

ANÁLISE DO MERCADO IMOBILIÁRIO EM BELÉM, PARÁ - BRASIL: "Há bolha imobiliário na capital paraense?"

**Gerson Nascimento Garcia – FACI
Pablo Queiroz Bahia – FACI
Heriberto Wagner Amanajás Pena - UEPA**

RESUMO

Este estudo tem por objetivo avaliar a possibilidade da existência ou não de “bolha” especulativa no mercado imobiliário na cidade de Belém, tendo como base de análise a formação da demanda e oferta de imóveis novos no período de 2010 a 2012 e a variação do índice padrão das principais empresas de capital aberto da construção civil atuantes na região no mesmo período. Com este intuito, foi elaborado um roteiro metodológico de estudo que abrangesse mais o nível microeconômico da região do que o macroeconômico. Tomando como ponto de partida, as fontes teóricas de formação cíclica e histórica da economia para a contextualização e conceituação da formação da “bolha” no mercado imobiliário, aliado a fontes estatísticas oficiais que descrevem sintomas econômicos que antecederam o fenômeno no setor - políticas fiscais e de crédito fomentados pelo governo federal - pretendeu-se chegar a uma análise conclusiva mais aproximada possível do quadro da formação da “Bolha Imobiliária” na metrópole paraense, considerando suas peculiaridades e contexto de formação de preços na região.

Palavras-Chaves: Mercado Imobiliário; Empresas de Construção Civil; Oferta e Demanda Habitacional; Bolha Imobiliária.

ANALYSIS OF REAL ESTATE MARKET IN BELÉM: "There's real estate bubble in the state capital?"

Abstract

This study aims to evaluate the possibility of the existence of "bubble" in the speculative real estate market in the city of Belém, based on analysis of the formation of the demand and supply of new homes in the period 2010-2012 and pattern variation index major public companies in the active construction area during the same period. For this purpose, a methodological roadmap study covering more microeconomic level of the region than macroeconomic been prepared. Taking as a starting point , the theoretical sources of cyclical and historical formation of the economy to the contextualization and conceptualization of the formation of the "bubble" in the housing market combined statistical sources describing symptoms that preceded the economic phenomenon in the industry - and fiscal policies credit fostered by the federal government - was intended to reach a possible closer conclusive analysis of the context of training the "Real Estate Bubble" in Para metropolis, considering its context and peculiarities of price formation in the region .

Key Words: Real Estate Market; Construction Companies; Housing Supply and Demand; Real Estate Bubble.

1. INTRODUÇÃO

O setor imobiliário é considerado mundialmente um dos principais pilares de sustentação e fomento do PIB¹ de qualquer economia, responsável pela geração e constituição de toda cadeia produtiva da indústria da construção civil. Nos últimos dez anos, este segmento do setor econômico tem sido foco de enorme atenção pelos governos de economias desenvolvidas ou em desenvolvimento, muito em decorrência do início da crise imobiliária em alguns países e dos dimensionamentos e polarização que este setor vem proporcionando, não obstante, a especulação e desestruturação econômica que seu mau fomento poderá causar.

Em âmbito nacional, segundo estudos do IPEA², cerca de um milhão de famílias brasileiras conseguiram realizar nesses últimos seis anos a conquista da casa própria, muito em decorrência do ressurgimento do crédito imobiliário e da estabilidade econômica do país. À medida que esse crédito se expandiu nos anos seguintes, o aumento da demanda começou a elevar os preços num ritmo mais acelerado. Dados da FIPE³ mostraram que em 2009 a alta no valor dos imóveis no país foi de 22%, a terceira maior do mundo. No ano seguinte chegou aos 25%, e em 2011 a 26% elevando o país ao topo do ranking das maiores altas e o mercado imobiliário ao mais caro da América Latina.

Até março do de 2013, contabilizando-se a média dos últimos 12 meses a alta foi de apenas 8,4 % e de 13,5 % no mesmo período no ano anterior, evidenciando uma desaceleração ou desaquecimento do setor, segundo mostrou pesquisa encomendada pela revista Exame à FIPE. Em contrapartida a velocidade das vendas também diminuiu, em 2010 era 14%, em 2012 chegou a 10%. Nesta pesquisa, a FIPE considerou as coletas de preços nas principais capitais brasileiras, como São Paulo, Rio de Janeiro, Brasília, Belo Horizonte, Recife e Fortaleza. Em Belém, o percentual de alta foi -1,67% segundo a mesma pesquisa.

Seguindo essa desaceleração, a maioria das construtoras baixou o preço cobrado pelo metro quadrado em alguns de seus projetos não só na região, como em outras cidades brasileiras, impulsionadas pela percepção do consumidor brasileiro de que os preços estavam aumentando num ritmo insustentável, aliada às incertezas do mercado internacional, fazendo com que demorasse mais tempo para fechar uma proposta.

De acordo com Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), o número de unidades financiadas em todo o país no primeiro trimestre de 2012 caiu 1%, em comparação com o mesmo período do ano anterior e mais de 2% em igual período, já em 2013. Fato este já sentido pelas incorporadoras em 2010 e fortalecida nos primeiros meses de 2012, período no qual viram suas vendas caírem significativos 5,5%.

No cenário global, os preços dos imóveis brasileiros estariam bem mais baixos que os praticados nas 72 cidades pesquisadas pelo mundo, segundo divulgado pela revista Exame em maio de 2013, baseando-se em estudo feito pela *UBS Group* – empresa de serviços financeiros com sede na Suíça – que apontou, por exemplo, que o m² médio de um apartamento no Rio de Janeiro, que custa em torno de 3.700 dólares e em São Paulo 3.500 dólares, em Londres ele custaria 8.070 dólares, 10.810 dólares em Paris e 11.060 dólares em Nova York.

Concomitantemente, uma das maneiras que os economistas têm de avaliar o futuro do mercado é comparando o retorno de aplicações financeiras com taxas de aluguel, que é quanto a mensalidade representa no valor total do imóvel. Quando o rendimento de investimentos, como o Tesouro Direto, é maior que o dos imóveis e mesmo assim as vendas continuam aumentando rapidamente, conclui-se que há muita gente fechando negócio, porque apostam em uma valorização futura. Apesar do índice FipeZAP⁴ ser calculado a menos tempo, no ano de maior valorização dos imóveis (2011) o índice foi de 29,4%, no mesmo período o Ibovespa havia caído 24,6%.

