

ANÁLISE DA POSSIBILIDADE DE OCORRÊNCIA DE BOLHA IMOBILIÁRIA NO BRASIL NO PERÍODO 2003-2016 A PARTIR DAS BOLHAS JAPONESA (1990) E DOS EUA (2008).

Vitor Hugo Silva Figueira (IC) e Pedro Raffy Vartanian (Orientador)

Apoio: PIBIC Mackpesquisa

RESUMO

Essa pesquisa analisa a possibilidade de que entre os anos de 2003 e 2016 ocorreu uma bolha imobiliária no Brasil, em razão disso foi feita uma pesquisa bibliográfica na qual foram observados os motivos para que outras duas grandes bolhas tivessem ocorrido, sendo elas a americana de 2008 que causou a crise do subprime e a japonesa que ocorreu no início dos anos 1990. Uma bolha econômica causa efeitos danosos à uma economia, como por exemplo a japonesa que após o estouro da bolha, entrou em uma recessão tão forte que a década de 1990 ficou conhecida como a "década perdida". Se a bolha for no mercado imobiliário, os impactos afetam as famílias ao dificultar a compra de moradia durante a inflação dos preços e aumentar o número de endividados durante o estouro da bolha, principalmente se o caso for como o americano onde parte do crescimento da bolha foi causada por uma alta no número de hipotecas que as famílias faziam em razão de uma maior acessibilidade a esse tipo de financiamento. A partir das informações analisadas, foram observados os acontecimentos que levaram à alta nos preços dos imóveis no Brasil e se eles têm características similares à dos outros países, e assim descobrir se o caso brasileiro pode ser considerado um caso de bolha imobiliária e caso essa afirmativa for correta verificar se a mesma estourou ou continua a inflar.

Palavras-Chave: Bolhas Especulativas, Crises, Mercado Imobiliário.

ABSTRACT

This research analyzes the possibility that between 2003 and 2016 a real estate bubble occurred in Brazil. With that in mind, a bibliographical research was made where the reason why two major economic bubbles ensued was observed; being them the American bubble of 2008 that created the subprime crisis and the Japanese bubble that happened in the early 90's. An economic bubble causes great damage to an economy. For example, after the collapse of the Japanese bubble, it made the country start a recession so strong that the 90's became known as the "lost decade". If the bubble happens in real estate then the impacts can affect families making it difficult to buy a home as the prices inflates and increasing the number of people in debt during the bubble burst, especially if the CASE is like the American, where one of the causes for the inflation of the prices was the high usage of mortgages

made by families because of the ease of access to this type of investment. Using the information gathered from analyzing these bubbles, the causes that made a surge of the prices in the Brazilian real estate are studied and compared to similar characteristics of the other countries and with that, discover if the Brazilian case can be considered a real estate bubble and if this is confirmed, verify if that bubble has already burst or if it keeps inflating

Key Words: Speculative Bubbles, Crisis, Real Estate.

1. INTRODUÇÃO

Bolhas econômicas são caracterizadas por uma alta de preços que não segue leis econômicas racionais, mas sim, como diz Shiller (2000), pelo entusiasmo dos investidores. Como seu crescimento ocorre de forma irracional seu valor acaba se caracterizando do por não ser uma representação da realidade podendo trazer com isso diversos problemas quando essa bolha estourar e os preços caírem drasticamente.

Para uma economia, a formação e o estouro de uma bolha podem causar diversos impactos e diversas vezes levar os países sofreadores à uma recessão, sendo que, se a bolha for no mercado imobiliário, como as que serão estudadas no futuro, um dos reflexos de seu estouro é o de que famílias afetadas pelo estouro da bolha podem se tornar desabrigadas como ocorreu nos Estados Unidos durante a crise do subprime, que foi causada pelo estouro de uma bolha no mercado imobiliário e financeiro e foi causado em parte por um alto número de famílias que hipotecavam suas residências diversas vezes se aproveitando da alta constante de preços que ocorria.

No Brasil, durante o período estudado ocorreu uma alta de preços de 399% e durante o início da década de 2010 o aumento desses preços causou um medo de que ele fosse um aumento causado de forma irracional, logo se caracterizando como uma bolha. Nessa pesquisa o objetivo foi de, com base de outras bolhas imobiliárias que ocorreram no passado, como a americana de 2008 e a japonesa dos anos 1990, verificar se o medo daquela época foi correto e se ocorreu mesmo uma bolha nos preços dos imóveis no Brasil entre 2003 e 2016.

A pesquisa foi majoritariamente feita por revisão bibliográfica e pode ser dividida em cinco partes, sendo elas o referencial teórico, no qual define-se o que é uma bolha especulativa e certos motivos que podem causar sua criação relacionados ao comportamento humano, depois, na segunda e terceira parte, é apresentado como as bolhas japonesa e americana aconteceram, respectivamente, para depois relacioná-las com o referencial teórica na quarta parte e por fim, na quinta parte, usar as conclusões obtidas

nas outras partes para analisar a situação brasileira durante o período pesquisado e concluir se realmente ocorreu uma bolha no Brasil.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Para entender os acontecimentos citados futuramente na pesquisa, é necessário definir o que é uma bolha especulativa. Segundo Shiller (2000), bolhas especulativas podem ser definidas como “uma situação em que preços temporariamente altos são sustentados em grande parte pelo entusiasmo (*overconfidence*) dos investidores e não por estimativas consistentes de valor real”.

Como apontado pela teoria clássica, bolhas não devem ocorrer em um mundo de agentes racionais, contudo os exemplos de bolhas dos Estados Unidos e do Japão, além de diversos outros que ocorreram nos últimos séculos, como por exemplo, a Mania das tulipas na Holanda no séc. XVII, a bolha na Companhia dos Mares do Sul no séc. XVIII e a bolha da internet no final do séc. XX, provam o contrário.

Shiller (2000), aponta que o comportamento humano pode ser uma das causas da formação de bolhas. Contudo ele afirma que a noção popular da psicologia do investimento, na qual os investidores ficam eufóricos nas altas e em pânico nas baixas, seguindo seriamente a maioria sem pensamento próprio é simplesmente inacreditável (Shiller, 2000, p.127).

