

Expansão imobiliária na cidade de João Pessoa no período 2009-2013: um caso de formação de bolha?

Werton José de Oliveira Batista¹
Marcia Maria de Oliveira Bezerra²
Andre Luiz Correa³

Resumo:

A expansão imobiliária na cidade de João Pessoa, estado da Paraíba, no período 2009-2013, foi acompanhada do aumento significativo nos preços dos imóveis. Este artigo tem o objetivo de analisar se a valorização observada configurou um processo de formação de bolha na referida capital. A parte empírica relativa à dinâmica de preços dos ativos imobiliários utilizou os indicadores de preço, aluguel e custo desenvolvidos em pesquisas sobre o tema. Os resultados desses indicadores aplicados ao mercado de imóveis da cidade aumentaram o grau de confiança na hipótese de ter havido o fenômeno de uma bolha imobiliária.

Palavras-chave: Bolhas imobiliárias; Capital estrangeiro; Crédito imobiliário.

Real estate expansion in João Pessoa city in the period 2009-2013: a bubble formation event?

Abstract:

The real estate expansion in the city of João Pessoa, capital state of Paraíba, in 2009-2013, was followed by a stressing increase in the price of the real state. This article aimed to analyze if this increase of the prices composed the formation of a row in this city. The empirical part concerning the dynamics of those prices was if the above mentioned took as indicators the price, the rent and the cost observed in some surveys. The results of those indicators applied on this market in the city increased the level of confidence in the hypothesis of having the phenomenon of a real estate row.

Keywords: Real estate bubbles; Foreign capital; Real estate credit.

Classificação JEL: R32, R39, F39.

1. Introdução

1 Mestre em Economia pela UFRN. Professor da Faculdade Maurício de Nassau. E-mail: wertonjp@hotmail.com

2 Doutora em Economia pela Unicamp e professora do Departamento de Economia da UFRN. E-mail: marciabezerra@ufrnet.br

3 Doutor em Economia pela UNICAMP. Professor do Departamento de Economia da UNESP, campus Araraquara. E-mail: andrelc79@gmail.com

As consequências das variações de preços dos ativos (ações, títulos, imóveis, terras etc.) sobre o lado real da economia têm sido objeto de investigação de vários estudos. Dentre eles, podem ser citados Dymski (1998), Kindleberger (2000), Minsky (2010) e Carlin e Soskice (2015). Esses autores têm em comum a preocupação com os efeitos de uma súbita elevação no preço dos ativos e os desdobramentos desse movimento sobre o nível de atividade econômica.

O desenvolvimento do capitalismo está recheado de exemplos nos quais a especulação motiva as decisões dos agentes, provocando flutuações extremas no valor dos ativos negociados no mercado. Além da Crise das Tulipas de 1637, outras também ganharam destaque com a abrupta inversão de preços de ativos que estavam excessivamente valorizados. Podem ser citadas: Crise da *South Sea Company*, na Inglaterra, em 1720; a Crise de 1929 e a Crise da Internet, em 2001, nos Estados Unidos, entre outras (Alves, 2011).

Processos especulativos podem ensejar a formação de bolhas de ativos. Definições desse último fenômeno frequentemente atentam para a grande disparidade que se observa entre o valor de mercado de um ativo e o seu valor real (fundamental). Shiller (2000, p. 3), por exemplo, define bolha como sendo o momento em que há “[...] um aumento não sustentável nos preços causado pelo comportamento comprador dos investidores, e não por informações fundamentais e genuínas [...]” sobre um determinado ativo.

Nas últimas décadas, ativos imobiliários foram objeto de fortes movimentos especulativos em diferentes países, que culminaram com formações de bolhas e seus subsequentes estouros. Como evidências desses fenômenos podem ser citadas as crises imobiliárias do Japão em meados dos anos de 1980 (Torres Filho, 1999) e a dos EUA, na primeira década do século XXI (Carvalho, 2012).

Segundo a consultoria inglesa *Knight Frank*⁴, nos primeiros anos dessa década, o Brasil foi o país que apresentou a maior valorização imobiliária do mundo. Entre 2011 e 2012, teria sido registrada uma valorização de até 15,2% no valor dos imóveis. O Índice Mundial de Preço de Imóveis (*Global House Price Index*)⁵ revelou que o mercado brasileiro superou o de Hong Kong (segundo colocado no ranking) e o da Turquia (terceiro colocado), que apresentaram taxas de valorização de 14,2% e 11,5%, respectivamente. Em 2013, o Brasil se posicionou entre os sete países com maior elevação no preço dos imóveis, tendo-se observado taxas superiores a dois dígitos em grandes cidades.

Nesse quadro de intensa valorização imobiliária nos maiores centros urbanos do país, D’Agostini (2013) e Mendonça e Sachsida (2012) afirmaram que havia evi-

4 A *Knight Frank*, fundada em 1896, é uma consultoria imobiliária independente sediada em Londres, com quase 250 escritórios espalhados ao redor do mundo, abrangendo os cinco continentes. Ela tem como principal objetivo ofertar e negociar imóveis residenciais e comerciais nos diversos mercados imobiliários mundiais.

5 O *Global House Price Index* é um índice trimestral de valorização de imóveis residenciais divulgado pela *Knight Frank*, que acompanha o desempenho dos maiores mercados imobiliários do mundo.

dências de ocorrência de bolhas nos preços dos imóveis. Apesar da valorização desses ativos ser mais visível nas grandes cidades brasileiras que apresentavam elevada aglomeração populacional, cidades de menor porte teriam experimentado também esse fenômeno, como João Pessoa, capital do estado da Paraíba, no Nordeste brasileiro. O mercado imobiliário da cidade apresentou expressivo crescimento entre 2009 e 2013, com o lançamento de novos empreendimentos imobiliários e uma elevação média de 65% no preço do metro quadrado nos bairros da cidade (SINDUSCON-JP, 2013).

Este artigo pretende examinar se a valorização observada nos preços dos ativos imobiliários destinados à habitação em João Pessoa, entre 2009-2013, configurou um processo de formação de bolha.

A próxima seção abordará as teorias relacionadas à especulação e a formação de bolhas, privilegiando a abordagem heterodoxa.

2. Especulação e bolhas imobiliárias

Chick (2010, p. 241) considera que uma forma interessante de tratar o tema especulação é recorrer às motivações dos agentes. Nesse sentido, os especuladores caracterizam-se pela intenção de “captar ganhos de capital de curto prazo e evitar perdas de capital”. O interesse relacionado às taxas de juros que remuneram os diferentes ativos fica em segundo plano, posto que, no curto prazo, “a diferença entre eles é dominada por mudanças nos valores de capital”. Assim, as motivações dos especuladores se diferenciariam das motivações dos “investidores de longo prazo”. Esses últimos fariam aplicações com o propósito de acumular riqueza por meio dos juros e, se possível, de ganhos de capital de longo prazo.

