crédito. Foi a partir disso que em 2009 o Governo Federal, durante o mandato de Luis Inácio Lula da Silva, criou o programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV), com as diretrizes principais de redução do déficit habitacional, distribuição de renda, inclusão social, dinamização do setor de construção civil e a geração de trabalho e renda.

O MCMV é um programa habitacional focado em atender as classes menos favorecidas, oferecendo subsídios e financiamentos de longo prazo a taxas de juros baixas e pré-fixadas. A primeira fase do MCMV teve o objetivo de contratar a construção de um milhão de casas ou apartamentos populares. Já a segunda fase, lançada durante o

governo de Dilma Rousseff, terá o objetivo de contratar a construção de dois milhões de domicílios populares até 2014.

Déficit	2007		2008		2009		2011	
Até 3 s.m.	3.956.846	70,7%	3.642.979	65,1%	4.062.837	72,6%	3.950.376	70,6%
Mais de 3 até 5 s.m.	733.820	13,1%	725.814	13,0%	771.410	13,8%	633.286	11,3%
Mais de 5 até 10 s.m.	581.506	10,4%	532.355	9,5%	544.789	9,7%	490.920	8,8%
Mais de 10 s.m.	321.019	5,7%	290.417	5,2%	323.967	5,8%	334.628	6,0%
Total	5.593.191		5.191.565		5.703.003		5.409.210	

Tabela 2 - Estimativa de déficit habitacional por faixa de salário no Brasil

Fonte: Ipea. Nota técnica: Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007 a 2011) por municípios (2010)

Os financiamentos são realizados pela Caixa Econômica Federal e atende famílias com renda familiar de até R\$ 5.000. Os prazos de financiamento variam de 240 a 360 meses de acordo com porcentagem do valor do imóvel que será financiado, que pode variar de 80% até 100%. Quanto maior a quota de financiamento, menor o prazo.

Os juros são pré-fixados e as taxas são mais baixas para as famílias que possuem mais de três anos de recolhimento de FGTS, variando de 4,50% a 6,66% ao ano, variando de acordo com a renda.

Os subsídios variam de acordo com o município e com a renda do comprador, podendo chegar até R\$ 25.000 na regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, São Paulo e Distrito Federal. O gasto anunciado pelo Governo com a primeira fase foi de R\$ 34 bilhões e com a segunda fase de R\$ 71,1 bilhões.

4.6 Identificação do Estágio Atual do Ciclo Imobiliário

Levando em consideração todos os conceitos apresentados e os indicadores analisados nesse estudo, é possível concluir que o setor imobiliário brasileiro, após sofrer uma forte valorização nos últimos 10 anos, está chegando próximo a uma situação de saturação de demanda.

As perspectivas de crescimento da economia brasileira para o ano de 2013 não são animadoras, e isso não é exclusividade do Brasil. Ainda impactados pela recessão na

Europa, pelo crescimento mais baixo dos países asiáticos e pela lenta recuperação americana, a economia mundial como um todo está menos aquecida.

Além disso, o contexto de pressão inflacionária, fruto de um longo ciclo de baixa dos juros e de ampla expansão do crédito, fez com que o BACEN aumentassem a taxa de juros e o Brasil tende a entrar em um novo ciclo de alta.

Conforme apresentado, os financiamentos imobiliários residenciais já estão desacelerando, até porque as famílias já estão muito endividadas e com boa parte de sua renda comprometida com o pagamento de financiamentos para instituições financeiras. O próprio nível de preços dos imóveis chegou a um patamar muito elevado, passando a ser inacessível para uma parcela da população, mesmo com financiamentos.

O Brasil ainda tem dois grandes eventos esportivos pela frente, Copa do Mundo de 2014 e Olimpíadas de 2016, que tendem a manter o mercado imobiliário aquecido, sustentando os níveis de preços atuais com valorizações mais modestas, desacelerando progressivamente. Isso se deve em parte ao benefício em termos de infraestrutura e ao fluxo de capitais que esses eventos promovem. Entretanto, após os eventos, é possível que o setor imobiliário recue.

Portanto, a conclusão quanto ao estágio do ciclo imobiliário em que o Brasil se encontra atualmente seria um ponto próximo ao pico que vem com a fase do *boom*, cerca de três anos distante de um ponto de inflexão.

Cumprir destacar que essa análise não foi feita com base na estipulação de uma duração do ciclo imobiliário brasileiro, mas sim com base nos mais recentes dados econômicos e de indicadores do mercado imobiliário.

4.7 Risco de uma Bolha Imobiliária no Brasil

Há um sentimento de incerteza por parte dos investidores e da população brasileira com relação aos rumos do mercado imobiliário no Brasil. A euforia de alguns com a valorização dos imóveis, especialmente em algumas cidades, é contraposto com a preocupação de outros que acreditam que o Brasil está próximo de uma bolha imobiliária. Infelizmente, uma das principais características de bolhas especulativas é que só se sabe que ela existe depois que ela estoura.

Para os pessimistas, que acreditam que o mercado imobiliário brasileiro está perto de um colapso sem precedentes, os juros baixos, o crescimento exponencial do crédito imobiliário e as políticas governamentais do governo Dilma para replicar o “milagre econômico” do governo Lula terão os mesmos efeitos das políticas norte-americanas do governo Bush que culminaram com a Crise de 2008.

