

ONDA DE PREÇOS

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

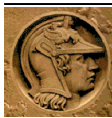
O Banco Central do Brasil ofereceu no seu Relatório de Estabilidade Financeira de março-13 o indicador de preços [Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados] (IVG-R), coletado desde 2001. A série do IVG-R já está disponível e com esta base é possível fundamentar melhor a discussão sobre a onda de preços de imóveis residenciais nos últimos anos.

1. Acompanhando o relato do BCB, o índice é calculado a partir da base de dados dos valores de avaliação constantes nos processos de financiamento de aquisição de imóveis para pessoas físicas dentro do SFH ou SFI, ou seja, financiamentos lastreados em hipotecas ou estruturados sob alienação fiduciária.

O índice até agora divulgado é o composto, abrangendo as mesmas 11 regiões metropolitanas utilizadas para o cálculo do Ipeca-ibge: Belém, Belo Horizonte, Brasília, Curitiba, Fortaleza, Goiânia, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo.

Como as avaliações perpetradas pelos bancos financiadores são feitas pelo método de comparação, não há dúvida sobre a representatividade do IVG-R relativamente aos movimentos do mercado.

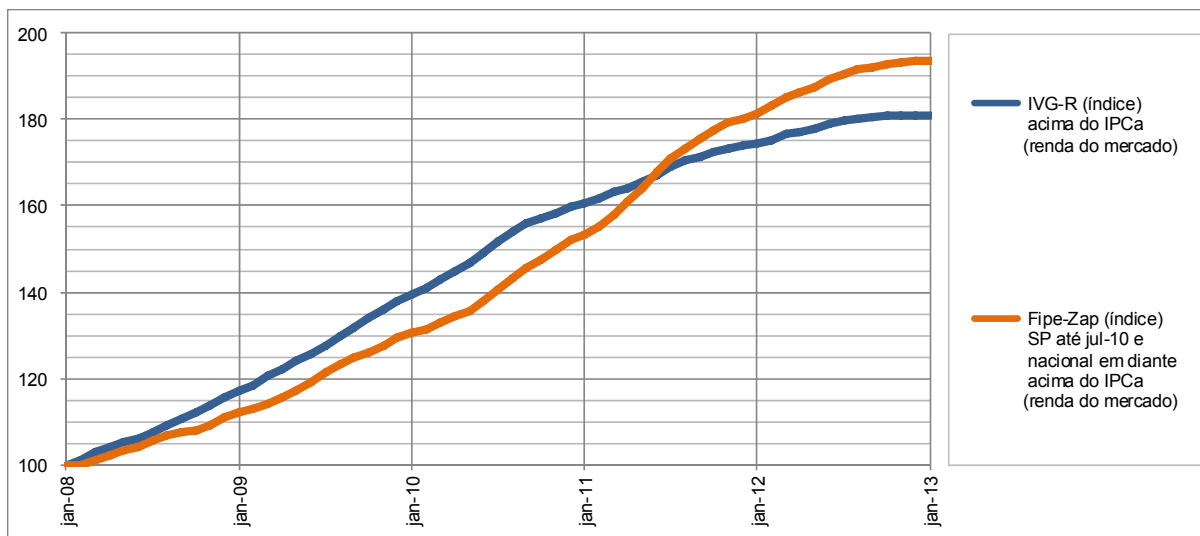
2. Agora são dois os índices disponíveis para avaliação dos movimentos de preços dos imóveis residenciais no Brasil: Fipe-Zap e IVG-R. Com relação ao primeiro, têm-se imposto ressalvas, por não manipular valores de transações, mas preços de oferta de venda, que tendem a apresentar descolamento para cima, relativamente aos valores transacionados e que, em ciclo de baixa tendem a se mostrar resistentes por algum tempo. O IVG-R, por sua vez, ao capturar valores de avaliação, usa uma tendência conservadora para a amostragem (a do banco avaliador da garantia), mas trabalha com uma base de dados estruturada seguidamente com o mesmo viés. As ressalvas nos dois casos levam a que preços médios de referência poderiam estar no Fipe-Zap para cima e no IVG-R para baixo, em relação aos preços praticados no mercado. Entretanto, a se considerar somente a variação dos preços, e esta é a preocupação mais evidente na elaboração dos dois índices, os efeitos de descolamento são abatidos, ou até abstraídos, porque, em tese, valores de um mês apresentarão viés equivalente aos dos demais meses da base de dados, o que tende a