Sem dúvida que o fortalecimento do ramo imobiliário em anos anteriores está relacionado com o crescimento da renda e, conseqüentemente, com o poder aquisitivo dos trabalhadores com carteira assinada. Para Adolfo Sachsita, pesquisador do IPEA, o governo federal teve forte influência nesse setor, através dos incentivos disseminados em seus programas como o Minha Casa, Minha Vida -

¹ Produto Interno Bruto

² Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

³ Fundação Instituto de Pesquisa Econômica

⁴ Metodologia de pesquisa que utiliza informações de preço de venda de imóveis anunciados.

MCMV, e juros mais baixos no SFH⁵ para imóveis abaixo de 500.000 reais, que acabaram por estimular ‘artificialmente’ um mercado já aquecido, e que em 2013 passou para 750.000 reais na região sudeste e 650.000 reais para as demais regiões.

Não muito diferente do resto do país, a capital paraense também sofreu o "boom" do mercado imobiliário nos últimos seis anos, segundo dados da Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário do Pará - ADEMI/PA. Os preços também sofreram acomodações, diminuindo significativamente o lançamento de novos empreendimentos. Para alguns empresários do setor é relevante ressaltar algumas peculiaridades locais: a falta de mão-de-obra, aumento nos preços de materiais de construção corrigidos pelo INCC⁶, falhas de engenharia e na construção (como no caso do desabamento do edifício Real Class por falhas estruturais de engenharia), custo elevado dos terrenos, além da demora na entrega de empreendimentos. Some-se a isso tudo, uma maior maturidade do consumidor local, mais atento às armadilhas do mercado e às informações econômicas nacionais e internacionais.

2. PROBLEMA

Desde 2008 vem se divulgando pela mídia nacional e internacional alegações que no Brasil está se vivendo a iminência de uma bolha imobiliária prestes a estourar, muito em consequência a súbita valorização dos imóveis nesses últimos seis anos. Sem dúvida que a forte alta nos preços do setor tem ampla influência do ritmo acelerado da atividade imobiliária envolvida pela crescente desenvoltura da indústria da construção civil fomentada pelas recentes políticas de incentivo e de crédito do governo federal.

Nesse entreposto, estudo divulgado em 2013 pelo IPEA verificou-se que de 2007 a 2012, houve redução sistemática do déficit habitacional, na ordem de 30.000 domicílios a nível nacional. Belém esteve entre as capitais com maior evolução negativa no quesito proporção de domicílios com déficit habitacional sobre o total de domicílios. Mas numa correlação entre demanda e oferta habitacional, verifica-se claramente o descompasso entre a crescente atividade imobiliária com a diminuição do déficit habitacional, em especial, na capital paraense.

Dados do IBGE de 2010 indicavam que as famílias brasileiras gastavam, em média, 13,36% de seu orçamento com habitação e Belém era a capital brasileira com o menor gasto percentual entre as estudadas, cerca de 9,45% na ocasião, bem abaixo de cidades com maior padrão de renda per capita, como o Distrito Federal 14,79%, Rio de Janeiro 14,59%, Porto Alegre 14,35%, ou mesmo Fortaleza, com 13,90%.

Contudo, a carência de dados mais precisos e atualizados sobre o citado mercado em Belém é um fato, bem como estudos referentes à especulação e dinâmica no setor. Fato este que não prejudicou a elaboração deste trabalho, posto que um dos propósitos é levantar dados mais atuais sobre a oferta e demanda habitacional, ambiente empresarial da construção civil e da valorização imobiliária, em especial no período de 2010 a 2012 para contextualização do cenário a que se propõe o referido artigo: problemática de estudo.

Partindo deste princípio, justifica-se este estudo no propósito de criar um dimensionamento didático do cenário do setor imobiliário para estudo e acompanhamento, caracterizando-o com o máximo de informações possíveis, para que se possa elaborar uma análise econômica mais coerente sobre a existência ou não de uma bolha especulativa na indústria imobiliária na capital paraense no período selecionado.

3. OBJETIVOS

Este trabalho pretende desenvolver um estudo que permita avaliar a possibilidade de existência, ou não, de “bolha especulativa” no mercado imobiliário da cidade de Belém no período de 2010 a 2012. Especificamente, pretende-se:

- Desenvolver preliminarmente uma perspectiva conceitual de formação de bolha imobiliária e suas consequências na economia;

⁵ Sistema Financeiro de Habitação

⁶ Índice Nacional da Construção Civil

- Identificar as políticas e planos de incentivos realizados pelos governos federal, estadual e municipal no período de estudo e direcionados ao setor imobiliário;
- Analisar financeiramente, por comparação de índices padrão, as principais empresas de capital aberto da construção civil atuantes na região metropolitana de Belém;
- Traçar um perfil conceitual da demanda e oferta habitacional, formação e valorização do metro quadrado na capital paraense no período de estudo;
- Elaborar um levantamento estatístico à nível amostral da oferta e demanda das unidades habitacionais através de fontes oficiais e de um instrumento de pesquisa direcionado às empresas da construção civil atuantes na região metropolitana de Belém;

4. METODOLOGIA

Baseando-se preliminarmente numa pesquisa bibliográfica, objetivando obter conhecimento sobre a natureza teórica de formação de bolha especulativa no mercado imobiliário, seus efeitos e implicações econômicas no sistema financeiro, desenvolveu-se esse artigo, sobre o ângulo do método dedutivo. Mediante essa iniciativa, elaborou-se um levantamento das políticas e planos de incentivos realizados nos últimos anos pelos governos federal, estadual e municipal, direcionado ao setor imobiliário, através do fomento às empresas de construção civil e retomada e ampliação das linhas de crédito a pessoas físicas nas diversas classes sociais através dos SFH e SBPE e FGTS, seus impactos na economia, na geração de renda e no PIB do país.

No segmento empresarial, o presente trabalho contempla uma pesquisa de natureza descritiva, com o objetivo de traçar características econômico-financeiras por comparação com índices-padrão das principais empresas de capital aberto do seguimento de construção civil integrantes do Novo Mercado e atuantes na região metropolitana de Belém, estabelecendo uma relação entre variáveis.