De fato, os preços dos imóveis no Brasil subiram a taxas muito altas, inclusive, mais altas do que a de países que enfrentaram grandes bolhas imobiliárias. Segundo dados do Banco Central, o aumento dos preços dos imóveis teve uma média de 108% de 2003 a 2012, enquanto uma pesquisa realizada pela Bain&Company que compara indicadores do mercado imobiliário brasileiro com os de países que passaram em bolhas, nenhum dos países analisados teve uma valorização tão grande. Os maiores percentuais foram os da Espanha e da Portugal, que ficaram abaixo de 80%.

Entretanto, para os mais otimistas, a situação atual do mercado imobiliário brasileiro não se compara com a dos EUA em 2008 e não há nada de anormal, por enquanto. Eles consideram que o aumento da demanda que provocou a forte valorização dos imóveis é consequência do aumento de renda, queda nas taxas de desemprego e da facilidade de acesso ao crédito.

Como apresentado anteriormente, houve uma rápida expansão do crédito em geral e os financiamentos imobiliários não foram exceção. Mas isso representa apenas 7,5% do PIB brasileiro, uma das menores proporções do mundo, como é possível observar no gráfico da figura 24. Países que já passaram por bolha imobiliárias, como Estados Unidos, Reino Unido e Espanha, suas taxas eram de 76,1%, 83,7% e 63,9% em 2011, respectivamente.

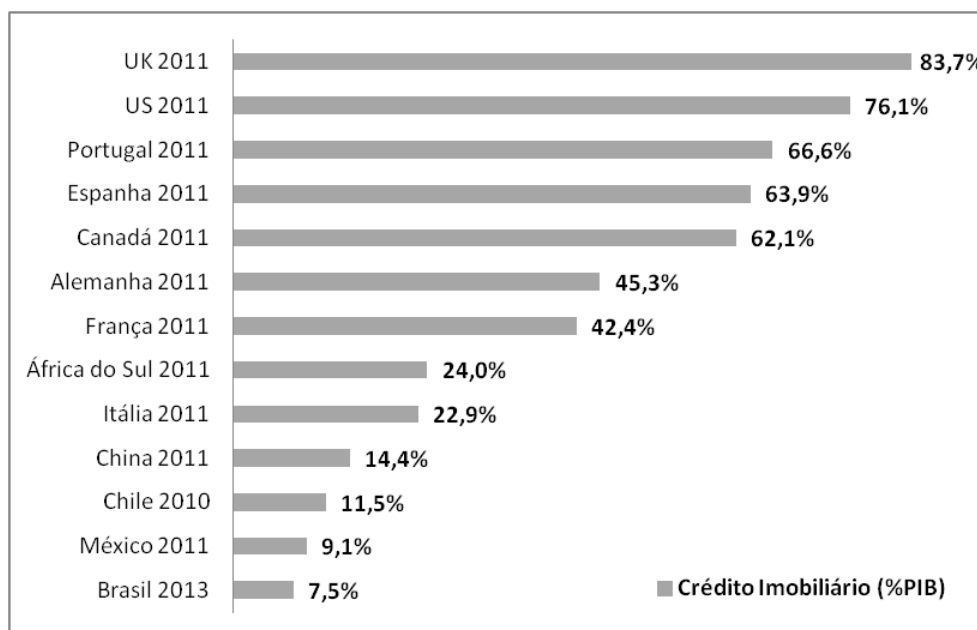


Figura 24 - Relação de crédito imobiliário sobre PIB em diversos países
Fonte: Elaboração própria. Dados da Abecip.

Outro argumento que conforta os pesquisadores é o fato de que os bancos brasileiros são muito mais conservadores ao oferecer crédito, com comportamento muito diferente do que foi apresentado com relação aos bancos norte-americanos nesse texto no tópico da Crise do Subprime. Há um critério mais rigoroso de oferta de crédito, em geral os bancos exigem entrada de 40% do valor do imóvel e prazos inferiores a 30 anos, além dos juros serem muito mais elevados.

Inclusive, o programa de habitação popular do governo, MCMV, apresentado anteriormente, possui regras mais conservadoras para oferta de financiamento, juros pré-fixados e são controlados e subsidiados pelo Governo Federal.

De fato, as famílias estão com níveis de endividamento muito alto, mas conforme foi apresentado, os financiamentos imobiliários já estão desacelerando. Além disso, as taxas de inadimplência no setor imobiliário são as mais baixas do mercado.

Obviamente, não há como prever uma mudança radical na política monetária, fiscal, regulatória ou social, de nível nacional ou internacional, que possam causar o agravamento da situação financeira do Brasil daqui para frente, mas por enquanto, levando em consideração os dados atuais e às expectativas do mercado, o Brasil ainda está longe de uma bolha imobiliária.

5 ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Conforme apresentado anteriormente nesse estudo, o investimento imobiliário é relativamente novo quando comparado com outros países e ganhou muita popularidade nos últimos três anos, apresentando taxas de retorno muito atrativas para os mais variados tipos de investidores.