anular o efeito na medida da variação de preços. Em ciclos curtos, sob a economia setorial vivendo fantasias especulativas ou crises de confiança, algum desvio pode ocorrer. É relevante considerar que variações tópicas, derivadas de viés, tendem a ser amortecidas no longo prazo e que o setor, pela velocidade lenta que marca suas transações, não tende a ser "mal atendido" pela informação dos índices, em razão de que tenham sido impactados por eventuais pressões de curto prazo. De outro lado, verifica-se, como mostrado no gráfico-1, que o comportamento dos dois índices é muito semelhante (correlação muito alta), o que serve para que se validem mutuamente, como referências de boa qualidade sobre os movimentos de preços dos imóveis residenciais no Brasil, vistos sob uma perspectiva global.

gráfico-1

movimentos do IVG-R e do Fipe-Zap
de jan-2008 até dez-2012
deflacionados pelo IpcA-ibge
(base 100 em jan-2008)



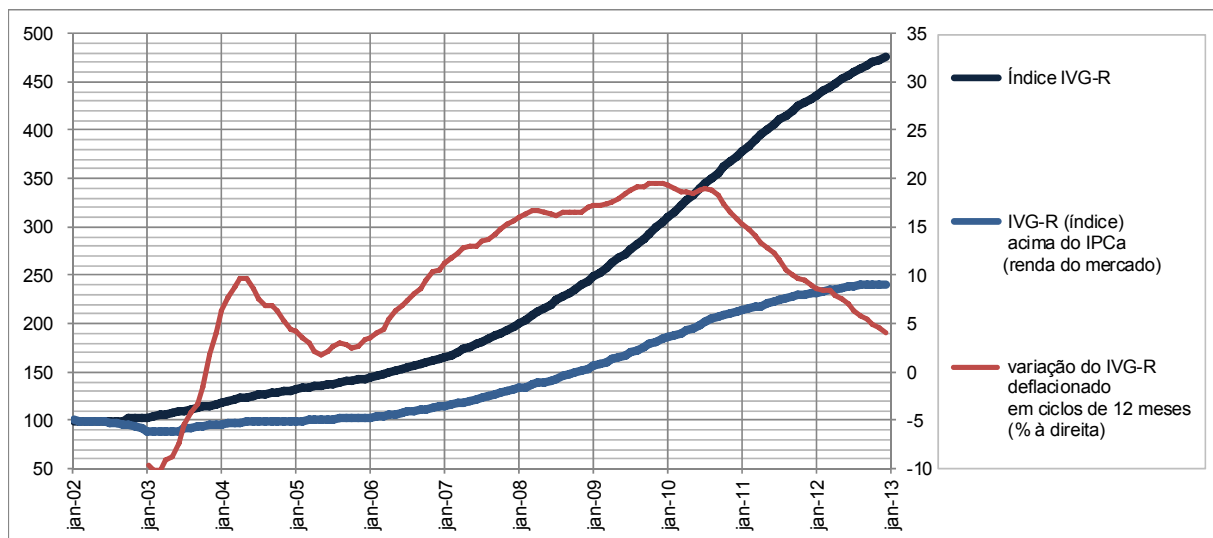
- O Fipe-Zap no gráfico-1 usa dados de São Paulo até jul-2010, substituindo-se pelo composto nacional a partir de agosto-10, quando começou a ser computado pela Fipe.
- A indicação do gráfico-1 é de que nestes últimos cinco anos (2008 até 2012) os preços subiram quase o dobro do que cresceu a renda do mercado pelo proxy do IpcA-ibge. Mesmo admitindo que as rendas tenham crescido acima do proxy, para manter o seu poder de compra, o mercado deveria ter experimentado um crescimento anual recorrente de renda acima do IpcA-ibge de 14,1% ano pela visão