Chick (2010, p. 243) chama atenção para o tratamento que Keynes dá aos especuladores na Teoria Geral, considerando-os como compradores e vendedores de títulos que agem com base em expectativas. Segundo a autora, tal definição convergiria com a de Friedman (1953). Keynes, porém, considera que “o jogo da especulação” tem em vista “prever a opinião dos outros participantes do mercado”, o que permite colocar em uma perspectiva crítica o conceito de “mercados racionais” e introduzir a questão da instabilidade dos mercados sob análise, enquanto Friedman rechaça a visão de os especuladores serem geradores de instabilidade.

Em se tratando da questão do efeito da ação dos especuladores sobre o mercado, é interessante observar o artigo de Kaldor (1939), que define especulação como:

“[...] a decisão de compra (ou venda) de um bem por parte do agente econômico, com vista a uma revenda (ou recompra) no futuro, tomando como base a expectativa de uma variação no preço relativo desse bem, sem esperar ganhos com sua utilização” (Kaldor, 1939, p. 1).

Para Kaldor, a visão tradicional (ortodoxa) sobre especulação tem como premissa que o especulador apresenta capacidade de previsão superior à média do mercado, em um contexto no qual os preços resultam das diferenças entre os níveis de oferta e demanda. Os especuladores entram como compradores no mercado, nos momentos em que há um excesso de oferta sobre a demanda, e como vendedores nas ocasiões em que a demanda excede a oferta. Dessa forma, eles moderam as flutuações temporárias dos preços, ajudando a estabilizá-los.

Essa perspectiva ortodoxa da especulação examinada por Kaldor (1939) parece estar afinada com a visão de Friedman, sistematizada em Chick (2010, p. 243). Esse último autor considera que os especuladores exitosos são os que conseguem prever os pontos nos quais os preços dos ativos atingirão seu pico, vendendo-os “imediatamente antes” de isso acontecer, e comprando-os “imediatamente antes” que eles atinjam o vale. Desse modo, “ao agir contra a pressão ‘fundamental’ do mercado, eles amortecem as flutuações: assim, a especulação lucrativa é estabilizadora”.

Existe uma clara afinidade entre as teorias de especulação ortodoxa e a teoria dos mercados eficientes. Essa última considera que o preço corrente de um ativo baseia-se em seu valor de fundamento, refletindo, portanto, as informações disponíveis a todos os investidores. Supõe que os “ganhos extraordinários” só seriam possíveis se o investidor “vencesse o mercado” ao ter acesso a “informações privilegiadas” sobre o ativo (Aldrighi e Milanez, 2005, p: 43-44).

Aldrighi e Milanez (2005) observam que versões mais refinadas da teoria dos mercados eficientes relaxam as suposições acima, considerando a possibilidade de existência de *noise traders* (investidores desinformados), que, ao operarem no mercado, poderiam levar os preços de mercado a se desviarem temporariamente dos seus respectivos valores fundamentais, estimados com base nas “expectativas racionais”. Todavia, operações de arbitragem, estimuladas por baixos custos de transação, poriam fim a tais divergências.

Keynes (1982, p.131) aborda a temática da especulação de forma diferente. Ao tratar do estado da expectativa de longo prazo no capítulo 12 da Teoria Geral, ele observa a precariedade da base do conhecimento dos agentes para a formulação de cálculos relativos ao futuro apoiados em expectativas matemáticas. No contexto em que incerteza não se confunde com risco probabilístico, a ausência de bases objetivas para a conformação das expectativas requer que a tomada de decisão se baseie em algumas técnicas, quais sejam: i) o presente constitui um guia para decisões que envolvem o futuro; ii) preços e produções correntes traduzem a avaliação correta das futuras perspectivas, pelo menos até que algo justifique mudanças nesse quadro; e iii) os agentes tomam suas decisões com base na avaliação feita pela maioria ou pela média (comportamento convencional).

No referido capítulo, ele conceitua especulação como sendo a “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Os especuladores não se preocupam com a obtenção de retorno em uma perspectiva de longo prazo, estando mais interessados em antecipar o valor de mercado que seus ativos financeiros atingirão no

curto prazo. Desse modo, eles se sentem obrigados a antecipar eventos, notícias ou mudanças de ambiente que, conforme a experiência ensina, são os que costumam “exercer maior influência sobre a psicologia coletiva dos mercados”

Para Keynes, a existência de mercados financeiros organizados leva os investidores individuais a operarem com base na avaliação convencional, sem que esta tenha “raízes profundas que permitam sua sustentação”. Tal avaliação pode sofrer variações violentas, o que significa que o “mercado estará sujeito a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas, que são pouco razoáveis e, ainda assim, legítimos na ausência de uma base sólida para cálculos satisfatórios” (Keynes, 1982, p. 128).

Para o referido autor, mercados financeiros bem organizados podem tanto facilitar o investimento quanto inibi-lo⁶, embora frequentemente o estimulem. O problema é que à volatilidade do investimento somam-se os efeitos desestabilizadores da especulação.

Em se tratando especificamente de bolhas, alguns estudos realizados permitem a compreensão mais aprofundada desse fenômeno. Há dois aspectos que costumam ser ressaltados na abordagem desse tema. O primeiro deles diz respeito aos mecanismos que reforçam a valorização exacerbada dos preços, engendrando movimentos especulativos cada vez mais fortes a ponto de formar uma bolha, enquanto o segundo envolve a conclusão de que uma bolha sempre estoura.

No caso do primeiro aspecto, Shiller (2000) pode contribuir à sua explicação, ao ressaltar que as expectativas dos investidores são regidas por mecanismos amplificadores, que refletem o aumento da confiança que eles têm no desempenho posterior do mercado. Opera-se assim um mecanismo de *feedback*, com a elevação inicial dos preços expandindo a demanda dos investidores, ensejando novos aumentos de preços. Esse circuito de *feedback*, também chamado de círculo vicioso, na sua versão mais simples, se sustenta na teoria das expectativas adaptativas, com a confiança dos investidores respondendo aos aumentos passados.

No que diz respeito ao segundo aspecto, Dymiski (1998, p. 97) considera que uma economia de bolha pressupõe a existência de uma economia de *boom*, caracterizada pela elevação nos preços dos ativos. Contudo, trata-se de “um *boom* que se tornou especulativo e corre o risco de quebrar”.

Kindleberger (2000) chama atenção para o esvaziamento de um *boom* especulativo, fenômeno semelhante ao que neste trabalho é caracterizado como bolha.

“à medida em que o *boom* especulativo prossegue, [...] uns poucos *insiders* decidem realizar seus lucros e vender todos os seus títulos. No topo do mercado há hesitação, quando [...] os preços começam a nivelar-se. Pode resultar daí um

6 De acordo com Keynes, “não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato” (Keynes, 1982 p.126).

período de ‘dificuldades financeiras’. [...] Persistindo as dificuldades, os especuladores descobrem, de maneira gradual ou instantânea, que o mercado não pode subir mais. [...] A reação violenta e o descrédito podem aprofundar-se a ponto de levarem ao pânico. [...] O pânico alimenta-se a si mesmo, como o fez a especulação” (Kindleberger, 2000, p. 20-21).