Nesse tópico, serão apresentadas oito diferentes estratégias de investimento imobiliário, analisando suas peculiaridades, vantagens, desvantagens e riscos.

5.1 Buy and hold

O termo *buy and hold* é utilizado no mercado de ações quando um investidor compra um ativo e o mantém em sua carteira, visando retornos em longo prazo com sua valorização e posterior venda.

O mesmo se aplica a investimentos imobiliários quando uma pessoa decide comprar um imóvel sem a intenção de obter retornos em curto prazo. Ao comprar um imóvel, a pessoa está investindo em um ativo transacionável que pode valorizar ou desvalorizar com o tempo.

A pessoa pode fazer uso desse imóvel de várias formas, seja para morar, constituir patrimônio para família, trabalhar (no caso de um imóvel comercial) ou alugar, como será apresentado a seguir na estratégia de “comprar e alugar”.

A realização de lucro ou prejuízo com essa estratégia só se dará no momento da venda do imóvel. Ao vender o imóvel com lucro, é preciso pagar Imposto de Renda de 15% sobre o ganho de capital, que é a diferença entre o valor da venda e o custo da compra.

O custo da compra não se limita somente ao valor que consta na escritura, pois despesas com corretagem, com juros e encargos de um eventual financiamento, com o Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) e com reformas, benfeitorias e ampliações que tenham sido realizadas pelo proprietário podem ser acrescentadas ao valor.

O mesmo pode ser feito com o valor de venda, no qual o valor da corretagem, desde que tenha sido paga pelo vendedor, pode ser abatido.

O pagamento do imposto deve ser feito até o último dia útil do mês seguinte ao da venda. Caso esse prazo não seja respeitado, o contribuinte deverá pagar juros de 1% mais a taxa Selic acumulada no período de atraso mais multa de 0,33% ao dia, limitada a 20% do imposto devido.

No entanto, se o imóvel for residencial, o contribuinte pode ficar isento do pagamento do imposto se utilizar o valor da venda de imóvel para comprar outros imóveis residenciais dentro de um período de 180 dias. Se o contribuinte não utilizar totalmente o valor da venda do imóvel na compra dos outros imóveis, ele pagará o imposto proporcionalmente à quantia restante. Esse benefício pode ser utilizado uma vez a cada cinco anos e só é aplicável a imóveis residenciais.

As principais vantagens dessa estratégia são: direitos reais sobre o imóvel investido, constituição de patrimônio e possibilidade de ganho com a valorização do imóvel.

As principais desvantagens são: modalidade de investimento sem rendimentos mensais ou periódicos, realização de lucro ou prejuízo somente no momento da venda, carga tributária elevada (quando não aplicado o benefício fiscal para imóveis residenciais), despesas com a manutenção do imóvel (água, luz, condomínio, IPTU) e baixa possibilidade de diversificação.

Riscos: risco de desvalorização do imóvel, risco de danos ao imóvel (desastres naturais, acidentes), entre outros.

5.2 Comprar e alugar

Após investir na compra de um imóvel, a pessoa pode adotar a estratégia de alugá-lo, obtendo uma renda periódica, mais comumente mensal. Essa modalidade de investimento possui vantagens, desvantagens e riscos, podendo tornar o aluguel um bom ou um mau negócio.

As principais vantagens dessa estratégia de investimento são:

- Renda fixa e possibilidade de ganhos com a valorização do imóvel

Quando o investidor compra um imóvel e o aluga para terceiros, ele não só pode estar ganhando com a valorização do imóvel como também obtém uma renda mensal fixa. A

valorização dos imóveis permite a negociação de aluguéis mais caros e mais rentáveis para o investidor. Enquanto algumas pessoas possuem imóveis alugados para complementar a sua renda, há pessoas que se sustentam somente da renda de aluguel de imóveis.

- Repasse de custos ao inquilino

No período em que o imóvel está alugado, normalmente os contratos preveem que os custos de condomínio, IPTU, água, luz, gás e de manutenção do imóvel são de responsabilidade do inquilino.

As desvantagens desse tipo de investimento são:

- Necessidade de administração

Há uma série de atividades e tarefas que precisam ser executadas para alugar seu imóvel a terceiros. Primeiramente, o imóvel precisa ser anunciado na mídia. Depois, é necessário apresentar o imóvel para os interessados, até conseguir fechar negócio com algum deles. Uma vez que o contrato esteja pronto e assinado, o proprietário precisa realizar a cobrança do aluguel, administrar se as contas estão sendo pagas, entre outras tarefas. Se o imóvel volta a ficar vago, o trabalho recomeça.

Para proprietários que não tem tempo de realizar essas atividades, há empresas especializadas em gestão e administração de imóveis para aluguel. Elas fazem, de forma profissional, tudo que o proprietário precisa para manter seu imóvel alugado e bem administrado. Entretanto, o preço desse serviço é em média 8% do valor do aluguel, o que diminui a rentabilidade do investimento.

