



**ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL**  
**GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE**

---

NÚCLEO DE REAL ESTATE  
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

---

Texto para Coluna do NRE-POLI  
da Revista Construção e Mercado – Pini – Julho 2007

**A BOLHA DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO**  
**FLUXOS E REFLUXOS DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO**  
Prof. Dr. Sérgio Alfredo Rosa da Silva

A economia norte-americana possui algumas características estruturais que merecem atenção para que se possa fazer uma análise do comportamento de seu mercado imobiliário.

Para um PIB acima de US\$ 11 trilhões, os valores gerados por processos econômicos associados ao consumo direto de bens e serviços podem ser estimados na ordem de US\$ 8 trilhões.

Uma proporção desta ordem faz com que esta economia fique exposta a comportamentos cíclicos pronunciadamente associados ao comportamento da economia de consumo. Além disso, a poupança média das famílias americanas vem apresentando, ao longo dos últimos anos, um comportamento negativo, isto é a família média norte-americana vem gastando em níveis superiores aos de sua receita.

Em 2000 a economia norte-americana enfrentou turbulências em seu cenário econômico, quando da brusca queda na valorização das empresas que atuavam em mercados associados ao ambiente de tecnologia de informação e à internet. O indicador básico da Bolsa NASDAQ oscilou de um nível da ordem de 5000 pontos

---



para um patamar de 1000 pontos. Esta queda brusca sinalizou um possível cenário de recessão.

Em resposta a este cenário tanto o Banco Central Norte-Americano, como o próprio Governo dos Estados Unidos conduziram políticas para amenizar este risco. A taxa de juros associada à remuneração dos títulos do Tesouro Norte-Americano teve uma agressiva redução, vindo ao patamar nominal de 1% a.a. Ao mesmo tempo o Governo Norte-Americano promoveu uma reversão na política de gastos públicos, saindo de uma posição superavitária para uma condição francamente deficitária.

A combinação destes esforços levou ao mercado consumidor um maior afluxo de recursos, fruto tanto da política de gastos governamentais, como de um progressivo e continuado acesso a créditos devido à redução nas taxas de juros.

Uma das principais, senão a principal maneira pela qual este afluxo de créditos se materializou foi por meio da oferta de linhas de financiamento lastreadas em bens imobiliários, em particular operações baseadas em hipotecas. Em um primeiro momento, este afluxo de crédito acelerou os movimentos de compra de bens imobiliários o que levou a uma progressiva e continuada valorização destes ativos, dada sua escassez naquele momento. Cabe ressaltar que o mercado de bens imobiliários norte-americano não possui um comportamento homogêneo ao longo de toda sua extensão. Em algumas regiões, tais como a Califórnia, houve uma forte e brusca valorização dos ativos imobiliários, enquanto que em outras regiões, em particular na região central e meio-oeste do país a valorização verificada não foi nem tão brusca e nem tão pronunciada.

Mas, de uma maneira geral, houve um progressivo destaque deste mercado no cenário

---



econômico norte-americano e o mercado de hipotecas passou por um período de forte crescimento que trouxe como principal consequência uma realimentação do próprio mercado imobiliário, provocando uma forte aceleração na indústria da construção imobiliária. Durante certo período, até meados de 2005, o mercado de real estate, aí incluído o setor da construção, foi o principal motor da economia norte-americana. Neste período, denominado como uma bolha imobiliária norte-americana, os ativos imobiliários apresentaram ganhos médios reais entre 40% a 70%.

Esta situação, aliada à facilidade no acesso ao crédito hipotecário, permitiu dois movimentos adicionais: por um lado houve uma progressiva expansão da base de clientes das carteiras hipotecárias, incluindo de forma agressiva clientes de baixa renda e, de outro lado, permitiu que os ativos imobiliários fossem usados como lastro para acesso a crédito de consumo, em particular pela classe média. Estes movimentos realimentaram o emprego de hipotecas de bens imóveis como instrumento de expansão de crédito.