do Fipe-Zap ou de 12,6% ano pela do IVG-R. Como isso não ocorreu, verifica-se o reflexo no perfil da oferta dos lançamentos, que tem apresentado, sistematicamente, redução nas dimensões dos imóveis destinados ao mesmo segmento de mercado, como forma de ajustar o preço da oferta à capacidade de pagar do mercado alvo.

3. A partir de 2002 encontramos o comportamento do IVG-R como está no gráfico-2, corroborando que os preços de imóveis residenciais no mercado brasileiro vêm aumentando de forma recorrente, acima do crescimento da capacidade de compra do mercado (pelo proxy do Ipca-ibge), sem recuo.

gráfico-2
movimento do IVG-R e
variação do índice (variação de preços)
acima do Ipca-ibge desde jan-02



▪ Há um curto período no qual os preços evoluem abaixo do Ipca-ibge (jan-03 até out-03), tomando posteriormente uma curva ascendente, que muito se assemelha à perna crescente da recente bolha de preços do mercado norte-americano, como veremos adiante. De 2005 até 2010, as taxas de crescimento acima do Ipca-ibge são muito fortes, sendo mais moderadas adiante, mas ainda permanecendo positivas. O ciclo que decorre desde o advento das companhias abertas (2005-2006) até meados de 2010, quando era possível identificar preços fora do *fair value*, denotando especulação, é o que apresenta taxas mais fortes, tendo amortecido até agora, mas ainda mantendo o descolamento.

▪ Em defesa do crescimento de preços além da capacidade de compra do mercado têm-se argumentado que nesse ciclo houve uma expressiva mudança na



estrutura dos custos de implantação, que variaram muito acima dos índices que refletem a variação da renda do mercado, como já exploramos em Carta do NRE.

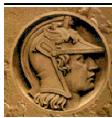
4. Para defender a hipótese de que os preços tenham crescido nesse horizonte movidos pela alavanca de custos, medimos o índice IVG-R deflacionado seguindo o Incc-fgv e o índice de custos (ICustos), este representado pela variação do Incc-fgv agregada de 4% ano equivalente, recorrente mensal.

- O índice mais utilizado no setor para referência de crescimento de custos de construção é o Incc-fgv, tanto que, na maioria das situações, os investimentos são validados por meio de estudos que admitem a variação dos preços no mesmo regime desse índice. Ainda mais, é constante o procedimento de reajustar prestações de unidades vendidas pelo Incc-fgv dentro do ciclo de implantação, sustentando uma antiga crença de que os custos de construção acompanham o índice. Os custos de construção cresceram acima do Ipca-ibge nesse horizonte.

Custos de terrenos, outorgas e outras contrapartidas para aprovação de projetos não figuram no Incc-fgv e esses fatores apresentaram agudos crescimentos de preços, de modo que os custos da implantação dos empreendimentos residenciais foram impulsionados para cima desse índice de custos.

Acrescente-se ainda a recorrente imposição de margens de segurança para cobrir desvios de custos de construção contra o orçamento que serve de base para a formação dos preços de venda (vendas antecedem a construção, o que implica em operar com preço fechado e custo aberto). As margens cresceram porque, como se verificou nesse período, as empresas apresentaram ao mercado recorrentes reavaliações de resultado dos seus negócios, tendo em vista que verificavam que as verbas de orçamento estavam sendo consumidas em velocidade maior do que o ritmo da produção, exigindo a alocação de verbas adicionais para completar as obras.