A princípio utilizou-se o modelo de análise das demonstrações financeiras através dos indicadores de desempenho desenvolvidos por Assaf Neto (2002), Marion (1997) e Matarazzo (1995) e descritos no Item 5.3.2 resultando nas tabelas 1, 2, 3 e 4. A pesquisa fundamentou-se primordialmente na técnica padronizada de coleta de dados das empresas selecionadas, e nas suas classificações perante as agências classificadoras de risco que dão uma perspectiva atual e futura no cenário da construção civil a nível nacional e local.

A coleta de dados englobou a pesquisa bibliográfica e documental, onde se busca adquirir informações econômico-financeiras, a partir de abordagens já trabalhadas sobre o assunto por outros autores. Realizou-se um levantamento de dados de caráter secundário das empresas, a partir das demonstrações contábeis publicadas no site da Bmf&bovespa, dos últimos exercícios, de 2010, 2011 e 2012.

Em última fase desse referencial metodológico, pretendeu-se elaborar um levantamento quantitativo, pois segundo Richardson (1999), este método pode ser utilizado para aumentar ou medir unidades ou categorias homogêneas e é caracterizado pelo emprego da quantificação nas modalidades de coletas de informações, no caso em questão, a mensuração de dados estatísticos da oferta e demanda de unidades habitacionais, através de fontes oficiais e de um instrumento de pesquisa contendo questões fechadas, direcionado aos principais responsáveis pelo setor de vendas das empresas da construção civil atuantes na região metropolitana de Belém, com objetivo único de traçar um perfil da demanda e oferta de imóveis novos nos últimos três anos, contado de 2010, 2011 e 2012, formação e valorização do metro quadrado por bairro na região de estudo e suas ligações com o contexto do mercado imobiliário, a nível regional e nacional.

5. REFERENCIAL TEÓRICO

5.1 CONCEITOS E REFERÊNCIAS ECONÔMICAS SOBRE BOLHA IMOBILIÁRIA:

5.1.1 Aspectos Conceituais:

Em uma abordagem tradicional, pode-se definir *bolha* de acordo com o descrito em Stiglitz (1990): se o aumento do preço de um ativo decorre apenas da crença de que seu preço de venda será maior no futuro, quando os fundamentos não parecem justificar isso, então existe *bolha*. Neste caso, a causa básica de movimento de preços é determinada apenas pela expectativa autorrealizável da própria

variação de preços, levando a uma espiral de elevação contínua até que, em decorrência de algum fator, a bolha estoure. (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

Para a Escola Austríaca, as bolhas especulativas são o resultado da má-alocação de recursos, o que constitui a base da teoria austríaca do ciclo econômico, sendo uma escola de pensamento econômica que enfatiza o poder de organização espontânea do mecanismo de preços, afirmando que a complexidade das escolhas humanas subjetivas faz com que seja extremamente difícil a modelação matemática do mercado em evolução. A escola defende uma abordagem *laissez-faire*⁷ para a economia. Na perspectiva da Escola, uma bolha de mercado não surge por força de um comportamento irracional, mas por consequência de um sinal exógeno, isto é, externamente criado, que faz com que os agentes direcionem erroneamente os investimentos em um determinado segmento da economia, fazendo com que os preços deste mercado sigam uma trajetória fortemente ascendente. (FEIJO, 2000)

A TACE, como é conhecida a Teoria Austríaca do Ciclo Econômico, procura explicar o ciclo econômico através de um conjunto de ideias elaboradas pela própria escola, onde colocam os ciclos econômicos como uma consequência inevitável do crescimento excessivo da concessão de crédito, aumentada por política ineficazes e destrutivas do Banco Central, que diminuem a taxa de juros em demasia por exacerbado tempo, criando bolhas especulativas e uma poupança menor. Segundo a TACE, um período longo de taxas de juros baixos aliado a créditos excessivos induzem um ciclo volátil e instável entre poupança e investimento, posto que as taxas de juros baixos, obviamente, estimulam a concessão de crédito, aumentando a oferta monetária, e este aumento leva a um período de crescimento insustentável, em que o dinheiro em excesso procura oportunidade de investimento, progressivamente, menos rentáveis, levando a uma generalização de maus investimentos. Logo em seguida a este crescimento, segue-se uma correção denominada de *credit crunch*⁸, conhecida economicamente como recessão, o que impede os mercados de realocarem seus recursos. (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

5.1.2 Perspectivas Governamentais e Analíticas:

Para o vice-presidente do Banco Central, Michel Temer, o bom desempenho econômico do Brasil diminui o impacto possível de uma bolha imobiliária, apesar de alta da especulação no mercado, como consequência da organização dos Jogos Olímpicos em 2016 e da Copa do Mundo em 2014. Segundo Temer, há sintomas positivos na economia, como uma baixa taxa de desemprego na casa dos 5,3% em agosto e uma inflação de 5,8% para ao final do ano de 2013. A expectativa do Banco Central era que em outubro de 2013 a economia crescesse 2,5%, fato que não ocorreu, todavia, o índice foi menor que a estimativa de junho daquele ano. (EXAME, 2013).

Durante um seminário sobre crise global em junho de 2012, Aldo Mendes, diretor de Política Monetária do Banco Central, confirmava que a forma como o crédito é concedido no Brasil faz com que não haja risco e explicava que a figura da securitização⁹, que teria culminado da crise de 2008 nos EUA, era incipiente no país, afastando as preocupações com uma formação de bolha no mercado. Para Aldo, o rebaixamento de bancos brasileiros pela *Moody's Investors Service*¹⁰ em junho daquele ano, foi apenas um ajuste técnico, uma mudança de padrão de mensuração e não impactaria na capacidade de *funding*¹¹ das instituições. (GONÇALVES; NEDER, 2012).

Num relatório publicado em setembro de 2012, dois meses depois, os analistas da agência classificadora de risco *Fitch Ratings* afirmaram acreditar que os preços dos imóveis residenciais brasileiros já haviam alcançado a estabilidade, sobretudo, nas principais capitais brasileiras de maior valorização imobiliária como Rio e São Paulo, o relatório contradizia a existência de uma bolha imobiliária, porém, a expectativa de uma queda significativa de preços era o cenário mais pessimista a ser traçado. Para a agência, a alta demasiada dos preços dos imóveis brasileiros tem como justificativa a estagnação em períodos antecedentes, o crescimento da economia, o crescimento da classe média, a expansão de crédito, a queda do desemprego e o déficit habitacional.