Criou-se, portanto, um cenário com dois elos de realimentação: o acesso ao crédito induziu à aceleração das atividades de construção civil e, conseqüentemente, da oferta de bens imobiliários e o mercado hipotecário sofreu expansões adicionais por conta do crescimento de sua base, seja por incorporar operações de sustentação à economia de consumo ou por incorporar segmentos de público-alvo com menor capacidade de pagamento.

Nos últimos anos, o Banco Central Norte-Americano identificou possíveis movimentos inflacionários na economia dos Estados Unidos e, como consequência, foi iniciado um movimento de alta nas taxas de juros dos papéis do Tesouro Norte-

---



Americano. Isto reduziu o fluxo de capitais seja para operações diretas de real estate ou para aporte às empresas que atuam no mercado de hipotecas. Uma consequência direta e imediata foi um arrefecimento no ritmo de valorização dos ativos imobiliários, em muitas regiões iniciou-se um movimento reverso, de queda de preços, dada a diminuição da demanda por estes bens.

O movimento de estabilização ou baixa nos valores dos imóveis afetou as operações de hipotecas, que passaram a operar com valores menores, com impacto direto em um dos elos de realimentação do sistema, as operações de suporte ao crédito de consumo ou de atendimento aos segmentos de menor renda. Este último, em particular, começou a demonstrar um aumento em seu nível de inadimplência que no último trimestre de 2006 chegou a valores médios da ordem de 5% dos montantes em carteira, os mais altos desde 2003.

Além disso, o primeiro elo de realimentação do sistema, o incremento nas atividades da construção civil, apresentou forte inércia, até pelos prazos de maturação dos empreendimentos imobiliários. Isto significou que no momento em que os preços dos imóveis começaram a estabilizar ou regredir, estava ocorrendo um aumento na oferta de unidades residenciais ao mercado, o que realimentou os processos de reversão de preços.

Temos um cenário, que perdura até os dias de hoje, nos quais os ativos imobiliários vêm tendo seus preços reduzidos face aos valores praticados ao final de 2005 ou início de 2006, associado a uma redução nas atividades de construção civil, um nível significativo de inadimplência nas carteiras hipotecárias e uma redução no crédito disponível para as empresas que atuam nesta área, em particular para aquelas

---



operações direcionadas para os segmentos de menor renda.

Este cenário passou a ser reconhecido como o *estouro* da bolha do mercado imobiliário norte-americano.

Como o mercado de real estate não é um ambiente homogêneo, mas fortemente afetado por condições locais, a reversão das atividades econômicas foi diferenciada por todo o cenário econômico norte-americano. No Meio Oeste os impactos foram menores que em regiões como a Califórnia ou a Costa Leste, que observaram na fase inicial deste processo aumentos significativos nos preços dos imóveis.

Resta a discussão quanto ao impacto a curto e médio prazo deste ciclo econômico na economia norte-americana. Até pela heterogeneidade do mercado de real estate, não está descartada uma progressiva acomodação do desempenho geral da economia. Os últimos indicadores continuam sinalizando para um crescimento anualizado do PIB norte-americano da ordem de 3% a 3,5% a.a.

Por outro lado, as dimensões deste segmento da economia norte-americana indicam que haverá um impacto no nível de desempenho geral. O fato de ter afetado a uma das fontes de crédito de consumo da classe média americana é um forte sinalizador deste impacto. São associadas a estas discussões as expressões de *pouso suave* ou *brusco* da economia, isto é se a acomodação será gradual e progressiva ou imediata, com impacto concentrado em curto período de tempo. Hoje, a maioria dos economistas, tem admitido uma acomodação suave como a hipótese mais provável, sem descartar uma acomodação brusca, principalmente se houver novas oscilações no preço do petróleo.

---



Têm sido feitas algumas analogias entre este ciclo observado nos Estados Unidos e os comportamentos atuais no mercado de real estate brasileiro. De início, cabe observar que o segundo elo de realimentação do processo ocorrido na economia norte-americana não tem sido observado no cenário brasileiro. Já o primeiro elo de realimentação é claramente visível. O que indica como tema para reflexões futuras se o mercado brasileiro de real estate, com todas suas nuances regionais, conseguirá absorver os níveis de oferta recentemente sinalizados atentando-se para a inércia típica dos ciclos de oferta neste setor da construção civil.

---