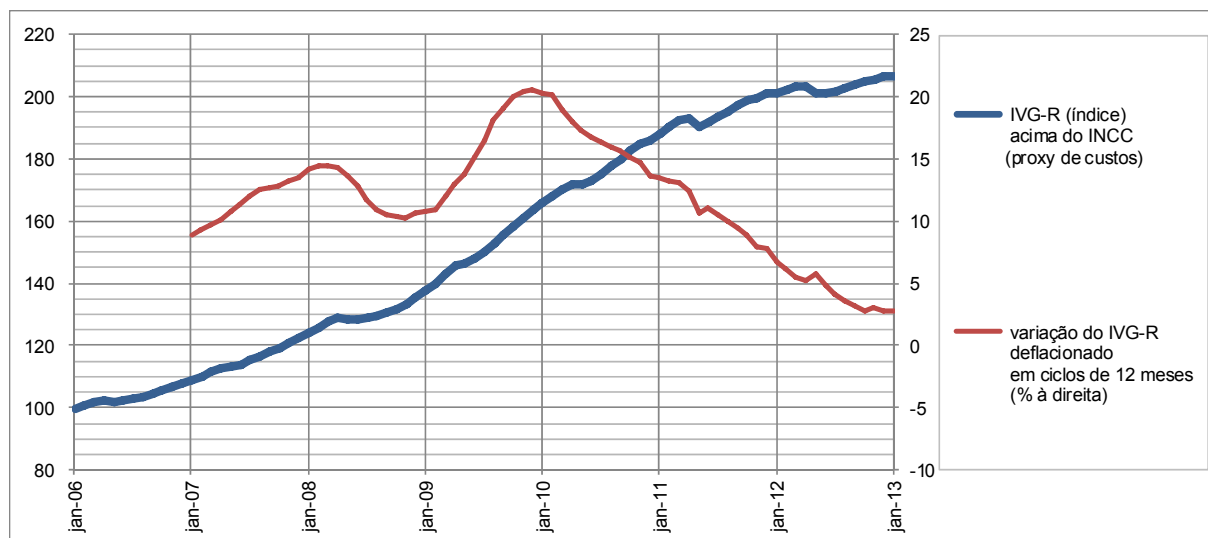
- Outro destaque no rearranjo da formação de preços resulta do "entendimento tardio" de que o Incc-fgv, por ser um índice geral e trabalhar com uma cesta de insumos primários, não foi capaz de capturar perdas de produtividade ocorridas pela necessidade de contratar mão de obra de baixa qualificação, como fruto da escassez evidenciada de profissionais nos diferentes serviços de obra. Também não é possível capturar por meio de índices gerais os custos das urgências, seja pela oferta de equipamentos abaixo da demanda, seja pelo aumento de margem de lucro dos empreiteiros de serviços de que se valem os construtores na sua estratégia de organização da produção nos canteiros de obras. As evidências daí oriundas (custos para cima do Incc-fgv) levam à imposição de margens de segurança no orçamento, com repercussão direta no crescimento dos preços, acima da variação



do Incc-fgv¹.

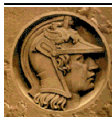
▪ O gráfico-3 mostra a variação do IVG-R acima do Incc-fgv a partir de 2006, quando esses efeitos de descolamento passaram a ser mais discutidos na economia brasileira. Se, nesse ciclo (2006-2012) a variação do IVG-R acima do Ipc-a-ibge estava em 12,9% equivalente anual, pelo Incc-fgv encontra-se 11,0% equivalente anual. Mesmo levando em conta o componente mais expressivo dos preços (os custos de construção) variando pelo índice geral de custos, só haverá justificativa para os aumentos, sem enveredar pelo crescimento das margens de lucro, se terrenos e margens de segurança forem os responsáveis pela elevada taxa de crescimento (o IVG-R deflacionado vai de 100 a mais de 200 no período).