- Baixa liquidez dos ativos imobiliários e custo de oportunidade

Como em qualquer investimento, está implícito o custo de oportunidade, que é o custo da oportunidade renunciada em detrimento da alternativa escolhida. Imóveis são bens de baixa liquidez quando comparados com ativos mobiliários e outras modalidades de aplicação financeira, o que de certa forma engessa a capacidade do investidor de mudar de estratégia de investimento com agilidade. Além da baixa liquidez, em algumas situações o contrato de aluguel impede a rescisão sem aviso com antecedência, dificultando a saída do investidor.

- Carga tributária

Os rendimentos oriundos do aluguel de imóveis devem ser informados juntamente com os demais rendimentos tributáveis auferidos pelo contribuinte durante o ano de exercício. Este total de rendimentos sofrerá a aplicação de alíquotas progressivas que variam de zero a 27,5%. Dependendo do valor dos rendimentos, essa alíquota pode ser considerada elevada, comprometendo a lucratividade do investimento.

O contribuinte pode deduzir o valor total das despesas relacionadas ao imóvel que ele pagou durante o ano de exercício, como a taxa de administração, condomínio e IPTU.

Riscos: risco de vacância (período que o imóvel fica livre, sem inquilinos, e portanto, sem rendimentos), risco de inadimplência do inquilino, e outros riscos associados à conduta do inquilino.

5.3 Comprar, reformar e vender

Há uma estratégia, pouco convencional, que consiste em comprar de imóveis com deságio por estarem em más condições de manutenção, fazer uma ampla reforma para deixá-los mais atrativos ao mercado e posteriormente vendê-lo por um preço maior do que o custo da compra e da reforma juntos. Essa estratégia se baseia na premissa de que a boa condição do imóvel é um fator de valorização muito relevante na precificação a mercado.

Para obter sucesso nessa estratégia, é essencial um vasto conhecimento do mercado imobiliário do local de atuação, para identificar oportunidades de compra realmente interessantes e com potencial de valorização alto. Ter um bom arquiteto e uma boa equipe de execução também é importante para realizar as reformas de forma eficiente e com custos baixos.

A estratégia envolve riscos relativamente altos, pois além do conhecimento imobiliário para identificar boas oportunidades, pagamento a vista é um fator importante nas negociações para conseguir um deságio ainda maior. Portanto, normalmente essa atividade é realizada por um grupo de investidores, que conseguem ganhar escala e diversificar os investimentos em mais de um imóvel.

A mesma regra de tributação apresentada anteriormente para compra e venda de imóveis se aplica nesse caso.

As principais vantagens são: possibilidade de ganhos acima dos ganhos da estratégia simples de compra e venda de imóveis e direito real sobre os imóveis.

As principais desvantagens são: necessidade de amplo conhecimento do mercado imobiliário local, necessidade de gestão da reforma, disponibilidade de capital para pagamento a vista ser um fator muito relevante, baixa possibilidade de diversificação.

Riscos: os riscos dessa estratégia são muito altos, principalmente pela necessidade de conhecimento técnico e de gestão de obras. Há o risco de prejuízos por má identificação de oportunidades, custos elevados de reforma, demora para encontrar compradores, desvalorização do imóvel, entre outros.

5.4 Comprar na planta e vender depois das chaves

Incorporadoras e construtoras que realizam empreendimentos imobiliários, tanto residenciais como comerciais, iniciam a venda das unidades antes mesmo do início das obras a preços mais baixos e condições de pagamento interessante em termos de parcelamento e juros, pois na maioria dos casos, esse fluxo de recebíveis que sustentará a execução do empreendimento. Essa modalidade de compra, antes do empreendimento estar finalizado, chama-se “comprar na planta”.

Muitas pessoas investem suas reservas de capital usando essa estratégia para obter ganhos com a venda dos imóveis depois de finalizados. É uma modalidade que se adequa a disponibilidade de capital para investimento de muitas pessoas físicas devido às facilidades de financiamento.

Os riscos dessa estratégia são moderados, e se concentram na valorização atingida pelo imóvel e sua atratividade para compra. Nesses quesitos entram fatores como localização, infraestrutura local, acesso a transportes públicos, número de quartos, tamanho, etc. Há também o risco associado à incorporadora e construtora, de honrarem o compromisso de construção do imóvel dentro do padrão acordado e no tempo determinado.

A mesma regra de tributação apresentada anteriormente para compra e venda de imóveis se aplica nesse caso.

As principais vantagens dessa estratégia são: possibilidade de aquisição do imóvel com deságio pelo fato de ainda não estar construído, acesso a meios de financiamento vantajosos, direito real sobre o imóvel depois de pronto.

As principais desvantagens são: investimento com expectativa de retorno em longo prazo, capital imobilizado durante a construção, necessidade de conhecimento local para identificar boas oportunidades, baixa possibilidade de diversificação.

Riscos: riscos associados à incorporadora, risco de desvalorização da região, risco de mudança para pior do panorama imobiliário local após o término da construção, risco de não conseguir compradores, entre outros.

5.5 Pool Imobiliário

Uma das desvantagens de pessoas físicas investirem em imóveis é a baixa possibilidade de diversificação devido ao preço dos imóveis. Obviamente, há vários tipos de investidores, uns com mais disponibilidade de capital e outros com menos, assim como há imóveis de variados preços, desde os mais caros, com número maior de quartos, luxuosos e em áreas nobres, até os mais baratos. Mas em média, o investimento em imóveis não permite uma grande diversificação se o investidor fizer isso apenas com suas próprias reservas de capital.