Dymski (1998), contudo, ressalta um aspecto inerente à formação das bolhas que justifica seu interesse como objeto de estudo: o fato de elas serem um fenômeno espacial. Elas podem ocorrer em diferentes países e em distintos espaços de seus territórios. Ratificando essa perspectiva, além do artigo de Dymski (1998), podem ser citados trabalhos empíricos que revelam a ocorrência de bolhas imobiliárias em diferentes mercados, tais como: Abraham e Hendershott (1996), Bjorklund e Soderberg (1999), Teng, Chang e Chau (2013), dentre vários outros.

A propagação da bolha imobiliária e a crise que se seguiu ao estouro da bolha americana ensejaram o aparecimento de diversos estudos sobre esse fenômeno segundo diferentes interpretações teóricas. Este artigo tem o propósito de tratar o comportamento dos preços na cidade de João Pessoa à luz dos indicadores desenvolvidos por Bezerra et al (2013).

3. O setor de construção civil e a expansão de crédito recente

A indústria da construção civil brasileira retomou uma trajetória de crescimento a partir dos anos 2000 após um longo período de “semiéstagnação” nas suas variadas áreas e segmentos de atuação entre os anos de 1980 e 2000⁷. Em ambiente econômico adverso, o construtor/incorporador se depara com um risco de mercado excessivamente alto, com a possibilidade de a produção (momento da venda do ativo imobiliário) chegar ao mercado em uma situação completamente diferente do momento inicial da produção.

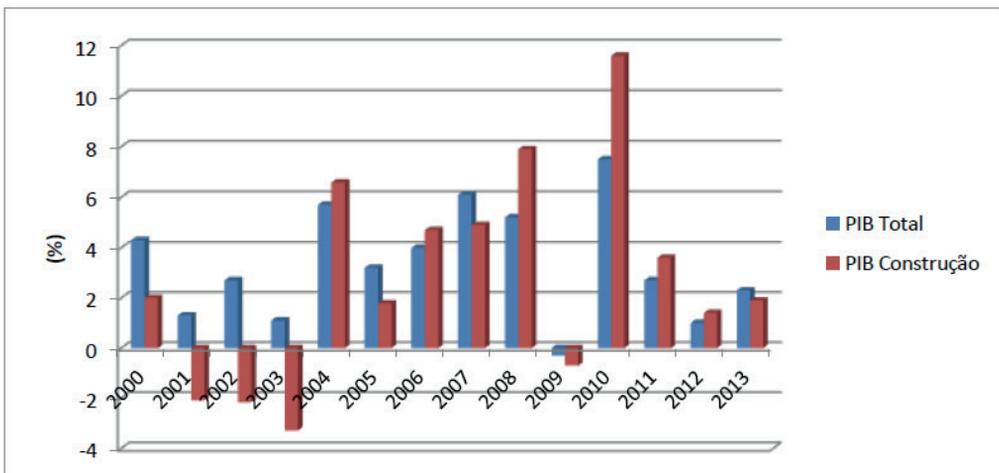
O ressurgimento da construção civil nacional esteve associado ao novo ciclo de crescimento econômico do Brasil e ao processo de modernização promovido pela intervenção do Estado no setor habitacional do país. De acordo com Bertasso (2012), a proatividade do setor público nacional foi a variável decisiva no ressurgimento recente da construção que, aliada a outros fatores “extramercado”, na segunda metade da década passada, conseguiu alavancar o boom imobiliário recente. Um aspecto de extrema importância nessa retomada de crescimento setorial segundo Monteiro Filho, Costa e Rocha (2010) foi a “estrutura do financiamento”.

Para os autores, o financiamento da produção foi essencial à expansão da

⁷ Para Bertasso (2012), isso se deu, em grande medida, pelo “atraso” na eficiência produtiva do setor no período em questão. A instabilidade econômica do país nas duas últimas décadas do século passado também foi de fundamental importância para o baixo desempenho da construção em todo o território nacional.

oferta habitacional no país nos últimos anos. Com relação ao ciclo expansivo do setor, é interessante chamar a atenção para a observação levantada por Oliveira e Oliveira (2012), que afirmam que o governo tem um papel fundamental na organização e alocação das atividades setoriais da construção civil. Essa presença pode ser observada no momento em que destina seus recursos financeiros, em forma de investimentos, para empresas do setor e fornece as licenças necessárias à construção. A própria trajetória da economia brasileira na primeira década deste século teria subsidiado o avanço setorial da construção civil, na medida em que tais empreendimentos puderam contar com uma enorme liquidez creditícia e, em alguns anos, com taxas de juros favoráveis. O Gráfico 1 apresenta as taxas de crescimento do PIB e do PIB da construção entre os anos 2000 e 2013.

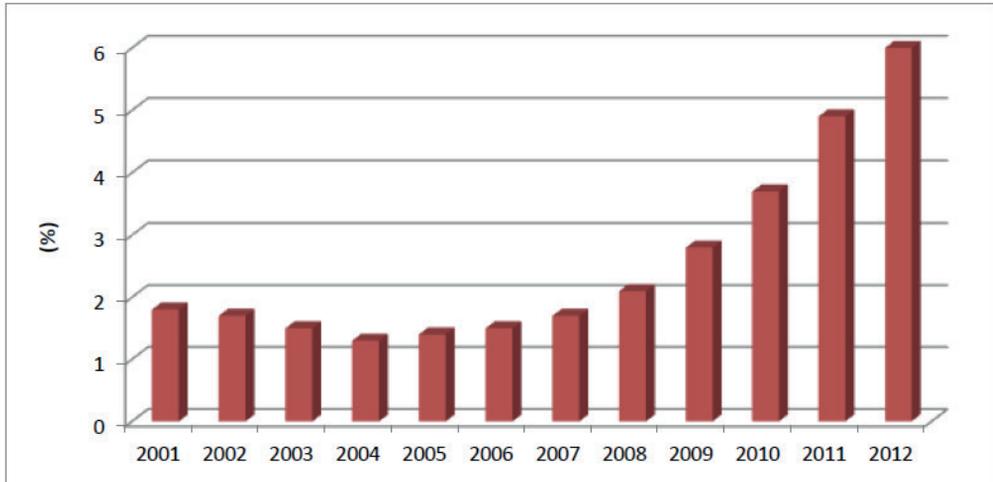
Gráfico 1 - Taxa de crescimento do PIB nacional e do PIB da construção nos anos de 2000 a 2013 (1995 = 100).



Fonte: IBGE.

Muitos autores enumeram diversos pontos que podem ser levados em conta para explicar esse ciclo de expansão da construção nacional. Evans (2004) e Valpassos (2011), por exemplo, acreditam que a oferta de crédito é o fator que merece o grande destaque nesse crescimento setorial. Para eles, a liquidez no sistema bancário foi fundamental para a expansão dos negócios, e, conseqüentemente, para a expansão da oferta.