gráfico-3
movimento do IVG-R deflacionado pelo Incc-fgv
variação do índice (variação de preços acima do Incc-fgv)
desde jan-06



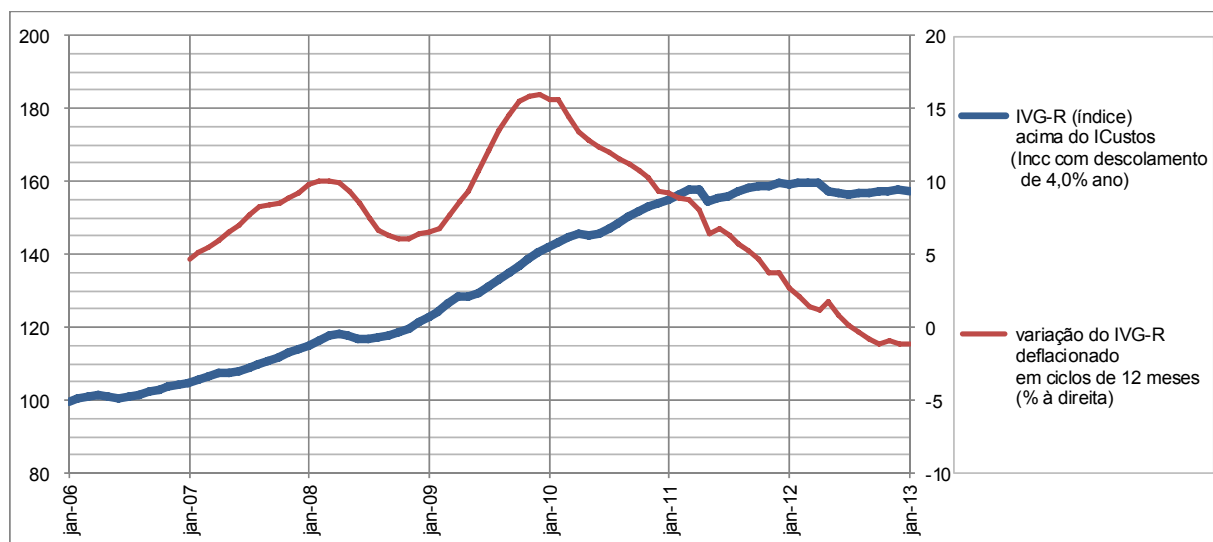
Neste gráfico-3, nota-se que a taxa de crescimento cai sensivelmente após 2010 (pico especulativo?), mas, ao mesmo tempo verifica-se que a taxa de crescimento acima dos custos de construção permanece positiva, o que não indica uma reversão de preços (perna da crise de eventual bolha de preços), mas somente amortecimento da taxa de crescimento.

¹ O NRE-Poli está promovendo análises, ainda incompletas, sobre o crescimento de custos de construção verificado acima do Incc-fgv. Avaliações preliminares indicam que os custos de construção nos últimos três anos cresceram acima da variação do Incc-fgv.



- Considerando ICustos descolado acima do Incc-fgv de 4% ano recorrente mensal, o crescimento do IVG-R é aliviado (gráfico-4). No ciclo, o IVG-R deflacionado cresce à taxa de 6,7% ano equivalente, apresentando uma reversão (pequeno declínio) a partir do segundo semestre de 2012.

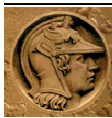
gráfico-4
movimento do IVG-R deflacionado pelo ICustos
variação do índice (variação de preços acima do ICustos)
desde jan-06



5. Mesmo considerando fatores agressivos de crescimento de custos (ICustos equivalente a Incc-fgv descolado de 4% ano) a evidência nesta era das grandes companhias de real estate (2006-2012) é que os preços descolaram de tal forma da capacidade de compra do mercado, que, independente de se arbitrar se poderá haver inflexão de preços adiante, a estrutura de mercado se modificou completamente, como enfatiza a imagem do gráfico-5. O perfil dos lançamentos vem mostrando que as empresas têm se acomodado rapidamente à mudança de perfil do mercado, ofertando produtos adequados à capacidade de compra ajustada.