Os fenômenos irracionais, conforme Shiller (2000), diferente do que era pensado na psicologia, eram características intrínsecas ao comportamento humano, com suas forças e limitações: “Os investidores lutam para fazer a coisa certa, mas as suas qualificações têm limites e eles se comportam de uma maneira natural ao tomar decisões, quando lhes falta uma prescrição objetiva de como devem agir.” Shiller (2000, p.128)

A partir de uma pesquisa bibliográfica, Lintz (2004) levantou sete falhas cognitivas que podem levar o investidor a tomar decisões erradas que possibilitam a dinâmica de bolhas especulativas, sendo elas:

2.1. O Excesso de Confiança

As pessoas têm a tendência de confiar em suas crenças, dando a sensação de saber mais do que realmente sabem. Isso pode fazer mercados apresentarem comportamentos menos racionais. Lintz (2004, p.68) diz que esse comportamento pode “levar investidores a adquirirem ativos a preços de mercado demasiadamente distante dos valores indicados pelos fundamentos.” Além de que podem incluir aspectos como má interpretação dos fundamentos econômicos e financeiros ou “intuição” sobre valorização futura.

2.2. A Influência Social

Nesse caso os indivíduos têm alta influência da sociedade e de autoridades nas suas decisões, mesmo que as escolhas dessa sociedade sejam irracionais. Shiller (2000) utiliza os experimentos do psicólogo social Solomon Asch feito em 1952, no qual pessoas respondiam questões óbvias erroneamente, pelo fato de estarem inseridas em um grupo que respondiam essas questões de modo errado deliberadamente, e também de Stanley Milgram de 1974, em que pessoas eram instruídas a dar choques em outras pessoas, esses choques eram falsos e os receptores fingiam receber a descarga elétrica, e mesmo quando os receptores suplicavam para parar os indivíduos não paravam quando comandados a seguir o experimento pelo experimentador que alegava que os choques não feriam. A interpretação dos resultados dessa pesquisa demonstrava o poder da autoridade na mente humana, mas a análise de Shiller (2000) para esse experimento era “que as pessoas aprenderam que, quando especialistas lhe dizem algo, é provável que seja, mesmo que não pareça” (Shiller, 2000. p.141)

Esses testes demonstraram como as pessoas reagem em relação à sociedade e autoridades, pois apresentam disposição para acreditar nessas entidades mesmo quando suas sugestões contradizem o pensamento racional. Isso ocorre pois, segundo Shiller (2000), as pessoas têm experiências anteriores de cometerem erros quando contradisseram indivíduos de autoridade.

2.3. Meio de Comunicação

Segundo Shiller (2000) a troca de informações é algo intrínseco a natureza humana, e o modo que o ser humano lida com essas informações pode afetar seu processo decisório. Os meios de comunicação trouxeram um salto na velocidade que as informações chegam ao indivíduo, contudo as informações vindas a partir da mídia, ainda conforme o autor, tem um caráter enviesado e com pouco aprofundamento que podem limitar a capacidade de julgamento dos investidores.

Esse viés vem pelo fato de que a mídia procura a notícia mais chamativa para ser informada. Há, por exemplo, a tendência por preferir reportar oportunidades “quentes” que um analista de um grande banco de investimentos recomendou (Lintz, 2004), em razão disso, há uma falta de dados cruciais para melhorar o processo decisório do indivíduo, pois ao buscar um grupo mais amplo para apresentar a notícia, ela tem que apresentar as informações de modo que o grande público, que não tem interesse nos dados específicos, entenda.

2.4. Processamento de Informação

O ser humano, a partir de milhares de anos de evolução conseguiu se adaptar a diversos terrenos e climas de nosso planeta e segundo Shiller (2000) a espécie conseguiu

esse feito graças à sua capacidade de processar informação. Contudo, Lintz (2004) aponta que o processamento de informação é restringido pelo fato de nossas capacidades cognitivas serem limitadas.

O autor diz que essas capacidades, a memória e a atenção do ser humano são cerceadas diante do grande fluxo de informações disponíveis no processo decisório (Lintz, 2004, p. 76). Lintz (2004) continua ao dizer que, pelo fato da mente ser limitada, o indivíduo busca focar mais as informações vindas das mídias, dos analistas e das interações sociais.

Esta falha cognitiva tem a capacidade de potencializar as outras falhas citadas, como os de meio de comunicação, sobre reação e excesso de confiança, diz Lintz (2004), principalmente as falhas de efeitos da mídia, reação exagerada e o excesso de confiança.

2.5. Ideias Conflitantes

Muitas vezes, segundo Shiller (2000), o indivíduo pode mudar de ideia abruptamente pelo fato de elas já estarem em sua cabeça, mesmo que sejam incompatíveis. Para o autor, o fato de essas ideias poderem coexistir está relacionado ao fato das pessoas pensarem que ouviram essas ideias por especialistas, assim aceitando as ideias das autoridades, mesmo quando conflitantes. Por exemplo, Shiller (2000) diz que as pessoas acreditam na imprevisibilidade do mercado de ações e ao mesmo tempo creem que se houver uma baixa no mercado, certamente haverá uma recuperação.

Lintz (2004) afirma que as decisões, em muitos casos, são baseadas em ideias discrepantes e isso pode fazer que os mercados tenham movimentações que não condizem com o “comportamento esperado pelo arcabouço teórico clássico de mercados eficientes” (Lintz, 2004, p.77).

O problema, segundo Shiller (2000), de haver ideias heterogêneas na mente da pessoa é que a mesma não tem uma ligação muito clara com essas ideias, fazendo que os investidores nesse caso ajam de forma imprevisível, com base na sua confiança já manifestada.

2.6. Sobre Reação

Lintz (2004) define a sobre reação ao momento em que indivíduos reagem de forma exagerada a novas informações. A preocupação nesse caso é que essa condição potencializa outras falhas cognitivas.

Segundo De Bondt e Thaler (1985), pesquisadores que analisaram a relação entre o fenômeno de sobre reação e o comportamento de mercado de ações e a psicologia do processo de tomada de decisão, a “sobre reação possui um significado implícito de comparação com algum nível que pode ser considerado normal de reação.”(Lintz, 2004,

p.79) os autores utilizam como parâmetro normal a regra de probabilidade de Bayes na qual o indivíduo utiliza informações obtidas no passado na previsão de eventos futuros, podendo ter esse conhecimento atualizado a partir da entrada de novas informações. Outros estudos sugerem que os indivíduos não seguem a regra de Bayes, pois ao revisarem suas crenças eles dão maior peso para as informações mais recentes.