Gráfico 2 - Participação do crédito imobiliário no PIB brasileiro entre 2001-2012.



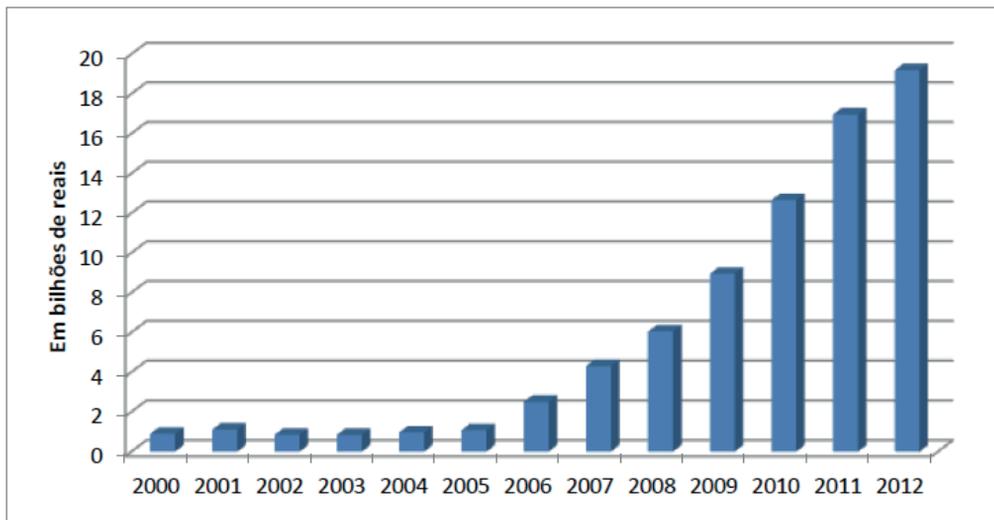
Fonte: Câmara Brasileira da Indústria de Construção.

Como pode ser visto no Gráfico 2, a relação crédito imobiliário/PIB no quadriênio 2001-2004 apresentou uma tendência de queda, chegando ao seu menor valor em 2004, com apenas 1,3% de participação. Em 2005, ocorre uma interrupção nessa trajetória, com essa relação apresentando uma tendência consistente de alta, alcançando em 2012 uma participação que era mais que o triplo da obtida até 2008. Para Carvalho (2012), o aumento da liquidez no mercado imobiliário brasileiro se deu graças às sucessivas quedas na taxa de juros nacional na segunda metade dos anos 2000. Com essa nova configuração macroeconômica (crédito elevado e diminuição da taxa de juros a partir de 2005), o número de financiamentos e aquisições de novos imóveis no país superou em muito o ritmo de crescimento dos cinco primeiros anos da década passada.

O Governo Federal criou em 1964 o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) para facilitar o acesso dos brasileiros à obtenção da casa própria. Esse sistema, no geral, apresentou um razoável desempenho até 1982, quando colapsou devido à fragilidade macroeconômica da época e à reduzida estrutura pró-cíclica das fontes de absorção de recursos para o programa. A partir dos anos 2000, o cenário se inverteu. O financiamento habitacional no Brasil começou a se expandir, captando um volume cada vez maior de recursos, principalmente da poupança. De 1964 até 2009, o SFH concedeu financiamento a mais de 10 milhões de moradias, financiando em sua grande maioria imóveis novos (Valpassos, 2011). Como pode ser observado no Gráfico 3, o valor total dos financiamentos imobiliários realizados com recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) no país seguiu uma tendência bem definida de crescimento durante o período analisado. Após manter, entre 2000 e 2005, um valor de financiamento médio pouco abaixo de 1 bilhão de reais a preços

constantes de 2000, em 2006 esse valor é mais do que duplicado. Entre 2006 e 2008, observa-se também uma intensa expansão no volume total dos financiamentos imobiliários, com recursos do SBPE de cerca de 150%. Essa trajetória de crescimento resulta, no ano de 2012, em uma taxa de crescimento em relação a 2008 de cerca de 170%.

Gráfico 3 - Valor total dos financiamentos imobiliários com recursos do SBPE de 2000 a 2012.



Fonte: Banco Central do Brasil. Dados deflacionados pelo IGP-DI.

Os gráficos acima sugerem que a sustentação do crescimento da construção no país nos últimos anos constituiu-se em torno da melhora conjuntural da economia brasileira a partir de 2004, em conjunto com uma queda na taxa de juros e com a ampliação do crédito imobiliário. Tais fatores contribuem para o surgimento de movimentos especulativos, conforme explorado nos próximos itens.

4. Indicadores de movimento de preço dos imóveis na cidade de João Pessoa: um caso de formação de bolha?

A expansão imobiliária na cidade de João Pessoa, até 2013, contribuiu tanto para o aumento do número de ofertas de imóveis quanto para a elevação de seus preços. A magnitude da valorização dos ativos imobiliários registrada no período 2009-2013 na capital paraibana justifica que se investigue se houve a formação de uma bolha local.

A coleta e sistematização dos dados neste artigo seguiram o procedimento adotado em Bezerra et al. (2013), mas considerando os bairros da cidade de João Pessoa

no período de 2009 a 2013. Foram escolhidos os bairros que apresentaram maior número de lançamentos de novos empreendimentos nos referidos anos no município.

De acordo com o método escolhido, foram selecionados sete bairros no total – Bancários, Bessa, Manaíra, Tambaú, Cabo Branco, Miramar e Altiplano –, de acordo com o número de empreendimentos lançados.

Os bairros Cabo Branco, Tambaú, Manaíra e Bessa compreendem a orla marítima da cidade e oferecem elevada infraestrutura turística em seus respectivos espaços geográficos, como bares, hotéis, shoppings centers, supermercados e pontos turísticos característicos da capital paraibana, que atraíram muitos empreendimentos a essa faixa territorial.

Miramar e Altiplano também se destacaram por serem bairros próximos da orla e terem sua altitude média acima dos demais. Dessa forma, os empreendimentos imobiliários foram muito valorizados por apresentarem a característica de vista definitiva para o mar. O último bairro concentrou os empreendimentos mais luxuosos da capital paraibana e de maior valor agregado.

Foi incluído no levantamento o bairro Bancários, cercado pelos dois maiores polos universitários do estado, o Centro Universitário de João Pessoa (Unipê) e a Universidade Federal da Paraíba (UFPB). O referido bairro destacou-se pelo elevado número de imóveis lançados e alugados, em sua grande maioria, demandados por estudantes e profissionais atuantes no segmento educacional.