⁷ Expressão-símbolo do liberalismo econômico americano na versão mais pura do mercado livre, sem interferências.

⁸ Crise creditícia.

⁹ Conversão de dívidas em títulos lastreados e negociáveis entre instituições financeiras.

¹⁰ Agência americana de classificação de risco de crédito, atuantes em mais de trinta países.

¹¹ Capacidade de obtenção de novos recursos através da conversão de um débito de curto prazo em outro de longo prazo com a emissão de novos títulos de dívidas.

Mas outros fatores de risco devem ser analisados, segundo a Fitch: uma recessão repentina que levaria o crédito a decrescer e o crescimento do desemprego, causando a inadimplência; e ainda o fato de o financiamento habitacional ser concentrado em poucas instituições financeiras, em especial, a Caixa Econômica, detentora de aproximadamente 75% deste mercado, ou mesmo o simples fato de o governo precisar elevar a taxa Selic¹² para ajudar a conter a inflação, o que encareceria o crédito. (FITCH, 2012).

Para os analistas da *Credit Suisse*¹³, as preocupações com algumas questões típicas do mercado imobiliário, não estão diretamente ligadas ao risco de uma bolha no setor, apesar da recente explosão da procura de investidores por fundos imobiliários. Segundo a instituição, a indústria que esse tipo de aplicação movimenta está apenas aquecendo e ainda encontra espaço para crescer no cenário econômico brasileiro. Para Diego Fonseca da área de Produtos Imobiliários e Operações Estruturais do Private Banking do *Credit Suisse Hedging-Griffo* (CSHG), se houvesse uma situação de bolha no mercado, ela estaria ligada, provavelmente, a imóveis residenciais, que dificilmente entram na carteira de ativos dos fundos imobiliários. Segundo Fonseca, atualmente, do total de recursos do segmento *private*¹⁴ no Brasil, menos de 2%, ou o equivalente a cerca de R\$ 7 milhões, estão em fundos de investimentos, nas economias desenvolvidas esse percentual chega a 8%, como é o caso da alemã. (TAVARES, 2013).

5.2. POLÍTICAS DE INCENTIVOS NO BRASIL:

5.2.1. Planos e Metas Governamentais Direcionados ao Setor Imobiliário:

Um dos principais incentivos governamentais direcionado ao setor habitacional foi a criação do Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), lançado em abril de 2009, pelo Governo Federal em parceria com estados, municípios, empresas e entidades sem fins lucrativos. O Programa tem como finalidade criar mecanismos de incentivo à produção e compra de novas unidades habitacionais pelas famílias que residam em qualquer município brasileiro. A meta do programa, que se encontra atualmente em sua segunda fase (2011-2014), é construir dois milhões de unidades habitacionais, das quais 60% voltadas para famílias de baixa renda. Em 2010, após um ano de atividade, o MCMV atingiu a meta inicial de um milhão de contratações. (CAIXA, 2013).

Outro incentivo, este em âmbito Estadual, foi o CHEQUE MORADIA, criado pelo Decreto Estadual n.º 432 de 23 de Setembro de 2003. Em 2009 o programa teve seu nome alterado para Credicasa pelo Decreto Estadual n.º 1.948 e em 2011 voltou a ser denominado Cheque Moradia por meio do Decreto Estadual n.º 169. O programa que é de caráter eminentemente social foi criado para possibilitar às famílias, com renda de até três salários mínimos, construir, ampliar e/ou reformar suas casas, ficando a contratação e pagamento da mão-de-obra sob a responsabilidade do beneficiário. Coube à COHAB-PA¹⁵ a coordenação geral, supervisão e acompanhamento dos trabalhos realizados por cada Órgão Conveniado; à SEFA¹⁶, a concessão e autorização do crédito outorgado do ICMS¹⁷; à PRODEPA¹⁸ a implantação e acompanhamento do sistema de informatização e aos beneficiários a responsabilidade pela mão-de-obra. (GOVERNO DO ESTADO DO PARÁ, 2013).

Um terceiro incentivo são as obras do PAC HABITÃO¹⁹ que estão sob a responsabilidade COHAB, na Região Metropolitana de Belém e Castanhal. O Programa inclui a construção de moradias e implantação de infraestrutura nas áreas de execução, como sistema de abastecimento de água, tratamento de esgoto sanitário, energia elétrica, iluminação pública, ruas pavimentadas e áreas para a prática de esportes e lazer. (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2013).

Outro item de destaque, também na gestão municipal, foi a instituição do PROGRAMA VIVER BELÉM – MCMV pela lei ordinária n.º 9014, de 14 de junho de 2013, com o objetivo de viabilizar, no município de Belém, a construção de um amplo e diversificado número de habitações populares inseridas no programa MCMV do governo federal. Este programa consiste numa parceria

¹² Taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódias – Selic, para títulos federais.

¹³ Instituição Suíça de Investimento e *Privet Bank*

¹⁴ Cliente com alto volume de investimento.

¹⁵ Companhia de Habitação de Belém

¹⁶ Secretaria Estadual da Fazenda

¹⁷ Imposto sobre circulação e movimentação de serviços

¹⁸ Departamento de processamento de dados do Pará

¹⁹ Programa Federal de Aceleração do Crescimento

público-privados, sendo o município representado pela Secretaria Municipal de Habitação – SEHAB e também com a participação de empreendedores, cooperativas habitacionais, associações e entidades da sociedade civil sem fins lucrativos, habilitadas junto ao Ministério das Cidades, visando a viabilização de habitações populares no âmbito municipal, mediante a destinação de áreas públicas e de incentivos urbanísticos e fiscais na forma definida na Lei supracitada. (PREFEITURA MUNICIPAL DE BELÉM, 2013).

5.3 ANÁLISES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL:

Para a maioria das fontes especializadas do mercado imobiliário as incorporadoras da construção civil que possuem papéis (IPOS) negociados na Bmf&Bovespa estariam atravessando o ano de 2013 atrás da rentabilidade perdida, roteiro este anunciado por boa parte dos empreendedores da construção civil e intermediários, que registraram prejuízo ou queda do lucro em seus balanços desde 2011 e confirmada na apresentação da temporada de 2012, encerrada no início de abril de 2013, mostrando que os prejuízos, em vez de diminuir, cresceram progressivamente. Fato este notado, claramente, nos *Release*²⁰ de resultados divulgados anualmente pelas citadas empresas.