Entretanto, é forçoso identificar que os apartamentos nos grandes mercados já se encontram muito próximos de dimensões na fronteira inferior, esgotando-se a capacidade de ajuste pela dimensão do imóvel.

A se admitir que não haja espaço para redução dos preços, porque as margens de resultado estão adequadas à atratividade do setor, a permanecer esse descolamento, como ficará o mercado no futuro? Se só for encontrada uma condição de equilíbrio

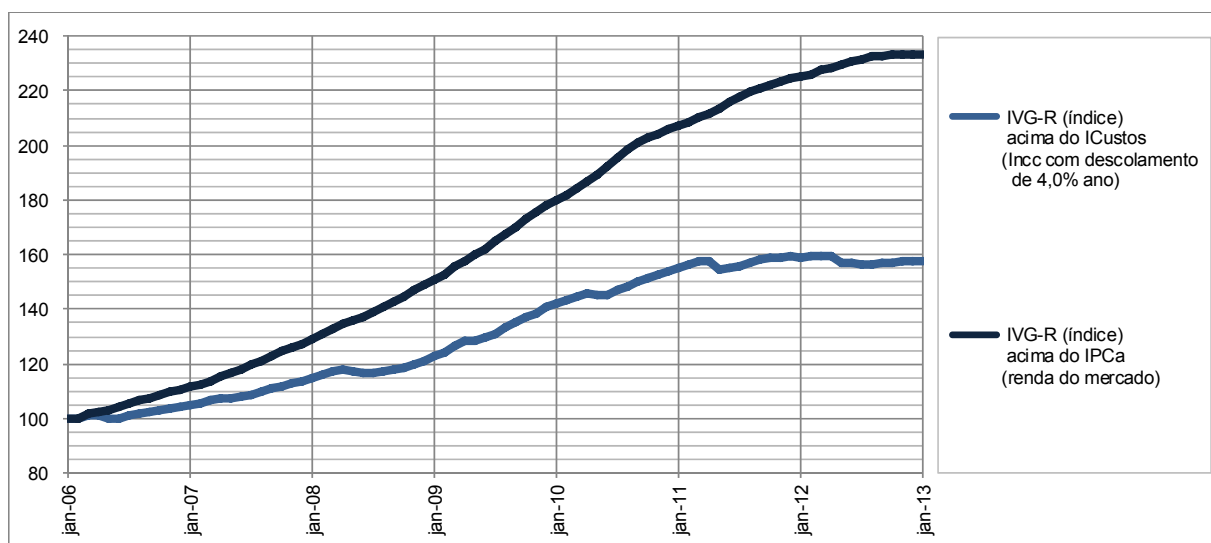


por meio de reversão de preços, a atratividade dos empreendimentos seria reduzida (margens mais modestas).

A se admitir que fatores que provocaram o descolamento dos preços venham a reverter: i. terrenos e custos acessórios se mantenham nos preços vigentes, ii. produtividade cresça na construção, pela qualificação dos processos (maior industrialização) e da mão de obra (aprendizado pela repetição) e iii. margens de segurança nos orçamentos sejam comprimidas pela qualificação dos sistemas de controle das companhias, os preços dos imóveis podem reverter, caindo abaixo da curva de crescimento do Incc-fgv, mantendo-se próximo da curva do Ipc-a-ibge. Nessa hipótese de equilíbrio (crescimento de preços a par do crescimento da renda do mercado), o IVG-R se estabilizaria na sua expressão deflacionada.

gráfico-5

movimento do IVG-R deflacionado pelo ICustos
e movimento do IVG-R deflacionado pelo Ipc-a-ibge
desde jan-06



Uma reversão natural da onda de preços somente ocorrerá se os fatores de produção vierem a se ajustar para baixo, ou que os empreendedores aceitem operar com margens de lucro reduzidas, o que não se vislumbra no horizonte de médio prazo, especialmente quando se verificam os resultados mostrados pelas grandes companhias do setor, que não sugerem a existência de folga nas margens.