As variáveis utilizadas no artigo foram as seguintes:

- Preço dos imóveis na planta (medido em R\$ e R\$/m²): os dados foram coletados na pesquisa de mercado do Sinduscon-JP (2013) para todos os meses dos anos de 2009/2012. No ano de 2013, a pesquisa incluiu o mês de outubro.
- Preço dos imóveis prontos (medidos em R\$ e R\$/m²): assim como no primeiro caso, o preço dos imóveis prontos foram coletados junto à base de dados da pesquisa de mercado do Sinduscon-JP (2013) durante o mesmo período da
- coleta anterior, e agregam os imóveis prontos ou em fase final de acabamento entregues entre os anos analisados.
- Aluguel (medido em R\$): o valor dos aluguéis foram obtidos no arquivo da Fundação Casa de José Américo de Almeida nos classificados dos dois jornais de maior circulação do estado (Jornal Correio da Paraíba e Jornal da Paraíba, respectivamente) para todos os meses dos anos de 2009/2012. No ano de 2013, a pesquisa foi até o mês de outubro. No total, foram levantadas cerca de mil amostras nos sete bairros selecionados.
- Taxa Selic (% a.a.): os dados sobre a taxa Selic foram coletados na série histórica do Banco Central do Brasil (Bacen) no mês de janeiro de 2014. Para facilitar a análise, optou-se por utilizar a média anual para melhor comparação com o indicador IP.

- Custo da construção civil em João Pessoa (medido em R\$/m²): informações coletadas no Sistema Nacional de Pesquisa de Custo e Índice da Construção Civil (SINAPI), calculado pelo IBGE em parceria com a Caixa Econômica Federal no mês de janeiro de 2014. Assim como a Taxa Selic, optou-se por utilizar a média anual através das médias mensais.

Nos indicadores de preço e de custo utilizou-se o valor médio do m² dos imóveis na planta e pronto, entre os anos de 2009-2013, totalizando 98 empreendimentos lançados e finalizados nesse período.

No caso do indicador de aluguel, foi usado o preço médio dos imóveis de 2 e 3 quartos como medida aproximada do tamanho do imóvel, dada a escassez de informações referentes à metragem dos imóveis.

Para análise da dinâmica dos preços no mercado imobiliário da cidade de João Pessoa, foram utilizados três indicadores propostos por Bezerra et al. (2013), a saber: o Indicador de Preço dos Imóveis (IP), o Indicador de Aluguel e Preço (IA) e o Indicador de Preço e Custo da Construção (IC).

Cumpre destacar que o indicador de custos da construção, calculado pelo IBGE⁸, apesar de suas limitações, representa mais fielmente a dinâmica de custos de mão de obra e de materiais no âmbito do canteiro de obra na construção civil. Permite também maior comparabilidade com dados de outras regiões.

4.1 Indicador de preço dos imóveis na planta e de imóveis prontos

O Indicador de Preço dos Imóveis (IP) foi desenvolvido com base no modelo de preços *spot* e *forward* de Davidson (1978). Essa teoria investiga como os agentes tomam suas decisões com base no funcionamento do mercado *spot* e *forward*. Bezerra et al. (2013, p. 5) citam Davidson, que conceitua o mercado *spot* como a situação na qual “[...] o preço correspondente permite alocar o estoque de uma mercadoria disponível resultante de períodos de produção anteriores, de modo que não haja excesso de oferta e de demanda”. Enquanto o mercado *forward* é definido como a situação em que há uma mudança no volume produzido dos bens/mercadorias “[...] para entrega futura com vista a atender os termos dos contratos celebrados com os compradores; o preço *forward* também pode ser considerado como o preço do fluxo de oferta do período curto”, ou seja, o preço que induz o processo de produção em vista da valorização esperada do capital.

Através da utilização do modelo *spot* e *forward* de Davidson (1978) e do comportamento desses preços relativos, os autores examinam a forma como

8 A metodologia detalhada pode ser obtida em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9270-sistema-nacional-de-pesquisa-de-custos-e-indices-da-construcao-civil.html?&t=conceitos-e-metodos>. Acessado em 01/12/2017.

a produção é estimulada e como os respectivos preços são afetados. No curto prazo, o preço *spot* corresponde ao preço do período de mercado e o preço *forward* é o preço que o agente considera no começo do período de produção. Nessa perspectiva, o comportamento da demanda influenciará decisivamente nas dinâmicas dos referidos preços e, portanto, na decisão do investidor. Dessa forma, se o preço *spot* for mais elevado do que o *forward*, haverá uma tendência chamada “recomposição de estoque” ou *backwardation*. Mas, se o inverso ocorrer, elevam-se os estoques e a produção é desestimulada, dando origem a uma situação de *contango*.

De acordo com esse modelo teórico, os aspectos institucionais são de extrema relevância para o país, pois podem conformar mudanças nas curvas de demanda e oferta de alguns ativos e gerar uma configuração de preços relativos entre seus mercados *spot* e *forward* que, em determinados contextos, podem disparar processos especulativos e realimentá-los.

Com relação à aplicabilidade dessa teoria ao mercado imobiliário, Bezerra et al. (2013, p. 9) puderam identificar a existência dos mercados *spot* e *forward* de acordo com os seguintes requisitos impostos pela teoria, a saber:

- “Ampla demanda;
- Produto padronizado;
- Elevado grau de substitutibilidade ‘entre velhos e novos itens’;
- Fluxo anual de oferta pequeno quando comparado ao volume de estoque existente;
- Durabilidade;
- Ser valorizado em proporção ao seu volume”.

Nessa perspectiva, os autores, com base no modelo original de Davidson, constataram que os imóveis comercializados em áreas urbanas poderiam ser analisados à luz dos mercados *spot* e *forward*, pois são bens duráveis, com os fluxos de produção representando uma pequena parcela dos seus estoques. Para superar a inexistência de mercados *forwards* bem organizados para esses ativos, os autores utilizaram como *proxy* os preços dos apartamentos vendidos na planta, ou seja, quando ainda estão em fase de construção.

Bezerra et al. (2013) consideram o modelo de Davidson como um bom aparato teórico para descrever a dinâmica dos preços dos imóveis na cidade de Natal no período 2005-2010. O preço *spot* pode ser considerado como o preço à vista do imóvel pronto e o preço *forward* como o preço do imóvel na planta, na inexistência de um mercado futuro local.

No tocante à heterogeneidade dos ativos imobiliários, a solução encontrada foi considerar as características dos imóveis verticais, que apresentavam pontos de similaridade em termos de tamanho e bairro de origem dos empreendimentos, permitindo a padronização dos ativos imobiliários.

De acordo com a terminologia utilizada por Davidson, Bezerra et al. (2013) concluem que quando o preço do imóvel pronto superar o valor do mesmo na planta (em fase de construção), identifica-se uma situação de *backwardation*, que incentiva a expansão da produção imobiliária. Quando essa diferença de preço for excessiva, pode-se caracterizar um processo típico de bolha. Já no caso da situação oposta, em que o preço do imóvel na planta supera o do imóvel à vista, o mercado encontra-se em uma situação de *contango*. Nesse momento a produção de novos imóveis é desestimulada.