Em maio de 2013, a agência de classificação de risco *Moody's Investors Service*, publicou um relatório com as principais empresas em situação mais delicada em relação a capacidade de honrar suas dívidas no Brasil nos próximos anos, entre elas, cinco são do mercado imobiliário com atuação na região norte. Segundo a vice-presidente da *Moody's* e co-autora do relatório, Cristiane Spercel, a maioria das empresas listadas administrou a falta de liquidez reduzindo os dividendos e postergando investimentos ou outras necessidades de caixa com objetivo de amortizar as dívidas de curto prazo e evitar a dependência de fontes externas de financiamento. Entretanto, o relatório é substancial em constatar a existência de tais empresas estarem em situação de risco financeiro. (LOUZAS, 2013 *apud* Moody's, 2013).

5.3.1 Análise Econômico-Financeira das Principais Empresas de Construção Civil Com Emissão de Ações (IPOS) na Bmf&Bovespa e Atuantes na Região Metropolitana de Belém:

5.3.2. Modelo de Análise das Demonstrações Financeiras das Empresas da Construção Civil.

Para Assaf Neto (2002), os principais indicadores de desempenho na construção civil são:

- Indicadores Econômicos: têm como objetivo a análise da empresa sob o ponto de vista de rentabilidade e oferecem importantes entendimentos sobre o desempenho da empresa nos exercícios sociais considerados. São eles: Margem Bruta, Margem Líquida e Retorno sobre o Patrimônio Líquido;
- Indicadores Financeiros: têm como foco a situação de caixa e liquidez da empresa, bem como a capacidade de geração e manutenção de sua posição de equilíbrio financeiro. São eles: Liquidez Corrente, Seca, Imediata e Geral, Ebtida, Capital Circulante Líquido e Cobertura de Juros;
- Indicadores de Capacidade Financeira: demonstram a capacidade de liquidação dos compromissos financeiros com terceiros, especialmente financiamentos. São eles: Idade Média dos Passivos Onerosos, Capacidade de Amortização dos Passivos e Folga de capacidade de Amortização dos Passivos;
- Indicadores de Desempenho: avalia quanto a empresa pode se comprometer com novos empreendimentos. São eles: Comprometimento do Patrimônio Líquido em número Índice, Comprometimento do Patrimônio Líquido em Valor e Comprometimento do Patrimônio Líquido e Valor (contemplando a folga financeira de curto prazo).

Atualmente, as empresas estão utilizando uma variação do Ebitda²¹ - o Ebitda Ajustado criado depois da instrução CVM 527²², de 04 de outubro de 2012. O Ebitda não é uma medida de

²⁰ Balanço contábil de resultado financeiro.

²¹ É o resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões, segundo as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil.

²² Estabelece em seu ART 2º que o cálculo do LAJIDA (Ebitda) e do LAJIR (Ebit) deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis.

desempenho financeiro, tampouco deve ser considerado isoladamente, ou como uma alternativa ao lucro líquido, como medida de desempenho operacional, ou alternativa aos fluxos de caixa operacionais, ou como medida de liquidez. Já o Ebitda Ajustado se refere ao ajuste de despesas associadas com planos de opções de ações, pois essa é uma despesa escritural/sem desembolso de caixa, despesas com minoritários e despesas com juros capitalizados, por se tratar de despesa de natureza operacional. (INFOMONEY, 2012).

Segundo MARION (1997) e MATARAZZO (1995), além dos índices citados, podemos também relacionar para melhor estudo financeiro empresarial, os índices de Estrutura de Capital, assim listados:

- Participação de Capital de Terceiros: relaciona os dois grandes blocos econômicos componentes das fontes de recursos que a empresa possui, sejam eles: capital de terceiros e capital próprio. Identifica quanto a empresa tomou emprestado de capital de terceiro para cada R\$100 de capital próprio investido. Fórmula: Capital de Terceiros/Patrimônio Líquido;
- Composição do Endividamento: têm por finalidade identificar o percentual das obrigações totais da firma correspondente a dívidas a curto prazo. Fórmula: Passivo Circulante/ Capital de Terceiro;
- Imobilizado do Patrimônio Líquido: revela qual a porcentagem dos recursos próprios que está imobilizado ou que não está em giro, ou seja, quanto a empresa aplicou no ativo permanente para cada R\$100 do Patrimônio Líquido. Fórmula: Ativo circulante/Patrimônio Líquido;
- Imobilizado dos Recursos Não-Corrente: identifica quanto de recursos não corrente a empresa aplicou no Ativo Permanente. Fórmula: Ativo Permanente/Patrimônio Líquido;

De todos os indicadores já listados, este item do trabalho contempla os seguintes: Índices de estrutura de Capital (Participação de Capital de Terceiros, Composição do Endividamento e Imobilizado do Patrimônio Líquido); Indicadores Financeiros ou de Liquidez (Liquidez Corrente e Seca); e Indicadores Econômicos ou de Rentabilidade (Margem Líquida, Margem Ebitda e Retorno sobre Patrimônio Líquido). Foram escolhidos os três últimos anos de 2010, 2011 e 2012 para maior análise do período situacional pelo qual passam as empresas em questão.

Torna-se relevante ressaltar que os resultados obtidos, após os cálculos dos valores coletados das Demonstrações Financeiras apresentadas no site da Ibovespa e postadas nas fórmulas dos índices acima listados, nem sempre confirmaram os dados divulgados nos *Releases* das empresas²³. Os resultados, aqui expostos, tiveram variações percentuais para mais (+), e em muitos casos, para menos (-) dos apresentados nos *Releases* das companhias.

5.3.3 Cyrela Brazil Realty S.A – Cyre3:

Atividade Principal: Incorporação Imobiliária

Classificação Setorial: Construção e transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil

Tabela 1 – Índices econômicos da CYRELA

Índices de Estrutura de Capital			
Períodos	2012	2011	2010
Participação de Capital de Terceiros (CT/PL)	157,21%	177,17%	156,43%
Composição do Endividamento (PC/CT)	51,85%	50,26%	53,28%
Imobilização do Patrimônio Líquido (AP/PL)	3,38%	4,15%	3,74%
Índices de Liquidez			
Liquidez Corrente (AC/PC)	2,27%	2,00%	2,08%
Liquidez Seca (AC-E/PC)	1,57%	1,31%	1,30%

²³ Informações trimestrais e demonstrações financeiras anuais completas divulgadas nos sites das empresas.