Portanto, é comum que um grupo de investidores se organize em um “*pool* de investidores” para ganhar escala de investimento e conseguir uma maior diversificação de ativos. Unindo os capitais dos investidores, é possível comprar mais imóveis, diluindo riscos de vacância, de desvalorização de regiões específicas, riscos de desastres, entre outros.

Normalmente, os investidores tomam as decisões de investimento em conselho e elegem pessoas, ou contratam empresas especializadas, para ficarem responsáveis pela administração dos imóveis, aluguéis e distribuição dos rendimentos.

Apesar desses benefícios, dependendo dos acordos estabelecidos com os demais investidores, o capital fica muito engessado, pois se o investidor deseja sair, recuperar seu capital aplicado, pode ser necessário vender um ou mais imóveis do grupo, o que pode prejudicar a estratégia e os resultados do *pool*.

Esse investimento deve ser visto como de longo prazo e o investidor não deve abrir mão de toda sua liquidez nesse tipo de investimento.

Há outros tipos de *pools* imobiliários além do que investe em imóveis para aluguel. É comum que grupos de investidores formem *pools* para comprar imóveis “na planta” e vendê-los depois de prontos. Os princípios e os objetivos são os mesmos, diversificar investimentos e diluir riscos e custos. Nessa modalidade de *pool*, o prazo de duração do investimento pode ser estimado anteriormente, pois é o tempo de construção do empreendimento acrescido do tempo estimado de venda da totalidade dos imóveis adquiridos.

Vale ressaltar que ainda há todos os riscos descritos anteriormente na estratégia “comprar na planta e vender depois das chaves”, porém com o *pool*, espera-se que eles sejam reduzidos por conta da diversificação.

As principais vantagens são: diversificação de investimentos, demanda pouco tempo do investidor, concentração das operações nas mãos da administradora.

As principais desvantagens são: custos de administração podendo prejudicar de forma significativa a rentabilidade do investimento, algumas modalidades de *pool* não garantem direitos reais sobre os imóveis para o investidor.

5.6 Investir em Títulos Imobiliários

Outra alternativa de investimento imobiliário é investir em títulos imobiliários de renda fixa através de um banco ou corretora de valores. Abaixo, cada tipo de título será descrito e analisado.

5.6.1 Certificado de Crédito Imobiliário (CCI)

A Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), segundo a BM&FBOVESPA¹ e a Cetip², é originada a partir da existência de direitos de crédito imobiliário com pagamento

¹ <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/titulos-imobiliarios-CCI.aspx?idioma=pt-br#invest>>, acessado em 10/08/2013.

² <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarios/cci#!>>, acessado em 10/08/2013

parcelado. Quem emite a cédula é o credor, com o objetivo de simplificar a cessão do crédito e podem contar ou não com garantia.

A CCI transforma um contrato particular em um título passível de transação. Uma de suas vantagens é a possibilidade de emissão e negociação, independentemente da autorização do devedor. Ela agiliza a negociação de créditos, uma vez que a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de uma formalização com um contrato de cessão.

Seu diferencial reside no fato de que sua negociação ocorre independentemente de autorização do devedor, uma característica indispensável para adequar o crédito imobiliário às condições de negociação no mercado financeiro e de capitais.

Pode ter remuneração por taxa pré ou pós-fixada, inclusive por índices de preços, de acordo com o direito creditório nela representado.

Os CCIs destinam-se a pessoas físicas ou pessoas jurídicas detentoras de créditos imobiliários (construtoras, incorporadoras, bancos, securitizadoras e investidores institucionais).

5.6.2 Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

O Certificado de Recebíveis Imobiliários, segundo a BM&FBOVESPA³ e a Cetip⁴, é um título de crédito nominativo de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários, e que constitui promessa de pagamento em dinheiro. É um instrumento que pode ser emitido, exclusivamente, por securitizadoras.

Pode ser adquirido tanto por pessoas físicas quanto jurídicas, e a remuneração é garantida por taxa prefixada, flutuante (DI, Selic), TR, TJLP ou Índice de Preços. Uma importante característica desse ativo é a isenção, de acordo com a Lei no 11.033/94, sobre sua remuneração, de Imposto de Renda para investidores pessoas físicas. Entretanto, é um produto exclusivo para investidores qualificados, que são pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros superiores a R\$ 300.000,00 e que atestem por escrito em um termo sua condição de investidor qualificado.

³ <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/titulos-imobiliarior-CRI.aspx?Idioma=pt-br>>, acessado em 10/08/2013.

⁴ <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarior/cri#!>>, acessado em 10/08/2013

Permite captação de recursos nos mercados financeiros e de capitais, sendo inclusive o único título que oferece lastro (fluxo de pagamentos) em financiamentos imobiliários e garantia real ao investidor. O CRI transforma um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas alavancagens financeiras para empresas incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras, enfim, todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia também imobiliária.