Como base nessa teoria, Bezerra et al. (2013) formularam o Indicador de Preço dos Imóveis (IP) da seguinte maneira:

$$IP = \frac{(\text{preço do imóvel pronto} - \text{preço do imóvel na planta})}{\text{preço do imóvel na planta}} \quad (1)$$

O resultado encontrado dessa razão de preços (1) será confrontado com a taxa Selic anual (que corresponde à taxa de juros média ao ano que remunera os títulos públicos brasileiros) para verificar o diferencial de rendimento entre a venda do imóvel na planta e o imóvel pronto. Dessa forma, se o diferencial de rendimento for favorável ao imóvel pronto, esse indicador revela um cenário atrativo para as empresas empreenderem novas construções. Vale ressaltar que se o resultado for muito elevado, esse mercado pode experimentar um intenso movimento especulativo.

De acordo com Berreza et al. (2013), o indicador IP, que leva em consideração o preço do imóvel pronto e na planta, o que, na linguagem original proposta por Davidson (1978), seria o preço *spot* e *forward*, respectivamente, deve ser comparado com o diferencial da taxa de juros do período. Visto dessa maneira, esse indicador pode ser usado como medida do nível de atratividade de novos empreendimentos, pois quando o diferencial de preço favorece o imóvel pronto e se situa acima da taxa de juros de referência estimula a produção de novos empreendimentos imobiliários. E se esse indicador for muito elevado, pode ser sintoma de movimentos especulativos tão intensos que configuram bolhas imobiliárias.

Os resultados do indicador IP para a cidade de João Pessoa e os demais bairros selecionados estão expostos no Quadro 1. Observa-se que o indicador IP oscilou muito, mas se manteve sempre positivo entre os anos 2009- 2013 em todos os bairros analisados e na cidade de João Pessoa como um todo.

Quadro 1 – Indicador de Preço dos Imóveis (IP) e Taxa Selic para a cidade de João Pessoa entre 2009 e 2013

Ano	João				Cabo				Taxa Selic
	Pessoa	Altiplano	Bancários	Bessa	Branco	Manaíra	Miramar	Tambaú	
2009	0,093	0,075	0,268	0,196	0,107	0,113	0,082	0,124	0,099
2010	0,122	0,166	0,288	0,255	0,247	0,191	0,125	0,246	0,101
2011	0,122	0,126	0,134	0,101	0,123	0,165	0,162	0,153	0,117
2012	0,053	0,148	0,088	0,111	0,091	0,071	0,101	0,013	0,084
2013 ¹	0,099	0,068	0,174	0,073	0,084	0,051	0,067	0,069	0,081

Fonte: Sinduscon-JP. Elaboração própria.

1. Dados referentes aos meses de janeiro a outubro de 2013.

É possível notar também que o bairro Bancários foi o que apresentou maior destaque na atração de novos investimentos. O valor médio do IP nessa região ficou bem acima dos demais, mesmo com uma queda acentuada no ano de 2012. O Bessa foi o que apresentou o segundo maior valor médio do IP, obtendo uma valorização acima dos demais bairros da orla marítima da capital. Os bairros Altiplano, Cabo Branco e Tambaú, apesar de sustentarem a liderança de valorização imobiliária com os m^2 mais caros da cidade, apresentaram indicadores abaixo do registrado nos Bancários. O baixo valor do IP desses bairros pode ser explicado, em grande medida, pelo alto valor dos imóveis na planta, cujos preços atingiram até R\$4 milhões.

Esses resultados sugerem que a estrutura de preços relativos favoreceu a expansão de novos empreendimentos no início do período considerado. Porém, nos dois últimos anos da amostra, a comparação do indicador com a taxa de juros vem indicando a diminuição do diferencial de preços entre imóveis prontos e na planta e sugerindo que o processo de valorização arrefeceu.

Os valores do indicador IP para a cidade de João Pessoa, nos anos em que a amostra coincidiu, apresentaram valores médios superiores aos encontrados no estudo de Bezerra et al. (2013) para a cidade de Natal. Dois aspectos podem ser citados para explicar esse desempenho. O primeiro deles é a limitação predial e populacional imposta pelo Marco Regulatório da cidade de João Pessoa. O Plano Diretor municipal impõe uma altura máxima às edificações (dependendo da região, um prédio não pode ultrapassar 12,5 metros) e um adensamento populacional fixo que não ultrapasse o previsto na Lei na maioria dos bairros acima selecionados; reforça essa tendência a escassez de terrenos nessas mesmas localidades, o que favorece, em grande medida, a elevação no valor inicial dos empreendimentos.

Além disso, no período considerado, o preço dos imóveis na planta se elevaram substancialmente, principalmente na orla. Cumpre destacar ainda que a expansão econômica do período trouxe grandes empresas para a Região Metropolitana de

Recife, relativamente próxima ao litoral sul da capital paraibana, estimulando a demanda por empreendimentos de padrão mais elevado nessa região. Esses movimentos contribuíram com o processo especulativo vivenciado no período em questão.

4.2 Indicador de aluguel e preço

Com relação ao segundo indicador de mercado, Bezerra et al. (2013) utilizaram o preço dos aluguéis em relação ao preço do imóvel pronto para medir o Indicador de Aluguel e Preço (IA), visto que, em condições normais de mercado, o preço do aluguel, na maior parte do tempo, segue uma fração constante do valor dos imóveis.

Nesse caso, se o preço do imóvel for muito superior ao do aluguel, causando uma diminuição do valor de IA, há um indicativo de bolha no mercado considerado. Dessa forma, a possível existência de uma bolha também pode ser examinada quando se compara o IA à taxa Selic, pois reduções maiores do primeiro em relação ao segundo podem significar a

presença de especuladores no mercado. Se o valor de IA diminuir mais rapidamente que a taxa de juros, pode-se afirmar que o mercado passa por um movimento especulativo, que dependendo da intensidade pode ser indicativo da presença de uma bolha.

O Indicador de Aluguel e Preço é:

$$IA = \frac{\text{aluguel}}{\text{preço do imóvel pronto}} \quad (2)$$

O Indicador de Aluguel (IA), segundo Bezerra et al. (2013), permite a seguinte constatação: quando o mercado imobiliário está funcionando em condições normais, o preço do aluguel tende a ser uma fração constante do preço dos imóveis prontos. Mas, se o preço do aluguel cai significativamente em proporção ao preço de mercado do imóvel, é sintoma de uma intensa valorização, que pode sinalizar um movimento especulativo formador de uma bolha. Esse indicador também pode ser comparado à taxa Selic: caso se situe abaixo dessa taxa pode ser um indicador do aludido fenômeno de bolha.