6. E a imagem de bolha? Já tratamos deste tema em outras cartas do NRE-Poli,



sempre destacando que bolhas de preços de imóveis residenciais² se produzem por desequilíbrio de mercado, com presença de demanda artificial, de ciclo curto quando se trata de demanda reprimida que volta ao mercado, ou de ciclo mais longo, quando se apresentam indutores de especulação de preços, destacando-se ai "crédito imobiliário irresponsável".

Seria possível imaginar uma bolha induzida pelo conjunto dos empreendedores? Ocorreria se houvesse falta de competitividade, por formação de cartel, ou porque a oferta está muito abaixo da demanda, nenhum dos fatores presentes no mercado brasileiro.

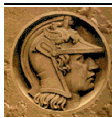
Os gráficos desta carta mostram que, mesmo adotando deflatores agressivos para o IVG-R, encontramos uma curva de preços ascendente, com destaque para o ciclo que se inicia em 2006, quando a oferta mudou de escala, pela presença das grandes companhias e de recursos internados por meio de fundos de investimento, inclusive de capital estrangeiro. O quadro-6 mostra a síntese desse crescimento.

quadro-6

	variação expressa em taxa anual equivalente recorrente			
	ciclo			
	2002-2012	2006-2012	2006-2009	2010-2012
Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R) <i>Banco Central do Brasil</i>	15,25%	18,57%	20,34%	15,44%
Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) <i>Ibge</i>	6,39%	5,06%	4,29%	5,82%
Índice Nacional de Custos da Construção Civil (INCC) <i>Fgv</i>	8,45%	6,88%	6,55%	7,23%
INCC com descolamento recorrente de 4,0% ano (ICustos)		11,15%	10,82%	11,52%
IVG-R deflacionado pelo IPCA (preços contra a renda do mercado)	8,33%	12,86%	15,39%	9,09%
IVG-R deflacionado pelo INCC (preços contra a matriz de custos utilizada pela Fgv)	6,28%	10,94%	12,94%	7,65%
IVG-R deflacionado pelo ICustos (preços contra a provável matriz de custos de construção verificada no mercado)		6,67%	8,59%	3,51%

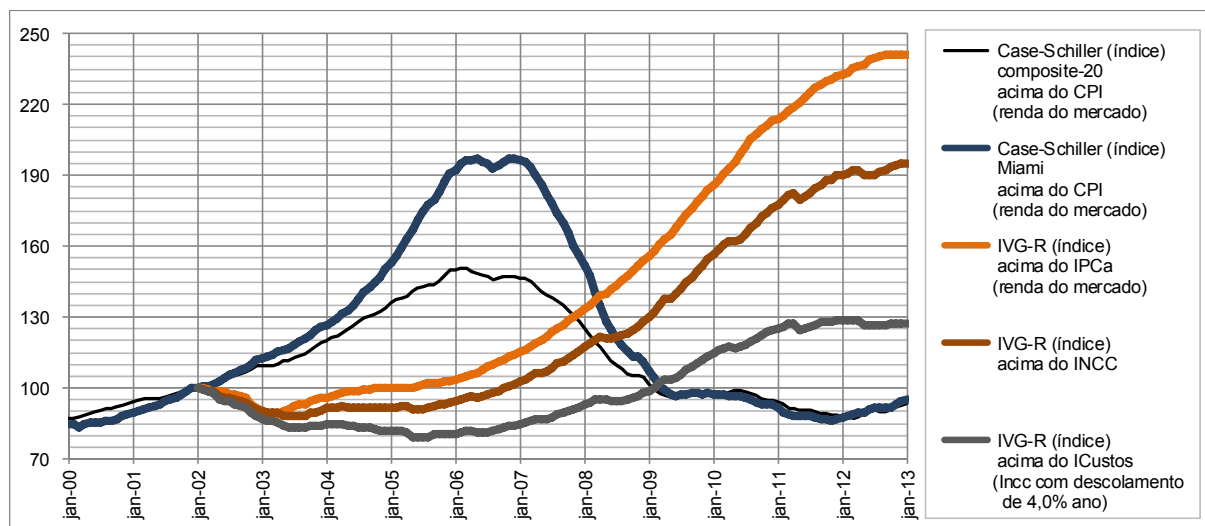
■ Provocado por fatores já conhecidos, capitaneados por crédito imobiliário irresponsável, o mercado de real estate residencial norte-americano sofreu uma bolha de preços, cuja reversão provocou danos nas poupanças ao redor do mundo. No gráfico-7 plotamos ao lado da curva de índices de preços do mercado