2.7. Âncoras Psicológicas

Âncoras psicológicas são ferramentas que auxiliam o processo decisório ao colocar pontos identificáveis indicando ao indivíduo se aquela escolha é a melhor para o mesmo ou não, Shiller (2000) define dois tipos de âncoras psicológicas, a quantitativa e a moral. A âncora quantitativa é quando a decisão do indivíduo é feita a partir de indicações usadas para decidir se algo está sobrevalorizado ou subvalorizado. Um exemplo que demonstra essa tendência é um experimento feito por Tversky e Kahneman apud Shiller (2000, p.128) com uma roleta da sorte. Nele as pessoas tinham que responder questões complexas com respostas variando de 1 a 100. Contudo, primeiro eles tinham que girar uma roleta que continha os números de 1 a 100 parando sempre em um número aleatório, depois de girar a roleta, eles tinham que responder as questões dizendo se a resposta da pergunta era acima ou abaixo do número obtido aleatoriamente e depois a resposta pessoal do indivíduo. Os experimentadores perceberam que as respostas recebidas eram altamente influenciadas pelo número dado pela roleta, sempre variando próximo do número recebido.

A âncora moral, segundo Shiller (2000), opera determinando a razão que compele a pessoa a comprar ações, com ela os indivíduos comparam a força intuitiva ou emocional para gastar o seu dinheiro no momento ou investir no mercado. O mercado se restringe em razão das comparações, mas não é impedido de subir a níveis arbitrariamente altos já que os indivíduos têm ideias subjetivas de qual nível seria certo ou alto demais. Mas do mesmo modo se o mercado subisse demais, a discrepância entre a riqueza no mercado e seu padrão de vida a fariam vender e assim diminuir os níveis.

Shiller (2000) diz que âncoras são fundamentais na formação de preços de ativos, contudo, elas são frágeis e podem se soltar, podendo assim levar o mercado à deriva por um determinado período sendo isso um elemento intrínseco das dinâmicas dos mercados.

Essas sete falhas podem ser percebidas em diversos casos, desde os mais simples como a bolha dos Beanie Babies, na qual uma série de ursos de pelúcia tiveram seu preço inflacionado em mercados de troca americanos por razões especulativas no final da década de 1990, aos casos mais complexos com reflexos na economia mundial, como por exemplo, os casos das bolhas do Japão dos anos 1990 e dos Estados Unidos de 2008, sendo que essas duas terão uma explicação mais aprofundada a seguir.

3. A BOLHA ESPECULATIVA JAPONESA DOS ANOS 1990

Por causa da Revolução Meiji, a partir do final do século XIX, o Japão presenciou um crescimento que o tornaram uma potência altamente industrializada, entretanto, segundo Torres (1997), o país entrou em uma violenta depressão após a derrota da Segunda Guerra Mundial, sofrendo com uma alta inflação, desemprego, escassez de alimento e matérias-primas e fazendo parecer que o sonho anteriormente criado tinha sido destruído.

Entretanto, diferente de qualquer expectativa, quarenta anos depois o país estava em uma situação em que além de ter se recuperado, também estava tendo crescimentos altíssimos, Levi (1997) cita o chamado milagre japonês, no qual entre 1955 e 1970 o país registrou crescimentos superiores à 10% a.a., após essa época, ainda de acordo com Levi (1997), houve o amadurecimento do país que começou a ter crescimentos que ficavam entre 4% a.a., um valor mais próximo ao das economias desenvolvidas. Nos anos 1980, segundo Kindleberger e Aliber (2005), o Japão detinha a posição de segundo país com maior força industrial, mais forte economicamente que a Alemanha.

Em razão de políticas do Federal Reserve (Banco Central norte-americano), a moeda americana teve uma valorização muito maior que de seus parceiros, chegando em 1985 em seu máximo, sendo ele 80% maior que a taxa cambial de 5 anos atrás. O governo ainda reduziu os impostos fazendo que houvesse um aumento no déficit público de 1% a 5% do Produto Nacional. Mesmo com um crescimento da economia maior que a média dos países da OECD, Torres (1997) relata que a competitividade das empresas americanas no exterior foi negativamente afetada, principalmente em razão da valorização do dólar.

Com isso, a indústria americana não conseguia competir com o mercado estrangeiro que entrava cada dia mais no país e, dessa forma, começou a registrar déficits na balança comercial cada vez maiores, sendo que o maior beneficiário desse processo foi o Japão. Entre 1982 e 1986 percebe-se um aumento de aproximadamente US\$ 33,3 bilhões no desequilíbrio do comércio bilateral, favorecendo o Japão, como consequência, cita Torres (1997), o Japão passa a acumular mega-superávits em conta-corrente e se torna o maior credor líquido do mundo, tomando o lugar americano.

Esses elevados saldos em relação aos Estados Unidos, trouxeram ao Japão duas questões a serem resolvidas. A primeira era como seria feita a saída dessa moeda estrangeira para o exterior sem que causasse um desequilíbrio macroeconômico, e a segunda é como eles lidariam com uma grande pressão americana para facilitar a importação de bens e serviços estrangeiros, além de liberalizar seu mercado financeiro.

Assim, em razão da pressão feita pelos Estados Unidos, diversas medidas que visavam à desregulamentação foram feitas no país, como flexibilização do uso dos

mercados domésticos por instituições financeiras e empresas estrangeiras e facilitação do acesso ao mercado internacional por agentes domésticos. Contudo, Levi (1997) diz que mesmo com o uso intenso de dispositivos de mercado, o grau de internacionalização permaneceu reduzido Shinkay apud Levi (1997)

Essa liberalização fez com que os bancos aumentassem seus empréstimos a agentes que queriam comprar imóveis e esse aumento nas reservas para esse tipo de operação financeira levou a uma aceleração no crescimento dos preços dos imóveis. (KINDLEBERGER e ALIBER, 2005)

Essas políticas tiveram relativo sucesso, mesmo que a política monetária tivesse se mantido restritiva, com a taxa de juros condicionadas a 5% ao ano. Contudo, o equilíbrio foi afastado com o Acordo de Plaza, em 1985, segundo Levi (1997). Junto com a maior liberdade no mercado financeiro e as mudanças que ocorreriam nas políticas econômicas, o Acordo de Plaza criou um contexto para o surgimento de uma bolha especulativa.