Índices de Rentabilidade			
Margem Líquida (LL/V)	13,34%	9,66%	14,00%
Margem Ebitda (Ebitda/V)	16,45%	13,76%	16,05%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (LL/PL)	14,44%	12,03%	14,65%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dos balanços divulgados pela empresa em suas DFs/Consolidadas do período selecionado, resultaram os quocientes dos índices discriminados da Tabela 1, da qual foi possível extrair as seguintes análises: inicialmente, nota-se que a formação da estrutura de capital foi constituída nesses três anos pelo elevado índice de participação de capital de terceiros, ficando na casa dos 160 % em média, com pouca variação no período analisado, significando que para cada R\$ 100,00 de capital próprio a empresa tomou a variação de R\$ 160,00 de capital de terceiros, isto conduz dizer financeiramente, que a estratégia gerencial da empresa partiu do princípio de captação ou dependência maior de terceiros do que dela mesma e, portanto, sua flexibilidade de atuação poderá estar diminuída em função de ver-se condicionada a terceiros, e conseqüentemente, proporcionando uma considerável alavancagem financeira.

Os dados ainda mostram que a Composição do Endividamento mantém-se no patamar de 50 a 53% nos respectivos anos. Esse índice revela qual a proporção existente entre as obrigações de curto prazo e as obrigações totais, isto é, quanto a empresa terá de pagar a curto prazo para cada real do total das obrigações existentes. Diante destes índices, nota-se que, de todas as obrigações que a empresa possui junto a terceiros, em média 51,85% como em 2012 são de curto prazo e os 48,25% restantes são de longo prazo. É possível notar que a empresa se manteve no limite máximo aceitável, tendo que a cada R\$1,00 de dívida cerca de R\$51,85 está relacionado a endividamento de curto prazo.

Segundo os dados do *Release* de Resultados do 4T/2012²⁴ divulgado pela empresa, a dívida bruta com juros a pagar teve uma redução de 2,9%, o saldo de financiamento em moeda nacional oriundos do SFH²⁵ que representava 45,9% do total da dívida (sem juros a pagar) registrou uma redução de 14,3% naquele trimestre. Já o saldo da dívida de empréstimos em moeda estrangeira, sujeito implicitamente à variação de juros de 4,31% ao ano possui vencimento *bullet*²⁶ em junho de 2015. Com esses parâmetros, a alavancagem, segundo a empresa, medida através da Dívida Líquida / Patrimônio Líquido, foi reduzida de 49,5% no 3T para 44,8%, uma redução de 4,7 p. p. (pontos percentuais), ratificando a solidez financeira da companhia. (CYRELA, 2012).

O índice de Imobilizado do Patrimônio Líquido também apresentou pouca variação, ficando em torno de 3,00 a 4,00 %, representado que, para cada R\$100,00 de patrimônio líquido mais exigível a longo prazo, cerca de R\$3,00 a R\$4,00 foram investidos em ativos permanente, o que quer dizer que em média R\$97,50 foram investidos no ativo circulante. Os analistas recomendam que este índice não seja superior a 100%, isto porque a empresa deve possuir capital circulante líquido positivo, capital de giro para saldar suas dívidas a curto prazo. Fato, portanto, positivo neste período analisado.

No entanto, segundo os Índices de Liquidez apresentados na Tabela 1, a empresa consegue cumprir com seus compromissos financeiros, a Liquidez Corrente no ano de 2010, 2011 e 2012 manteve-se acima de 2,00% indicando que para cada R\$1,00 de dívida total a empresa teve em média R\$2,00 de investimento realizáveis a curto prazo, ou seja, conseguiu ainda dispor de um excedente ou margem de R\$1,00 ou 1%. Isso ocorre em razão do passivo circulante ser menor do que o ativo circulante, sendo positivo para a empresa. Seguindo o mesmo raciocínio, na Liquidez Seca a margem excedente foi em média acima de 0,30%, isto é, a empresa apresenta capacidade de honrar seus compromissos no curto prazo, pois a cada R\$1,00 de dívida, a empresa teve folga de R\$0,30 para saldá-la.

Os índices de rentabilidade apresentados nos últimos anos analisados foram positivos para a empresa, denotando boa perspectiva na gestão financeira. A margem líquida apresentou índice em torno de 9 a 14%, significando que a cada R\$100,00 vendidos a empresa obteve lucro acima de R\$ 9,00 ou retorno de 9 a 14%. O mesmo raciocínio pode ser adotado com relação a Rentabilidade do Patrimônio Líquido, onde o retorno se manteve acima de 12% com pouca variação nos três anos analisados.

²⁴ Quarto trimestre de 2012.

²⁵ Sistema Financeiro de Habitação

²⁶ Já estipulado formalmente.

A margem Ebitda apresentada em 2012 voltou ao mesmo patamar percentual apresentado em 2010, depois de uma relativa queda em 2011 de 3,0 p. p. mostrando aos investidores que a empresa conseguiu nesse período manter uma eficiência, apesar de não ter aumentado exponencialmente sua produtividade, o que resultou numa reclassificação de risco operacional ao final do ano de 2012, quando a *Fitch Rating*²⁷ revisou a perspectiva de negativa para estável frente a significativa melhora da geração de fluxo de caixa livre da empresa, a gradual recuperação das margens operacionais e a redução em sua alavancagem financeira. (FITCH, 2012).

Já a agência *Standard & Poor's* (S&P) elevou, em agosto de 2013, a perspectiva do *rating* em escala nacional da empresa de “estável” para “positiva”, ficando inalterado a nota em brAA-, reafirmando em escala global o *rating* em BB- na perspectiva “estável”. A classificação se baseia na posição competitiva favorável da empresa e em sua lucratividade forte, especialmente, em comparação com os seus concorrentes. (S&P, 2013).