² Acentua-se que para imóveis comerciais, especialmente edifícios de escritórios e imóveis para locação em geral (galpões, por exemplo), os indutores de bolha são outros.



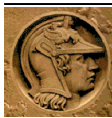
norte-americano (Miami e composto de 20 cidades-*composite 20*), deflacionados pelo CPI (renda do mercado), o IVG-R, na mesma base e deflacionado seguindo os critérios desta carta.

gráfico-7
Índice Case-Schiller
corroborando a ocorrência de bolha de preços
no mercado norte-americano
e IVG-R em horizonte comparado



No gráfico-7:

- no mercado norte-americano os preços deflacionados pelo CPI cresceram de janeiro-00 até fevereiro-06 (pico de valor em seis anos) à razão de 9,3% equivalente anual recorrente, sendo a queda até março-12 verificada em velocidade de 8,5%. No ciclo mais agudo, de fevereiro-06 até abril-09, a velocidade de perda de preços foi de 13,0% equivalente anual. Em Miami, cujos preços foram especulados em ritmo mais agressivo, nos mesmos intervalos, as variações foram de +17,6%, -11,3% e -17,5% equivalentes anuais;
- as velocidades de crescimento de preços pelo IVG-R, de 2006 a 2012 (sete anos) se apresentaram, conforme o deflator considerado, à razão anual equivalente de 12,9% 11,0% e 6,7% (quadro-6);
- a imagem da perna ascendente da curva de preços pelo IVG-R deflacionado pelo Incc-fgv é mais contundente do que a do ICS-*composite-20*, assemelhando-se à de Miami, o mercado de distorção mais aguda entre as 20 cidades cobertas pelo ICS;



▪ o ciclo ascendente de preços no mercado brasileiro é mais longo do que as ocorrências recém-observadas no mercado norte-americano, tendo sido rotuladas como bolha (seis anos lá e, até agora, sete anos no Brasil).

As evidências no mercado brasileiro sugerem que a curva de preços é forçada por questões estruturais, sendo que parte dos fatores pode ter efeito amainado nos próximos anos (terrenos, produtividade e margens de segurança na formação dos preços). A curva de preços do mercado norte-americano, provocada por crédito imobiliário irresponsável, foi evidenciando uma bolha de efeitos ainda não resolvidos.

A vista desta imagem e do conhecimento de como se comportou o mercado brasileiro nestes últimos anos, é razoável permanecer admitindo que o que aqui se passa não envolve qualquer hipótese de que os preços estejam fora do *fair value*?

No site do NRE-POLI postamos a questão:

A publicação do IVG-R auxilia o entendimento de por quais razões estruturais os preços de imóveis residenciais no Brasil sofrem alta desde 2006, ou, ao contrário, deixa dúvida sobre estarmos mergulhados em uma anomalia, havendo possibilidade de reversão de preços adiante?

Responda e conheça como o mercado vê este tema.