Esse acordo previa uma desvalorização gradual do dólar em relação as outras moedas, sendo que os japoneses esperavam que sua moeda saísse de 240 ienes/dólar para algo em torno de 160 ienes/dólar. Todavia, o limite inferior imaginado após o Acordo não foi respeitado e, para a surpresa geral quando, após lenta desvalorização, o iene ficou um pouco acima dos 130 ienes/dólar, esse evento ficou conhecido como endaka (iene forte).

Essa desvalorização, diz Torres (1997), causou uma redução no crescimento japonês além de perdas de lucros nos setores exportadores da nação, em razão disso o BoJ (Bank of Japan) decidiu mudar suas políticas monetárias de modo que elas se tornaram altamente expansionistas, abaixando a taxa de juros de 5% ao ano em janeiro de 1986 para 3% em novembro e 2,5% em fevereiro do ano seguinte.

Essas novas políticas monetárias tinham como objetivo aumentar a demanda interna do país fazendo com que ela absorvesse os impactos causados pela valorização do iene no mercado exportador, o carro-chefe do país em seu crescimento, a partir de um aumento no consumo privado e investimentos, principalmente no ramo imobiliário. Essas políticas conseguiram que o impacto do endaka fosse absorvido em 1987. Outros objetivos delas foram continuar fazendo com que o setor primário comandasse a reciclagem dos excedentes de moeda estrangeira e também assistir empresas que sofreram grandes impactos com o endaka ao abrir a possibilidade de elas se recuperarem a partir do mercado financeiro.

Essas empresas começaram a fazer grandes investimentos no mercado financeiro em busca de lucros não-operacionais. Elas tinham grandes saldos de caixa obtidos durante as décadas de 1970 e 1980, e com a liberalização elas puderam aproveitar as

possibilidades do mercado interno e externo que lhes proporcionavam, segundo Torres (1997), grandes oportunidades em relação a câmbio, juros e etc. Essa operação de arbitragem por empresas não financeiras foi chamada de zaitech, uma junção das palavras *zai* que do japonês significa dinheiro e *tech*, diminutivo de *technology*.

A zaitech cumpriu um papel muito importante para ajudar as empresas que sofreram com o *endaka*, mantendo-as lucrativas e possibilitando a realização de investimentos para produzir novas tecnologias e produtos, assim colocando-as de volta no mercado.

Contudo, em setembro de 1987, uma indústria química que aproveitava as expectativas do aumento do *iene* para pagar suas dívidas à valores menores aos captados, sofreu perdas no mercado de títulos superiores a seu patrimônio líquido. Esse ocorrido foi utilizado como evidência para mostrar que as políticas atuais permissivas ao processo especulativo já não eram mais necessárias, pois o mesmo não era mais útil e a aceleração começava a ameaçar a própria economia interna do país. Todavia as autoridades do BoJ decidiram manter a política expansionista por mais 2 anos, muito pelo fato de que em 19 de outubro de 1987 aconteceu a segunda feira negra, evento na qual houve uma queda nas bolsas do mundo todo, que deixou o BoJ mais cauteloso, cita Torres (1997), além das pressões feitas pelos grupos beneficiados pelas operações zaitech.

Como no Japão a capacidade de pedir empréstimos era garantida a partir de ações e terras, o processo especulativo que ocorria criava um ciclo vicioso em que as empresas investiam, aumentando seu nível de capital que lhes proporcionava um aumento na carga empréstimos que as elas usavam para reinvestir no mercado de ações ou imobiliário.

A partir de 1988, a economia japonesa havia superado o *endaka*, com recuperação da competitividade das empresas exportadoras, a volta do crescimento da indústria após anos de estagnação, além de que as famílias aumentaram seu consumo de bens duráveis. Segundo Torres (1997), acreditava-se que o Japão voltaria aos valores de crescimento anteriores à valorização do *iene* usufruindo de sua demanda interna.

Os valores dos mercados de capitais e imobiliário, marcaram algo que as autoridades japonesas já esperavam com todo o processo de crescimento do país, a bolha especulativa. Os valores dos mercados estavam chegando à escalas completamente imprudentes, diz Torres (1997). Desde o fim do ano de 1985 até o início de 1988, o índice Nikkei subiu de 13.113 para 30.000, sendo que a capitalização japonesa representava 41,7% das capitalizações mundiais, ocorrendo previsões que ao final de 1990 o índice chegaria à 48.000.

Kindleberger e Aliber (2005) apresentam três fatores que resultaram no aumento dos preços imobiliários do país, o primeiro foi que durante 30 anos a taxa real de retorno dos

imóveis sempre foi positiva em uma época em que a taxa interna de retorno de outros títulos eram negativas, o segundo foi a liberalização financeira do país que permitiu aos bancos que aumentassem a quantidade de empréstimos focados no ramo imobiliário e o terceiro foi um crescimento na oferta de dinheiro por causa de intervenções feitas pelo BoJ para que a apreciação do iene fosse controlada.

Além da alta nos preços do mercado de capitais, o mercado imobiliário pode observar aumentos extraordinários nos preços dos imóveis. Em um país, segundo Levi (1997), com uma área 22 vezes menor que a do Brasil, sendo somente um quarto de seu território habitável, é normal que os preços dos imóveis sejam altos, então, com esses valores naturalmente elevados, o interesse das empresas em investir em imóveis era grande, e com a facilidade de acesso ao crédito que empresas do setor imobiliário tinham, as condições para o aumento de preços foram criadas.

Em 1983, segundo Torres (1997), os terrenos em Tóquio começaram a sofrer certa valorização seguidos por Osaka e Nagóia e o valor imobiliário do país presenciou um aumento entre 1985 e 1990 de US\$14,2 trilhões. O crescimento foi tão grande que, de acordo com Torres (1997), com o valor de um quarto do solo japonês era possível comprar todo território americano, uma área 28 vezes maior que a do Japão.