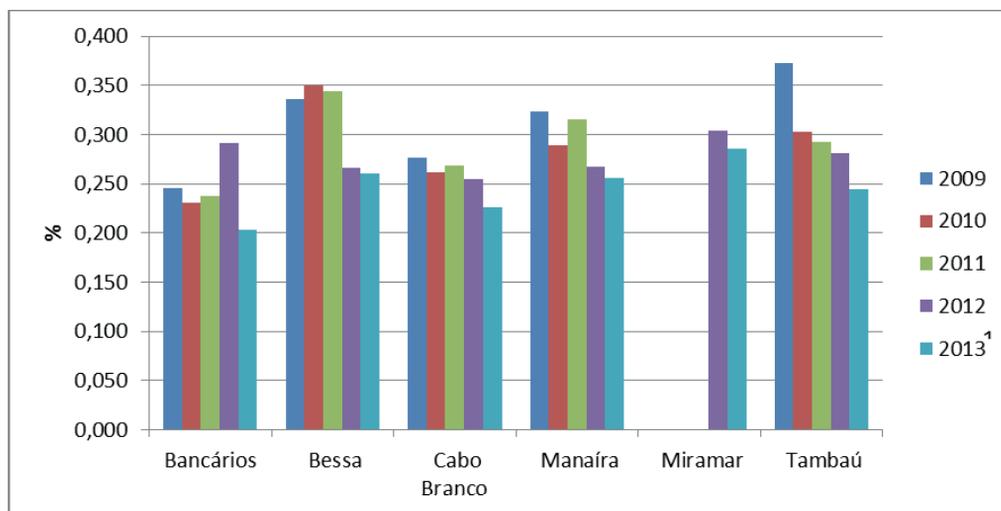
Observa-se no Gráfico 1 que houve uma redução do indicador IA em quase todos os bairros analisados na cidade de João Pessoa entre os anos de 2010-2013, sendo a única exceção o bairro Bancários. Esse último, por sua vez, não apresentou uma tendência clara do IA. Ao contrário dos demais, que apresentaram uma leve subida entre 2010-2011 (Bessa) e 2011 (Cabo Branco e Manaíra), e depois reverteram a tendência e passaram a operar no sentido inverso, Bancários continuou oscilando entre períodos de alta e baixa. A queda no indicador IA nos demais bairros chegou no último ano ao seu valor mais baixo, aproximando-se de 0,2%.

Vale destacar que em todos os bairros analisados o preço do aluguel não acompanhou o ritmo de valorização dos imóveis novos, ficando aquém da velocidade de crescimento dos imóveis prontos.

Com base no exposto, fica claro o contexto de forte movimento especulativo em que o mercado operava, já que o preço do aluguel não seguiu o ritmo de crescimento dos preços dos imóveis novos.

Diferentemente do que aconteceu com o valor do primeiro indicador, o segundo ficou abaixo do resultado original encontrado por Bezerra et al. (2013) para Natal.

GRÁFICO 4 – Indicador de Aluguel (IA) para a Cidade de João Pessoa entre 2009 e 2013⁹



1. Dados referentes aos meses de janeiro a outubro de 2013.

4.3 Indicador de preço e custo da construção

No tocante ao indicador de custo da produção, Bezerra et al. (2013) se basearam no modelo desenvolvido por Tobin (1969), que visa captar os efeitos da política monetária sobre as decisões de investimentos, utilizando, para tanto, duas variáveis explicativas: o Pk , que simula o valor do capital já existente, e o P , que representa o preço de aquisição de novos capitais. Nesse sentido, o “ q ” de Tobin é justamente a razão Pk/P , que pode medir o impacto da especulação sobre os preços de mercado e dar indicações acerca do incentivo para a realização de novos investimentos.

⁹ Entre os anos de 2009-2011, não houve dados suficientes para uma amostra significativa no bairro Miramar. Devido à escassez de dados de aluguel em todos os anos analisados para o bairro Altiplano Cabo Branco, optou-se por retirá-lo da análise.

Bezerra et al. (2013) consideraram as semelhanças observadas entre os mercados acionário (estudado por Tobin) e imobiliário, pois, assim como as ações, a oferta de imóveis caracteriza-se por ser inelástica no curto prazo. O estoque de moradias à disposição do público não varia com rapidez, e sua produção está fortemente relacionada ao movimento da demanda agregada.

Com base nessa teoria, os autores construíram o Indicador de Preço e Custo da Produção (IC), utilizando o “*q*” de Tobin para medir a relação entre o valor de mercado e o preço de reposição dos ativos. Dessa forma, seria possível medir o impacto da especulação nos preços dos imóveis. Nos momentos em que o “*q*” apresentasse um resultado maior que 1, o mercado imobiliário estaria passando por um aquecimento ou *boom*, mas se o resultado fosse muito maior que 1 haveria um indício de bolha.

O IC é representado da seguinte forma:

$$IC = \frac{\text{preço dos imóveis}}{\text{custo da construção civil}} \quad (3)$$

Os valores expostos no Quadro 2 variaram bastante. O IC apresentou um valor de 7,1 no ano de 2010, atingindo o valor de 9,1 em 2013. Nesse último ano, o bairro de Cabo Branco atingiu o valor de 16,7. O comportamento desse indicador reforça a hipótese de que o mercado da construção civil na cidade de João Pessoa não apresentou apenas uma típica situação de *boom* no período analisado, mas um movimento especulativo que conformou uma situação de bolha imobiliária.

Quadro 2 – Indicador de Custo (IC) para a Cidade de João Pessoa entre 2009 e 2013

Ano	João Pessoa	Altiplano	Bancários	Bessa	Cabo Branco	Manaíra	Miramar	Tambaú
2009	7,1	9,1	5,3	7,2	11,9	9,2	8,8	9,8
2010	7,3	10,1	6,4	8,7	13,3	10,4	9,3	11,8
2011	8,2	11,0	7,0	9,1	14,4	10,9	10,5	14,8
2012	8,5	12,5	7,5	10,2	15,4	12,1	11,5	15,0
2013	9,1	12,9	8,8	10,7	16,7	12,5	11,8	16,1

Fonte: Sinduscon-JP. Elaboração Própria.

Dados referentes aos meses de janeiro a outubro de 2013.

Na análise desenvolvida por Bezerra et al. (2013), tomando por base a teoria original de Tobin utilizada para a construção desse indicador, os valores esperados ficaram abaixo dos encontrados para a capital paraibana, com exceção da Região de Ponta Negra, principal foco de investimentos em Natal, e que apresentou valores compatíveis com João Pessoa. Ressalte-se que os períodos avaliados nos trabalhos são distintos e que a dinâmica associada aos preços dos imóveis em Natal esteve também muito associada a influxos de capital externo, que se retraíram após a crise financeira de 2008. Destaque-se ainda que o mercado imobiliário da capital paraibana também foi afetado pelo *boom* econômico da região metropolitana de Recife, que estimulou a demanda por empreendimentos de padrão mais elevado e contribuiu para o expressivo aumento dos preços observado no período.