As principais vantagens de investir em CRIs são:

- Isenção do Imposto de Renda sobre a remuneração
- O investidor sabe o quanto vai receber decorrido o prazo do investimento
- Fluxo de recebimento de remuneração mensal
- Diversificação
- Regime fiduciário garante segregação do risco do emissor

Os principais riscos e desvantagens de investir em CRIs são:

- Eventos de natureza política, econômica ou financeira que afetem o mercado financeiro e/ou de capitais
- Risco de mercado (dependendo do indexador utilizado na emissão de CRI)
- Riscos de crédito do devedor do crédito imobiliário com lastro do CRI
- Baixa liquidez no mercado secundário

5.6.3 Letra de Crédito Imobiliário (LCI)

A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) é um dos títulos de renda fixa lastreado em créditos imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de um bem imóvel.

Segundo a Cetip⁵, a LCI pode ser emitida por instituições financeiras – bancos comerciais, múltiplos e de investimento, além de sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e companhias hipotecárias e pode ser remunerada por taxa pré ou pós fixada.

⁵ <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarios/lci#!>>, acessado em 10/08/2013

Apesar de esse produto estar disponível para qualquer investidor, normalmente os bancos ou corretoras que distribuem esse título normalmente exigem valores mínimos de aplicação.

Ao optar pela LCI, o investidor assume o risco primário do emissor. Conta ainda com a segurança adicional de que está vinculado à carteira da de crédito imobiliário da instituição financeira. Outro diferencial é o fato de ser elegível à cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 70 mil por investidor. Outra grande vantagem é a isenção de Imposto de Renda para o investidor pessoa física. Já para pessoas jurídicas a tributação vai em linha com a de renda fixa, começando com alíquotas de 22,5% para aplicações de até 180 dias, até 15% para prazos superiores a 720 dias.

Esse ativo não pode ser resgatado a qualquer momento, mas é possível negociá-lo no mercado secundário. O prazo mínimo de vencimento desse ativo varia de acordo com o indexador que possui. São 36 meses quando o título for atualizado mensalmente por índice de preços ou 12 meses se for atualizado anualmente por esse indexador. Se não utilizar índice de preços, é de 60 dias. Esses prazos devem ser contados a partir da data que um terceiro, pessoa física ou jurídica, adquirir o título da instituição emissora. Nesses períodos, a instituição emissora não poderá recomprar ou resgatar a LCI.

5.6.4 Letras Hipotecárias (LH)

As letras hipotecárias são títulos de renda fixa emitida pelas instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários, como associação de poupança e empréstimo, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, companhia hipotecária e sociedades de crédito imobiliário. São emitidas com base em lastro de créditos garantidos por hipoteca de primeiro grau de bens imóveis. O prazo do papel pode variar de 180 dias a 60 meses, com reajuste pela variação da TR, IGP-M, IGP-DI, INPC. Também é elegível a cobertura pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

As Letras Hipotecárias são isentas de IOF, pois o prazo mínimo de aplicação é de 6 meses. Também é isenta de Imposto de Renda para pessoa física.

Suas principais desvantagens são que além de também possuírem valores mínimos de aplicação, são considerados investimentos de médio para longo prazo e possuem baixa liquidez.

5.7 Investir em Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são aqueles que investem seu patrimônio em todo o tipo de negócios de base imobiliária, seja no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos, podendo participar de um ou mais imóveis, ou até de parte deles, e adquirir títulos mobiliários que tenham foco ou lastro principal no mercado imobiliário.

Segundo Gyorgy Varga (2012) em seu artigo “Avaliação de desempenho dos fundos imobiliários no Brasil”, o FII é um veículo que permite acesso ao retorno proporcionado pelo mercado imobiliário, sem o ônus da burocracia de escrituras, certidões e outros relacionados à aquisição direta dos imóveis.

Ao aplicar em um FII, o investidor adquire cotas do fundo, que podem ser negociadas em mercado. Muitos desses fundos tem suas cotas negociadas na bolsa de valores, o que confere mais liquidez ao investidor. Inclusive, essas cotas podem valorizar ou desvalorizar com o tempo. Entretanto, as cotas não garantem nenhum direito real sobre os imóveis do patrimônio do fundo. E o investidor não pode resgatar as cotas, pois essas estão aplicadas em imóveis, então, se o investidor pretende resgatar seu capital, ele deve vender suas cotas para um terceiro.

Um FII deve aplicar no mínimo 75% de seu patrimônio líquido em bens e direitos imobiliários ou ativos relacionados e devem distribuir no mínimo 90% de seus rendimentos para seus cotistas, de acordo com a Instrução nº 472, de 2008, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Os FIIs costumam ter fluxo de pagamentos mensal a título de dividendos e, eventualmente, pagamentos adicionais a título de amortização. Normalmente, o administrador é a figura central da gestão dos FIIs, que podem cobrar uma taxa de administração, desempenho e entrada.

Os FIIs podem ser classificados como ativos, que são aqueles que compram e vendem imóveis, ou passivos, que são aqueles que desenvolvem algum projeto específico, como por exemplo, administrar um conjunto de salas comerciais em um edifício.