Para tentar resolver o problema da bolha, o Banco do Japão em 1989 decidiu voltar a políticas monetárias restritivas aumentando sua taxa de desconto de 2,5% para 6% em um período de um ano e meio, mas não ocorreu nenhuma resposta do mercado de capital e imobiliário, sendo necessário que o ministério das finanças limitasse os empréstimos destinados à imóveis no início de 1990, e assim, a bolha cedeu. Segundo Levi (1997), a partir de então as ações do mercado caíram de forma drástica, eliminando a demanda por novos títulos acionários

A queda na demanda por títulos e a maior limitação nos empréstimos imobiliários fez com que houvesse uma queda de preços no mercado acionário e imobiliário fazendo com que famílias e empresas que utilizavam a especulação como forma de renda sofressem grandes prejuízo, Koo apud Torres (2015) estimou que as perdas acumuladas entre as variações mínimas e máximas foram de US\$ 15 trilhões, além de que em 2012, o preço da terra era de somente 14% do que já tinha sido enquanto estava em pico.

A crise levou o país à chamada década perdida, pois após o estouro da bolha, a economia japonesa desacelerou fortemente seguido por uma longa estagnação na qual entre 1991 e 2011, a média de crescimento no país era de 0,75% a.a.

4. A BOLHA AMERICANA DE 2008

Para entender a crise americana, também conhecida como crise do subprime, precisamos ir para o começo dos anos 2000, quando os Estados Unidos, além de passar pelo atentado terrorista de 11 de setembro de 2001, sofria com o estouro da "bolha da internet" e para aliviar os impactos que ambos os eventos tiveram sobre a economia do país, o Federal Reserve americano resolveu reduzir a taxa de juros do país caindo de 6,4% a.a. em dezembro de 2000 para 1,8% em dezembro de 2001. As taxas de juros reais se tornaram negativas e somente voltaram a ter crescimento no final de 2005 (TORRES, 2015).

Junto com a queda nos juros houve uma mudança no pensamento dos investidores após a bolha. Torres (2015) diz que em razão das perdas no mercado acionário, os investidores começaram a investir em setores mais estáveis e uma das principais escolhas foi o setor imobiliário por causa de seu crescimento, que se mantinha próximo ao da inflação.

As medidas do Fed favoreceram a obtenção de crédito a baixo custo e facilitou a compra de imóveis pelas famílias. Com uma maior estabilidade na economia os bancos começaram a fazer empréstimos para famílias que tinham histórico de inadimplência, que não tinham trabalho comprovado ou os documentos necessários para a assistência governamental, quem se enquadrava nessas condições entravam no segmento de crédito subprime.

O Subprime se enquadra como uma das três categorias de crédito. Segundo Wacker apud Sabino (2015), as categorias são baseadas na qualidade do crédito e na proporção do pagamento inicial, sendo elas a Prime, a Alt-a e a Subprime. A prime é concedida aos agentes com bom histórico de crédito, a Alt-a visava agentes sem histórico de crédito, ou que não queriam obter imóveis para uso próprio e que não forneciam os documentos necessários e a subprime é para aqueles com problemas no histórico de crédito ou uma renda baixa para o pagamento de prestações.

Uma das características do crédito subprime agravava seu risco, pois além de sere de longo prazo, normalmente durando 30 anos, Torres e Borça (2009) citam as condições híbridas de pagamento que esses empréstimos tinham, envolvendo um período inicial de dois ou três anos em que as prestações têm juros relativamente baixos e depois nos próximos 27 ou 28 anos os juros variam de acordo com a taxa de juros no mercado, sendo assim chamados de 2/28 ou 3/27.

Como modo de empréstimo mais comum na América, a hipoteca é uma forma de contrato na qual o próprio imóvel é dado como garantia e em razão disso, as famílias podem liquidar a dívida entregando a propriedade ao banco financiador. Torres e Borça (2009) chamam esse mecanismo de *walk away*.

Uma das políticas do Governo Bush fez com que as agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac relaxassem seus critérios de aceitação, e com isso aumentou o número de pessoas aceitas no segmento subprime (SABINO, 2015).

Mesmo com os riscos do subprime, muitos bancos aceitavam emprestar esse segmento de crédito porque foi adotado um novo modelo de negócios. Torres e Borça (2009) explicam que no modelo conhecido como Originação & Distribuição (O&D), no qual em vez de a gestão do empréstimo residencial ficar com o banco por toda a vida do contrato, os bancos somente atuam como intermediário e vendem os créditos para investidores do mercado de capitais.

Os bancos usavam o processo de securitização para transformar os ativos de pouca liquidez em títulos imobiliários de grande liquidez e desse modo fizeram com que as hipotecas subprime constituíssem partes (mesmo que pequenas) desses pacotes que eram vendidos para investidores e assim transferiam o risco de inadimplência para os últimos.

O processo de securitização era indireto, nele uma empresa que desejasse receber seus direitos futuros no presente, transferiria seus créditos à empresas securitizadoras e em troca receberia o valor presente dos créditos com certas taxas descontadas, depois, as securitizadoras repassam o crédito recebido para o mercado de capitais (SABINO, 2015), esse foi o processo utilizado para estabilizar as hipotecas subprime.

Uma grande engenharia foi feita por instituições privadas para repassar esses créditos para terceiros no mercado de capitais. Torres e Borça (2009) explicam que os contratos de hipotecas eram transferidos a um fundo específico no qual eram separados em cotas de classes diferentes dependendo de seu risco, com cada cota oferecendo uma taxa de retorno diferente, sendo as de maior retorno as com grande risco de inadimplência. Esses riscos eram calculados por modelos estatísticos aceitos pelas empresas classificadoras e esse processo fez com que diversos fundos lastreados em hipotecas subprime fossem classificados como de menor risco por agências de rating.

A facilidade de obter crédito, taxas de juros baixas, a procura dos investidores por aplicações mais estáveis e a entrada de novos compradores que se utilizaram de empréstimos no segmento subprime fez com que os preços dos imóveis comessem a subir triplicando seu valor entre os anos de 1997 e 2006, logo, o mercado de hipotecas nesse período movimentou US\$ 3 trilhões atingindo uma máxima de quase US\$ 4 trilhões em 2003, como mostra Torres e Borça (2009), além de que, aponta Sabino (2015), o número de hipotecas subprime aumentaram e a quantidade dessas hipotecas que eram securitizadas passou de 50,4% do total de hipotecas em 2001, para 80,5% em 2006.