Dessa forma, é possível observar que a análise dos três indicadores de movimento de preços (IP, IA e IC) para a cidade de João Pessoa, no período 2009-2013, aponta para um movimento especulativo tão intenso que indica um processo de formação de bolha no preço dos imóveis na capital paraibana.

5. Considerações finais

O mercado imobiliário da cidade de João Pessoa, em especial o de edificações, passou por uma transformação acentuada entre os anos de 2009 e 2013, o que resultou em um aumento significativo da oferta de novos imóveis em vários bairros da capital paraibana.

As condições do mercado nacional também foram fundamentais para essa expansão local. Houve, no período em questão (2009-2013), um aumento considerável no volume de crédito imobiliário, quedas sucessivas na taxa de juros, elevação da renda e ampliação de políticas voltadas à habitação, facilitando a aquisição da casa própria, inclusive pelas classes menos favorecidas da capital paraibana. Nos primeiros anos dessa década (2010-2013), a construção civil de João Pessoa despontou como um dos segmentos mais lucrativos da capital.

O *boom* da construção civil paraibana, em especial de João Pessoa, sustentou a valorização dos imóveis locais e atraiu cada vez mais novos compradores para o mercado, o que assegurou o notável ritmo de subida dos preços.

A expansão imobiliária na cidade de João Pessoa também foi influenciada pelo aparecimento de novos canais de financiamento, além do aumento do crédito habitacional observado no período. Operações de securitização, lastreadas na transferência de recebíveis imobiliários das empresas incorporadoras, tornaram-se comuns no país no período examinado. Essas empresas passaram a contar com essa nova fonte de capitalização para financiar novos lançamentos.

Os resultados revelados pelos indicadores aqui utilizados, IP (Índice de Preços dos Imóveis), IA (Indicador de Aluguel e Preços) e IC (Indicador de Preço e Custo de Produção), baseados em Bezerra et al. (2013), aumentam o grau de con-

fiança na hipótese do artigo, qual seja, que o movimento de preços nos principais bairros da cidade de João Pessoa configurou um fenômeno de bolha.

6. Referências bibliográficas

ABRAHAM, J. M.; HENDERSHOTT, P. H. Bubbles in metropolitan housing markets. *Journal of Housing Research*, 7(2), 191, 1996.

ALDRIGHI, D. M. e MILANEZ, D. Y. Finança Comportamental e a Hipótese dos Mercados Eficientes. *Revista de Economia Contemporânea*, jan./abr. de 2005, vol. 9, nº 1, p. 41 – 72.

ALVES, W. V. *Uma breve história das crises econômicas*. Sinergia: Rio de Janeiro, 2011.

BERTASSO, B. F. *Edificações: Impasses da modernização no ciclo de crescimento dos anos 2000*. 2012. 263 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas-SP, 2012.

BEZERRA, M. M. O. *et al.* Formação, sustentação ou implosão de uma bolha imobiliária? A dinâmica de preços no mercado de imóveis de Natal no período 2005-2010. *Economia e Sociedade*. Campinas, v.22, p. 167-196, 2013. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0104-06182013000100006>

BJORKLUND, K.; SODERBERG, B. Property cycles, speculative bubbles and the gross income multiplier. *The Journal of Real Estate Research*, 18(1), 151, 1999.

CARLIN, Wendy e SOSKICE, David. *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press, 2015.

CARVALHO, F. J. C. *Entendendo a recente crise financeira global*. In: FERRARI FILHO, fernando e PAULA, Luis Fernando de. *A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas*. São Paulo: UNESP, p. 21-28, 2012.

CHICK, V. *Sobre moeda, método e Keynes: ensaios escolhidos*. Editora Unicamp: Campinas, 2010.

D'AGOSTINI, L. L. M. A bolha imobiliária no Brasil está formada. *Economia e Tecnologia*. Ano 06, v. 23, out./nov. 2010. Disponível em: < http://www.economia-etecnologia.ufpr.br/boletim/Economia_&_Tecnologia_Ano_06_Vol_023.pdf > Acesso em: 17 jul. 2013.

DAVIDSON, P. *Money and the real world*. Basingstoke: MacMillan, 1972. 2ª edição, 1978. **crossref** <https://doi.org/10.1007/978-1-349-15865-2>

DYMSKI, G. “Economia de bolha” e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, n. 11, p. 73-136, 1998.

EVANS, M. K. *Macroeconomics for managers*. Malden: Blackwell, 2004. **crossref** <https://doi.org/10.1002/9780470752784>

FRIEDMAN, M. The case for flexible exchange rates, in *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, p. 157- 203, 1953.

JORNAL CORREIO DA PARAÍBA, 30 jan. 2014.

JORNAL DA PARAÍBA, 30 jan. 2014.

KALDOR, N. Speculation and economic stability. *The Review of Economic Studies*. Oxford University Press, v. 7, n. 1, p. 1-27, out. 1939. Disponível em: < <http://www.jstor.org/discover/10.2307/29675uid=2129&uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102491714371> >. Acesso em: 24 jul. 2013.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paula: Atlas, 1982.

KINDLEBERGER, C. P. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

MENDONÇA; M. J. e SACHSIDA, A. Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro?

Texto para Discussão. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. Brasília, n. 1762, 2012.

MINSKY, H. P. *Estabilizando uma economia instável*. Novo Século: São Paulo, 2010.
MONTEIRO FILHA, D. C; ROCHA, A. C. R. e PINTO, E. R. Perspectiva e desafios para inovar na construção civil. *BNDES Setorial*. Rio de Janeiro, n. 31, p. 353-410, 2010.

OLIVEIRA, V.F.; OLIVEIRA, E. A. A. Q. O papel da indústria da construção civil na organização do espaço e do desenvolvimento regional. *The 4th International Congress University Industry Cooperation*. Taubaté – SP, 2012. Disponível em: < <http://unitauvestibular.com.br/app/webroot/unindu/artigos/pdf570.pdf> >. Acesso em: 25 mar. 2014.

SHILLER, R. J. *Exuberância Irracional*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SINDUSCON-JP – *Sindicato da Indústria da Construção Civil de João Pessoa*. Disponível em: < <http://www.sindusconjp.com.br> >. Acesso em: 10 dez. 2013.

TENG, H.; CHANG, C.; CHAU, K. W. Housing bubble: a tale of two cities. *Habitat International*, n. 39, p. 8-15, 2013.

TOBIN, J. “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1: 15-29, 1969. **crossref** <https://doi.org/10.2307/1991374>

TORRES FILHO, E. T. *Japão: da industrialização tardia à globalização financeira*. In: FIORI, José Luís. Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis, RJ: Vozes, p. 223- 249, 1999.

VALPASSOS, Marcus Vinicius Ferrero. Crédito à habitação no Brasil: crescimento e gargalos. In: BACHA, Edmar; De BOLLE, Monica. *Novos dilemas da política econômica - ensaios em homenagem a Dionisio Dias Carneiro*. São Paulo: LTC, 2011.

Recebido em 27.06.17

Aprovado em 23.01.18