Ainda segundo Varga (2012), as principais vantagens para o investidor são perceber os retornos dos mercados imobiliários, não ter os custos operacionais e complicações das transações imobiliárias normais, maior diversificação e liquidez do que a compra direta

de imóveis, menor custo de manutenção da carteira de imóveis e a vantagem fiscal em relação à compra direta de imóveis. Desde 2005, com a Lei nº 11.196, os lucros distribuídos são isentos de Imposto de Renda para pessoa física. A tributação para ganhos de capital é de 20%.

As desvantagens para o investidor são não ter a propriedade direta dos imóveis, possível risco operacional maior e não ter possibilidade de resgate de cotas, devendo vendê-las no mercado se quiser se desfazer do ativo.

O FII está sujeito a diversos riscos de mercado, como variações dos preços dos imóveis devido aos mais variados motivos, como crescimento econômico, variação nas taxas de juros, entre outros. Quando o fundo possui imóveis para alugar, há o risco de vacância e problemas contratuais de renovação ou revisão. Há também o risco de crédito dos títulos e de inadimplência no pagamento dos aluguéis. O risco de liquidez também é bastante relevante, tanto para o cotista ao negociar suas cotas quanto para o fundo quando tem seus recursos alocados em uma carteira de imóveis. Além disso, o risco operacional também pode se fazer presente com relação à gestão e à administração do fundo, que podem fazer avaliações incorretas dos imóveis ou gerir mal a estrutura de custos.

5.8 Investir em ações de empresas do mercado imobiliário

Por fim, há a alternativa de aplicar em ações de empresas ligadas ao mercado imobiliário, como construtoras, incorporadoras ou empresas de intermediação imobiliária. Obviamente, há muitos outros fatores que influenciam a rentabilidade desse tipo de investimento, além dos fatores que afetam o mercado imobiliário, afinal, as ações estão diretamente ligadas ao desempenho de suas respectivas empresas.

Apesar de estarem relacionados de certa forma, o bom desempenho do setor imobiliário não garante a rentabilidade do investimento em ações de empresas ligadas ao setor. Portanto, esse investimento não é indicado a pessoas que não possuam experiência ou conhecimento do mercado de ações e de análise de empresas.

Qualquer pessoa pode investir em ações através de bancos ou de corretoras de valores mobiliários. Ações, principalmente as de grandes empresas, possuem boa liquidez e sua negociação é muito fácil, podendo ser feita através de um *home broker* ou telefone.

A aplicação mínima é o equivalente ao preço de uma ação da empresa desejada, mas o mais comum é que as ações sejam negociadas em lotes de 100 ações, para facilitar e garantir mais liquidez. Além da possibilidade de ganhos com a valorização das ações, algumas empresas são boas pagadoras de dividendos.

Com investimento em ações, também é possível fazer um bom uso da estratégia de diversificação, investindo em mais de uma empresa e até em empresas de setores diferentes, diminuindo a exposição setorial.

A principal desvantagem desse tipo de investimento é a necessidade de conhecimento setorial, econômico e de análise de empresas, para que o investidor faça investimentos de forma racional e consciente. Caso contrário, não se trata de investimento, mas sim de aposta. Além disso, é interessante que o investidor acompanhe o desempenho da sua carteira de ações para poder atuar na necessidade de alguma alteração na sua composição. Ele deve estar atento às notícias setoriais e das empresas que ele investe e acompanhar as divulgações de resultados das companhias.

Obviamente, há muitos riscos atrelados ao investimento em ações, que podem ser conjunturais e econômicos ou específicos do setor ou da atividade da empresa. Não faz parte do escopo desse estudo analisar os riscos atrelados ao investimento em ações, que é um tema muito abrangente e foge dos objetivos centrais desse texto.

Há três tipos de empresas ligadas ao setor imobiliário que possuem empresas abertas na BM&FBOVESPA: empresas de exploração de imóveis, de construção civil e de intermediação imobiliária.

6 CONCLUSÃO

O presente estudo traz algumas importantes conclusões para a compreensão do funcionamento do mercado imobiliário, da atual conjuntura do setor imobiliário brasileiro e das oportunidades de investimento imobiliário disponíveis.

Um dos principais pontos para compreender o funcionamento dos ciclos imobiliários é o fato de que são afetados por diversos fatores, que geram entropia no sistema e fazem com que este não convirja para uma situação de equilíbrio em longo prazo. Esses fatores podem ser de ordem econômica, política, regulatória ou demográfica.

Os ciclos possuem basicamente quatro fases, o Boom, a Desaceleração, a Recessão e a Recuperação, e seu principal motor é a dinâmica de oferta e demanda. Não necessariamente um ciclo deve culminar em uma bolha especulativa imobiliária seguida de um colapso no setor, pelo contrário, esses eventos são raros e se devem a uma conjunção de fatores negativos e descontrolados, como foi o caso da Crise do *Subprime* em 2008 nos EUA.

O mercado imobiliário brasileiro passou, nos últimos três anos, por um período de crescimento e valorização muito forte, impulsionados, principalmente, pelo aumento real na renda dos brasileiros, pela melhor distribuição de renda –expansão da classe C -, pela ampla oferta de crédito imobiliário, pelo ciclo de baixa nas taxas de juros e pelos incentivos governamentais para consumo.