Com esse aumento de preços as famílias que não conseguiam pagar as dívidas com os bancos começaram a refinanceiar suas hipotecas com valores mais altos, em razão do aumento do preço de suas propriedades, para liquidar as antigas e assim fizeram até que em 2005.

O Fed, para tentar deter a inflação dos bens e serviços, e dos ativos decidiu elevar novamente a taxa de juros, desacelerando a compra de imóveis e depois abaixando o preço dos mesmos. A queda no preço dos imóveis impediu que as famílias continuassem com o processo de refinanciamento das hipotecas subprime e assim o número de inadimplentes nesse segmento disparou fazendo com que os imóveis fossem retomados.

Sabino(2015) relata que com o aumento nos níveis de inadimplência os contratos lastreados em hipotecas subprime começaram a não atingir os retornos esperados e os investidores começaram a se desfazer dos papéis, além de que o impacto em empresas e bancos foi fortíssimo sendo que muitos tiveram que fechar as portas.

Torres e Borça (2009) contam que no início das turbulências o Fed acreditava que os problemas no subprime eram algo isolado, mas pouco tempo depois mudaram para uma posição mais apreensiva, piorando a situação e fazendo com os bancos centrais comesçassem a intervir injetando liquidez na economia.

Os autores relatam que as intervenções não surtiram efeito e a crise continuou no ano de 2008, sendo que no primeiro trimestre o Banco de Investimento Bear Stearns estava em eminente falência até que o governo americano abre uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões para que o banco JP Morgan Chase adquira o banco de investimento, sendo a primeira vez que o governo americano interviu em um banco de investimento já que os mesmos estavam fora da jurisdição do Fed.

Esse ato junto com a decisão de garantir a liquidez do mercado financeiro americano fez com que o pessimismo por um momento tenha se afastado, e para reforçar esse pensamento o PIB daquele trimestre cresceu 0,9%, logo o secretário do tesouro americano Henry Paulson e grandes colunistas começaram a afirmar que o pior da crise tinha passado, relata Torres e Borça (2009).

Contudo, nos meados de julho de 2008, essa crença de a economia estar se recuperando é quebrada novamente quando problemas de liquidez se estenderam às agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac. Essas agências tinham a característica de serem privadas, mas também eram patrocinadas pelo governo estadunidense. Com a queda na liquidez, o tesouro americano, após injetar dinheiro para retomar a liquidez das agências resolve tomar o seu controle acionário, praticamente as estatizando (TORRES E BORÇA, 2009).

Por fim o ponto que agravou a crise foi a falência do banco Lehman Brothers em outubro de 2008, a partir de então os níveis de preços dos imóveis começaram a cair continuamente e um pânico global foi instaurado, já que o governo americano decidiu não ajudar financeiramente o banco de investimentos.

O pânico causado pelo fechamento do banco Lehman Brothers fez com que diversas operações fossem “congeladas”, assim uma busca por liquidez a qualquer custo começou e fez com que os preços dos ativos caíssem e o crédito desaparecesse, além da falta de rumo que o mercado de derivativos começou a mostrar já que um de seus principais veículos de contraparte, o próprio Lehman, foi perdido (TORRES,2015).

Após esse grande evento que é visto como o ponto no qual a crise agravou-se a níveis extraordinários, o governo americano começou a fazer uma maior intervenção para tentar conter as perdas do sistema financeiro, a crise de 2008, cita Torres(2015), marcou o fim de um ciclo de expansão de crédito no país.

5. RELAÇÃO ENTRE AS BOLHAS

As duas crises têm diversos pontos em comum. Ambos os países detinham, como um fator que ajudou o amplo crescimento de preços, um processo de abertura de crédito, no Japão ocasionado pelas políticas de liberalização do país e no Estados Unidos porque houve medidas que facilitaram a abertura de crédito imobiliário para indivíduos com histórico menos confiável.

Outro fator que conecta a abertura de crédito é a taxa de juros que caiu drasticamente e se manteve como um dos fatores que também influenciou o estouro da bolha em ambos, pois as políticas adotadas pelo governo das duas nações para reduzir os preços foram a causa do estouro da mesma, sendo que, segundo Torres (2015), a expectativa dos países era de uma desinflação que não produzisse consequências sobre outros setores da economia.

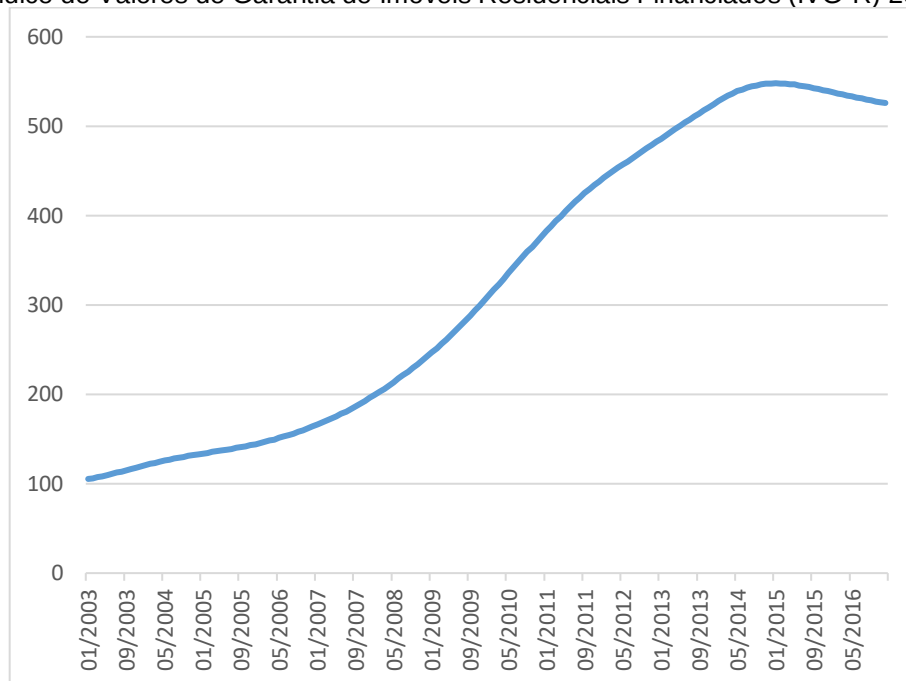
A reação de empresas e famílias também foi outro fator importante para o aumento de preços. No Japão, a recente liberalização, trouxe um aumento na saída de crédito imobiliário e com isso um aumento nas compras de imóveis pelas famílias e empresas, levando ao aumento de preços. Nos Estados Unidos, o foco nos imóveis começou após a “crise da internet” e os ataques do 11 de setembro e como consequência desses acontecimentos houve uma queda na taxa de juros e a busca de ativos mais seguros no lado dos investidores. Após um tempo de estabilidade também começou um processo que facilitou a obtenção de crédito por indivíduos de alto risco e todos esses fatores fizeram que começasse um aumento de preços de imóveis, pois foi observado um crescimento do investimento nesse mercado em ambos os países.