5.3.4 Gafisa - Gfsa3 On:

Atividade Principal: Não Especificado

Classificação Setorial: Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil

Tabela 2 – Índices econômicos da Gafisa

Índices de Estrutura de Capital			
Períodos	2012	2011	2010
Participação de Capital de Terceiros (CT/PL)	236,91%	246,06%	148,90%
Composição do Endividamento (PC/CT)	45,14%	71,25%	37,07%
Imobilização do Patrimônio Líquido (AP/PL)	1,74%	1,92%	1,90%
Índices de Liquidez			
Liquidez Corrente (AC/PC)	2,51%	1,52%	3,40%
Liquidez Seca (AC-E/PC)	1,76%	1,09%	2,55%
Índices de Rentabilidade			
Margem Líquida (LL/V)	-1,93%	-30,78%	8,48%
Margem Ebitda (Ebitda/V)	11,25	-10,17%	13,88%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (LL/PL)	-2,84	-32,95%	7,94%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pelos quocientes dos índices econômicos gerados na Tabela 2 baseados nas DFs da empresa no período em questão, pode-se observar o elevado índice de participação de capital de terceiros em 2011 de 246,06% superior em 60,51% em comparação a 2010, e mantendo-se no mesmo patamar em 2012, mostrando, também, sua forte capitalização financeira externa nos dois últimos anos e, conseqüentemente, proporcionando uma considerável alavancagem financeira.

A Composição do Endividamento até 2010 se manteve em percentual aceitável. Em 2011, o percentual aumentou em 34,18%, significando que para cada R\$ 1,00 de dívida, 71,25% referia-se a dívida de curto prazo, o que foi contornado em 2012 com o quociente de 45,14%.

²⁷ Agência de classificação de risco de crédito.

Segundo o *Release* de Resultado do 4T/2012 divulgado no site da empresa, o endividamento total da companhia se manteve estável em R\$4,24 bilhões, comparados aos R\$4,23 bilhões no final de 2011, enquanto o endividamento líquido caiu para R\$ 2,56 bilhões em 31 de dezembro de 2012, comparados aos R\$ 3,25 bilhões no ano anterior. O nível de alavancagem, calculado pela relação dívida líquida/patrimônio, caiu para 0,95x em 31 de dezembro de 2012, comparados aos 1,06x em 30 de setembro de 2012 e 1,18x em 31 de dezembro de 2011. (GAFISA, 2012).

O índice de Imobilizado do Patrimônio Líquido também apresentou pouca variação no período, ficando em torno de 1,70 a 1,90 %, representado que para cada R\$100,00 de patrimônio líquido mais exigível a longo prazo cerca de R\$1,70 a R\$1,90 foram investidos em ativos permanentes, o que quer dizer que, em média, R\$98,10 a R\$98,30 foram investidos no ativo circulante.

Já os Índices de Liquidez apresentados pela empresa, em especial, o índice de Liquidez Corrente, demonstrou considerável queda em 2011, tendo que a cada R\$1,00 de dívida, a empresa teve folga de R\$0,56 para saldá-la, assim como a Liquidez Seca do ano, que obteve apenas 0,09% de margem para saldar as dívidas de curto prazo.

Os Índices de Rentabilidade apresentados nos dois últimos anos analisados não foram positivos para a empresa, em especial, no ano de 2011, com quociente da margem líquida resultando em -30,78%, significando que a cada R\$100,00 vendidos a empresa obteve um prejuízo de R\$30,00 e em 2012 uma singela recuperação, mais ainda sem rentabilidade positiva com índice de -1,93%, muito aquém dos 8,48% de 2010.

A mesma trajetória pode ser observada com relação à Rentabilidade do Patrimônio Líquido, onde a companhia caiu dos 7,94% em 2010 para -32,95% em 2011, ou seja, a cada R\$100,00 de capital próprio investido, não se obteve retorno e dificuldade em seu fluxo de caixa e liquidez para sanar sua dívidas a curto prazo. Em números a Gafisa registou nesse período prejuízo líquido em torno de R\$124,504 milhões no acumulado de 2012, redução de 87% ante os R\$994,86 milhões negativos de 2011.

A margem Ebitda apresentada no período não foi diferente das oscilações apresentadas acima, confirmando a forte dificuldade pela qual passou a empresa em todo o ano de 2011 e metade de 2012 quando voltou a um patamar próximo ao percentual apresentado em 2010, depois de uma queda em mais de 24 p. p. Em números o Ebitda da companhia no quarto trimestre de 2012 ficou negativo em R\$20,111 milhões, número 96% abaixo dos R\$ 555,173 milhões negativos do mesmo período do ano anterior.

Em todo o ano de 2012, o Ebitda foi de R\$ 211,248 milhões positivos, ante R\$ 559,175 milhões negativos em 2011. Segundo a diretoria da empresa, os resultados financeiros do ano de 2012 refletiram as ações corretivas necessárias, incluindo a desaceleração do negócio Tenda, os distratos com potenciais clientes que não mais se qualificavam para financiamento imobiliário, a implementação de política de crédito mais restritiva e foco geográfico limitado. (GAFISA, 2013).

Apesar dos prejuízos, da queda de seu valor de mercado acionário e da avaliação instável ou mesmo negativa das agências de risco em 2012 como foi o caso da *Moody's* que deu rating ba3 e as *Standard & Poor's* e *Fitch Ratings* que deram rating BBBbr, respectivamente, a GAFISA dificilmente terá algum risco eminente de falência, segundo as mesmas agências, evidenciando seu imponente caixa da ordem de R\$ 900 milhões de reais em março de 2012, o qual, mesmo retraindo-se de R\$ 1,2 bilhão ao final de 2010, ainda é grande o suficiente para uma empresa que apresentou um consumo de caixa de R\$ 200,2 milhões de reais em 2010. Além disso, a empresa tem um estoque de terrenos que potencializam lançamentos de cerca de R\$ 21,8 bilhões de reais. Em 2012 a empresa lançou R\$ 400 milhões, e a expectativa de geração de caixa para 2013 fica entre R\$ 500 e R\$ 700 milhões. (MOODY'S, FITCH, S&P, 2012).

Em novembro de 2013, o Conselho de Administração da incorporadora aprovou a abertura de crédito imobiliário de 300 milhões de reais junto ao Banco do Brasil, segundo ata de reunião a abertura do crédito ocorre no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) e terá vencimento no fim de 2017. O contrato que será feito irá substituir crédito em favor do Banco do Brasil, no valor de 217 milhões de reais.