A análise dos indicadores econômicos e imobiliários leva a concluir que o setor imobiliário brasileiro está chegando próximo a uma situação de saturação de demanda, principalmente pelos fatos de que o Brasil tende a entrar em um novo ciclo de alta da taxa de juros, de que os financiamentos imobiliários residenciais já estão desacelerando, até porque as famílias já estão muito endividadas e com boa parte de sua renda comprometida com o pagamento de financiamentos para instituições financeiras e de que o nível de preços dos imóveis chegou a um patamar muito elevado.

Com os dois grandes eventos esportivos que o Brasil tem pela frente, Copa do Mundo de 2014 e Olimpíadas de 2016, o mercado imobiliário tende a ficar aquecido, sustentando os níveis de preços atuais com valorizações mais modestas, desacelerando progressivamente. Isso se deve em parte ao benefício em termos de infraestrutura e ao

fluxo de capitais que esses eventos promovem. Entretanto, após os eventos, é possível que o setor imobiliário recue.

Portanto, a conclusão quanto ao estágio do ciclo imobiliário em que o Brasil se encontra atualmente seria um ponto próximo ao pico que vem com a fase do *boom*, cerca de três anos distante de um ponto de inflexão.

Com relação aos investimentos imobiliários, foi apresentado que existem muitas alternativas, podendo atender aos mais variados perfis de investidores, com níveis de risco e necessidade de capital distinta. Não há investimento ideal, mas há combinações de vantagens, desvantagens, riscos e possibilidade de retornos que se adequam melhor a cada tipo de investidor. De forma geral, os investimentos imobiliários possuem vantagens fiscais interessantes e podem se adequar a vários perfis de investidores pessoas físicas.

7 BIBLIOGRAFIA

KAISER, R. (1997) “The Long Cycle of Real Estate”. *Journal of Real Estate Research*, 14, 233-258.

BORN, W. e PHYRR, S. (1994) “Real Estate Valuation: The Effect of Market and Property Cycles”. *Journal of Real Estate Research*, 9:4, 455-486.

HOYT, H. (1933) “One Hundred Years of Land Values in Chicago”. *University of Chicago Press*, 1993.

FOLDVARY, F., (1997) “The Business Cycle: A Geo-Austrian synthesis”. *American Journal of Economics and Sociology*, 56, 4, 521–524.

FOLDVARY, F., (1991) “Real Estate and Business Cycles: Henry George's Theory of the Trade Cycle”. *Lafayette College Henry George Conference*, 1991.

MAJDALANI, F., SFEIR, R., ABDALLAH, K. e WEHBE, B. (2013) “Riding the Real Estate Cycle: Building Capabilities for a Sustainable Future”, *Booz&Co. Publications*.

ESKINASI, M., ROUWETTE, E. e VENNIX, J. (2011) “Houdini: a System Dynamics Model for Housing Market Reforms”. *Conference paper for 2011 System Dynamics Conference, Washington D.C.*

VARGA, G. (2012) “Avaliação de Desempenho dos Fundos Imobiliários no Brasil”. *Conferência Quantum Axis 2013*.

BORÇA JUNIOR, G. R. e TORRES FILHO, E. T. (2008) “Analisando a Crise do Subprime”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, Dez. 2008.

TORRES FILHO, E. T. (2008) “Entendendo a Crise do Subprime”. *Visão do Desenvolvimento BNDES*, N.44, Jan. 2008.

PONTUAL, F. F., (2013) “Real Estate Credit in Brazil: Sound Housing Finance Around the World”. Abecip, *Joint Congress, Vienna, Austria*, Jun. 2013. Disponível em: <http://www.housingfinance2013.org/fileadmin/user_upload/Papers_English/3_1_Pontual_English_Update.pdf>. Acessado em 16/08/2013.

FURTADO, B. A., LIMA NETO, V. C. e KRAUSE, C. (2010) “Nota técnica: Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007 a 2011) por municípios (2010)”

Ipea. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/130517_notatecnicad rur01.pdf>. Acessado em 19/08/2013.

Sistema de Séries Temporais do BACEN. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acessado em 18/08/2013.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/>>. Acessado em 11/08/2013.

U.S. Federal Reserve. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>>. Acessado em 05/08/2013.

Página da Abecip. Disponível em <abecip.org.br>. Acessado em 15/08/2013.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acessado em 16/08/2013.

Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE). Disponível em <<http://fipe.org.br/web/index.asp>>. Acessado em 19/08/2013.

Trading Economics. Disponível em: <www.tradingeconomics.com>. Acessado em 16/08/2013.

Cetip. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/Home>>. Acessado em 03/08/2013.

Cetip sobre LCI. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarios/lci#!>>. Acessado em 10/08/2013.

Cetip sobre CRI. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarios/cri#!>>. Acessado em 10/08/2013. Cetip sobre CCI. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/titulos-imobiliarios/cci#!>>. Acessado em 10/08/2013.

BM&FBOVESPA. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acessado em 05/08/2013.

BM&FBOVESPA sobre CCI. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/titulos-imobiliarios-CCI.aspx?idioma=pt-br#invest>>. Acessado em 10/08/2013.

BM&FBOVESPA sobre CRI. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/titulos-imobiliarios-CRI.aspx?Idioma=pt-br>>. Acessado em 10/08/2013.