Em relação aos impactos, diferente do Japão, que sofreu internamente com os reflexos do estouro da bolha, a crise americana afetou o mercado global, muito pelo fato da globalização financeira e por causa dos Estados Unidos serem o centro econômico mundial e grande parte das empresas afetadas pela crise eram de teor internacional, incluindo o próprio banco Lehman Brothers.

6. A POSSÍVEL BOLHA BRASILEIRA

Entre 2003 e 2016, o Brasil passou por uma alta de preços nos imóveis na qual a preocupação de que poderia ocorrer uma bolha foi criada, sendo ela uma preocupação com base fundamentada pela evolução do Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R) de aproximadamente 399% em seu valor, no período de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2016, como pode ser visto na figura 1. O IVG-R utiliza os valores das avaliações feitas em imóveis que serão usados como garantia em financiamento imobiliários residenciais de pessoas físicas.

Figura 1 - Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R) 2003 – 2016



Fonte: Banco Central do Brasil – Depto. de Monitoramento do Sistema Financeiro e de Gestão da Informação.

A estabilidade econômica do país e incentivos governamentais para que aumentasse as compras de imóveis no país foram fatores que afetaram o aumento nos preços. O Brasil havia entrado em um período de bonança e segundo Jardim (2014), junto com o fim da hiperinflação nos anos 1990 e a estabilização da economia nos governos Luís Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff presenciou-se um crescimento no mercado imobiliário de em média 2,95% a. a. no período de 2000 a 2013.

Além de investir nos momentos de estabilidade o governo brasileiro também abaixou a taxa SELIC como resposta para os impactos da crise do subprime que o país sofreu, afirma Sabino (2015), junto com isso, continua o autor, ele também pressionou os bancos para que aumentassem os financiamentos para compra de imóveis, prolongou o prazo de financiamento para 35 anos forçando os bancos estatais, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, aumentarem cada vez mais suas participações na concessão de crédito imobiliário.

Mesmo com a queda nos juros, havia uma maior dificuldade no país no processo de obtenção de crédito em relação à outros países, como por exemplo, Rocha (2015) mostra que é necessário para a liberação do crédito que o indivíduo prove que tem uma renda compatível ao valor do imóvel e que ele arque parte do preço total do mesmo e mesmo assim ainda é muito improvável que ele consiga ter dois financiamentos liberados simultaneamente.

Outra parte que ajudou o aumento nos preços, foi o programa brasileiro de incentivo à compra de imóveis, Minha Casa Minha Vida, que auxilia pessoas de baixa e média renda, subsidiando imóveis para famílias de renda menor que R\$ 1.600,00 e dando melhores condições para compra de imóveis para aquelas com renda menor que R\$ 5.000,00, conforme Rocha (2015).

Contudo, diferente dos americanos, afirma Rocha (2015), a liberação de crédito do programa era realizada pela instituição financeira Caixa Econômica Federal que é regulada e responde como um banco. E também, diferente dos Estados Unidos que todo o crédito relacionado à hipotecas, não importando qual banco tinha sido feito o financiamento, era direcionado para a Fannie Mae e Freddie Mac, enquanto aqui no Brasil a Caixa Econômica Federal não detém a centralização dos títulos hipotecários, fazendo com que os bancos privados sejam seus concorrentes, sendo eles os donos e responsáveis pelo crédito concedido nesses tipos de operações.

Esses pontos foram chave para o crescimento dos preços dos imóveis, sem contar que nesse período a taxa de desemprego estava em queda e junto com um aumento de 239% no salário mínimo e de 139% no salário médio entre 2013 e 2015, segundo Vieira (2016), além de um aumento de 24% no índice de confiança dos brasileiros no mesmo período.

Entretanto, segundo o Balanço do Mercado Imobiliário em 2012 da SECOVI- SP, em torno de 70% dos créditos concedidos voltados para compras de imóveis eram utilizados para a compra do primeiro imóvel e dificilmente as pessoas que procuram o primeiro imóvel pensam na especulação de seu preço, esse número ocorreu por causa do grande déficit

habitacional do Brasil, segundo Rocha (2015), mostrando que o país necessitava de uma reposição no seu estoque de moradias e nisso que era focado os programas de habitação como o Minha Casa Minha Vida citado acima.

Amorim (2012), ao defender que não ocorreria a bolha, argumenta que uma abundante oferta de crédito é necessária para que a mesma ocorra, pois assim, os indivíduos aumentam a quantidade de produtos que eles podem comprar sem precisar utilizar sua própria renda. O autor também afirma que quando há um estouro de uma bolha, como por exemplo, os Estados Unidos em 2006, o total de crédito supera 50% do PIB, sendo que no caso americano o total de crédito já era de 79% do PIB, contudo o Brasil em 2012, somente contava com 5% do PIB como sendo o total de crédito, mesmo que tivesse observado crescimentos nos anos anteriores.

O período de estabilidade econômica acaba por volta de 2014/2015 quando o país entra em uma recessão e os preços dos imóveis começam a cair, mas a queda não é brusca havendo uma estabilização e começando a cair no fim de 2015 e início de 2016. Segundo Vieira (2016), a crise política e econômica fez com que os preços sem ajustassem à inflação, sem quedas bruscas e de certa forma a “bolha” que houve no país acabou desinflando com a crise e estabilizando.

A alta dos preços no Brasil teve diversas características de uma bolha imobiliária como citado anteriormente: a baixa taxa de juros que levou a uma expansão no crédito imobiliário, programas de auxílio moradia que aumentavam a demanda por imóveis ao facilitar a compra dos mesmos. Todavia, ao mesmo tempo em que houve indícios que apontavam para uma bolha, e uma alta nos preços um pouco fora do padrão, a mesma nunca estourou. Com a chegada da crise em 2014 que desinflou os preços em conjunto com leis voltadas para a obtenção de crédito mais rígidas do que outros países, mostram que a alta nos preços pode ser melhor caracterizada como um boom causado pelos anos de prosperidade.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base no que foi pesquisado foi possível notar que certos acontecimentos anos antes do estouro de uma bolha pareciam se repetir sendo os principais a redução na taxa de juros e abertura de crédito às empresas e aos cidadãos e como nos outros países estudados o Brasil também apresentou ações iguais aos países previamente observados.

No Japão e nos Estados Unidos as liberalizações do crédito junto com a redução na taxa de juros ajudaram para que os investidores comessem a agir irracionalmente e assim causando as bolhas, que ao estourarem foram o estopim para as crises que ocorreriam nos países, além disso, no caso americano foi uma volta ao aumento nas taxas de juros que

estourou a bolha, no caso japonês quando o aumento nos juros foi feito para parar o crescimento da bolha falhou, foi posta restrições ao crédito e elas foram as causadoras do estouro nesse caso.

Logo não se pode ignorar a importância desses fatores em relação a sua influência nas bolhas especulativas, entretanto, mesmo que, como dito antes, o Brasil tenha passado por um processo em que foi observado uma queda na taxa de juros e uma abertura no crédito, ele não foi da mesma escala dos outros países estudados, principalmente em relação ao crédito e segundo Rocha(2015), caso a bolha estourasse, ela não seria da mesma magnitude da americana porque a disponibilidade de crédito, mesmo tendo crescido nos últimos tempos, não é tão grande como a dos Estados Unidos.

De fato, o país parecia estar a caminho de uma bolha com causas parecidas as dos outros países estudados, pois o Brasil estava em um período de bonança, a redução na taxa de juros e o aumento no crédito aconteceram como uma resposta à crise do subprime. Houve incentivos e programas para que houvesse um aumento na compra de imóveis, contudo um fator diferencia o Brasil dos outros estudados, esse fator era de que as compras que causaram o aumento no preço dos imóveis eram principalmente focadas na obtenção do primeiro imóvel e normalmente esse tipo de comprador não tem em foco a especulação, como ocorreu em outros países.

Mesmo com todos esses pontos dificultando o cenário de bolha no Brasil, o crescimento nos preços era notável até o final de 2014 e começo de 2015, época do começo da crise econômica que assola o país, junto com ela veio uma queda nos preços dos imóveis, mas não de forma brusca como se a bolha estourasse, mas como se ela estivesse desinflando. Logo, como não é possível dizer com total autoridade que uma bolha realmente ocorreu, entende-se que o caso brasileiro foi um boom nos preços que poderia ter se transformado em uma bolha, mas acabou desinflando com a crise de 2014.

8. REFERÊNCIAS

AMORIM, Ricardo. **Artigo: O Medo da Bolha Imobiliária**, 2012. Disponível em: < <http://ricamconsultoria.com.br/news/artigos/economia-sem-economes-ricardo-amorim-artigo-sobre-bolha-imobiliaria> > Acesso em: 24/03/2018

ASCH, Solomon E. **Social psychology**. Englewood cliffs: Prentice-Hall, 1957. xiii, 646 p.

DE BONDT, WM; THALER, R. Does the Stock Market Overreact?. **Journal of Finance**. 40, 3, 793-805, July 1985. ISSN: 00221082.

DE MAVIGNIER VIEIRA, Marcelo Nogueira. Análise Econômica do Mercado Imobiliário Residencial no Brasil entre os anos 2003 e 2015. **Anais-encontro científico de administração, economia e contabilidade**, v. 1, n. 1, 2018.

JARDIM, Pedro Nunes Oliveira. **Bolha imobiliária: uma análise sobre a sua existência no Brasil**. 2014. 31 f., il. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Ciências Contábeis). Universidade de Brasília, Brasília, 2014. Disponível em: <http://bdm.unb.br/bitstream/10483/12393/1/2014_PedroNunesOliveiraJardim.pdf> Acesso em: 24/03/2018

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, Panics, and Crashes: A history of financial crises**. 5th ed. [S.l.], 2005.

LEVI, M. L. Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão. **Revista de Economia Política**, vol. 17, nº 1 (65): 40-59, janeiro/março, 1997.

LINTZ, Alexandre Carlos. **Dinâmica de bolhas especulativas e finanças comportamentais: um estudo aplicado ao mercado de câmbio brasileiro**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, São Paulo, 2004. doi:10.11606/T.12.2004.tde-23072004-112919. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23072004-112919/en.php>>. Acesso em: 19/11/2017

ROCHA, Lucas Kraemer da. **Bolha?: uma análise do setor imobiliário no Brasil**. 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10183/142186>>. Acesso em: 24/03/18

SABINO, G. R. de B. **A crise financeira subprime: seus impactos na economia brasileira e uma análise sobre uma possível crise imobiliária no Brasil**. 2015. 23f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Estadual da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, 2015.

SECOVI-SP. **Balanco do Mercado Imobiliário em 2012**, Disponível em: <<https://www.secovi.com.br/downloads/pesquisas-e-indices/balanco-mercado-imobiliario-2012pdf.pdf>> Acesso em: 24/03/2018

SHILLER, Robert J. **Exuberância irracional**. São Paulo: Makron Books, 2000. xxi, 296 p. ISBN 8534612048

TORRES, E. T.; BORÇA, G. Origens e desdobramentos da crise do subprime. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O estouro de bolhas especulativas recentes: Os casos dos Estados Unidos e do Japão**, Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), No. 2096, 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10419/121680>>. Acesso em: 19/11/2017

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise da economia japonesa nos anos 90: Impactos da bolha especulativa. **Revista de Economia Política**, vol. 17, nº 1 (65): 5-19, janeiro/março, 1997.

TVERSKY, Amos e KAHNEMAN, Daniel. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science** 185, no. 4157 (1974): 1124-131. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1738360>> Acesso em: 19/11/2017

Contatos: vhsfigueira@hotmail.com e pedro.vartanian@mackenzie.br