5.3.5 PDG Realt- Pdgr3 On:

Atividade Principal: Participação em Sociedades Atuantes no Setor Imobiliário

Classificação Setorial: Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil

Tabela 3 – Índices econômicos da PDG

Índices de Estrutura de Capital			
Períodos	2012	2011	2010
Participação de Capital de Terceiros (CT/PL)	218,76%	168,03%	157,95%
Composição do Endividamento (PC/CT)	40,51%	46,44%	48,68%
Imobilização do Patrimônio Líquido (AP/PL)	6,06%	6,50%	4,39%
Índices de Liquidez			
Liquidez Corrente (AC/PC)	2,33%	2,52%	2,51%
Liquidez Seca (AC-E/PC)	1,88%	1,78%	1,79%
Índices de Rentabilidade			
Margem Líquida (LL/V)	-49,85%	10,24%	15,31%
Margem Ebitda (Ebitda/V)	-30,80%	14,49%	17,03%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (LL/PL)	-43,17%	10,94%	13,43%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Baseando-se nos dados na Tabela 3 acima, nota-se, inicialmente, que a formação da estrutura de capital foi constituída nesses últimos três anos pelo crescimento progressivo do índice de participação de capital de terceiros, partindo dos 157,95% em 2010 aos 218,76% em 2012, com relativa variação no período, significando uma diminuição de capital próprio em relação ao aumento de capital de terceiros, diminuindo sua flexibilidade de atuação em função do condicionamento cada vez maior de sua alavancagem financeira.

Os dados da Composição do Endividamento mostram uma diminuição do endividamento a curto prazo em favor de um exigível a longo prazo nos respectivos anos, baseando-se no conceito de quanto menor for este índice, mais conveniente para a empresa que suas dívidas sejam a longo prazo, dando a empresa mais tempo para gerar recursos para saldá-las.

Em agosto de 2013, a PDG teve seu rating de crédito rebaixado pela *Standard & Poor's* (S&P) e pela *Moody's*. Os analistas da S&P duvidam da capacidade da empresa em reverter o quadro de fluxo de caixa negativo no quadrimestre de 2013, mesmo após ajustes significativos em sua estratégia de atuação. As notas caíram de BB- para B na escala global e de brA- para brBB+ na escala nacional. Segundo a S&P, os rebaixamentos na classificação de risco de crédito refletem uma avaliação do perfil de negócios da PDG como “regular”, e do perfil de risco financeiro como “altamente alavancado”. (S & P, MOODY'S, 2013)

Já agência *Moody's* classificou a construtora em abril de 2013, com o rating Ba3 com perspectiva negativa, e em agosto rebaixou o rating corporativo da construtora para "B1" na escala global e para "Baa3" na escala nacional, também com um nível alto de risco de disponibilidade de caixa para honrar os pagamentos em 12 a 24 meses. A decisão reflete a contínua deterioração dos níveis de alavancagem da empresa nos últimos seis meses e a expectativa de que as métricas de crédito permanecerão pressionadas no restante do ano. (MOODY'S, 2013).

O Índice de Liquidez Corrente da PDG no período apresentou relativa queda em 2010 a 2012, mantendo-se acima de 2,33% significando que a cada R\$1,00 de dívida, a empresa teve folga de R\$1,33 para saldá-la, assim como a Liquidez Seca do período, que se manteve acima dos 1,78%, ou seja, a cada R\$1,00 de dívida a empresa teve R\$0,78 de margem para saldá-la a curto prazo.

Já os Índices de Rentabilidade apresentados, não dão boas perspectivas para empresa, pois se observa claramente nos três índices que durante os três anos analisados, houve uma brusca queda progressiva, em especial, no ano de 2011, com quociente da margem líquida resultando em -49,85%, significando que a cada R\$100,00 vendidos a empresa contou com um prejuízo de R\$49,85, muito aquém dos 15,31% de 2010.

A mesma trajetória pode ser observada com relação à Rentabilidade do Patrimônio Líquido, onde a companhia caiu dos 13,43% em 2010 para -43,17% em 2011, e Margem Ebitda com quocientes quase idênticos, ou seja, não se obteve retorno e sim dificuldade em fluxo de caixa e liquidez para sanar suas dívidas a curto prazo.

Em números, a construtora anunciou no primeiro trimestre de 2013, prejuízo líquido de R\$ 73,8 milhões, revertendo resultado positivo de R\$ 32,5 milhões obtidos no mesmo período de 2012. Segundo o balanço do trimestre, o prejuízo ficou acima do esperado pelos analistas, as expectativas apontavam para perdas de R\$ 22,5 milhões. Apesar disso, o resultado mostrou melhora na comparação com o prejuízo de R\$ 1,79 bilhão sofrido no quarto trimestre de 2012. (PDG, 2013).

O novo plano de negócios apresentado pela empresa no final de março 2013, para os próximos anos, colocou a rentabilidade como foco principal. A expectativa é que a companhia ainda passe dois anos de transição antes de retomar um nível de lançamentos considerado saudável, apoiada em uma estrutura mais enxuta.

5.3.6 ROSSI Resid- RSID3 On:

Atividade Principal: O Objeto Social é a Compra e Venda de Imóveis. Desmembramento e Loteamento de Terrenos. Incorporação Imobiliária e Construção de Imóveis Destinados à venda.

Classificação Setorial: Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil.

Tabela 4 – Índices econômicos da ROSSI.

Índices de Estrutura de Capital			
Períodos	2012	2011	2010
Participação de Capital de Terceiros (CT/PL)	258,20%	259,47%	157,77%
Composição do Endividamento (PC/CT)	50,14%	44,75%	49,38%
Imobilização do Patrimônio Líquido (AP/PL)	2,89%	4,44%	2,62%
Índices de Liquidez			
Liquidez Corrente (AC/PC)	2,16%	2,39%	2,41%
Liquidez Seca (AC-E/PC)	1,64%	1,69%	1,73%
Índices de Rentabilidade			
Margem Líquida (LL/V)	-7,58%	2,78%	8,00%
Margem Ebitda (Ebitda/V)	3,49%	6,62%	9,73%
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (LL/PL)	-8,95%	3,96%	9,48%

Fonte: Elaborado pelo autor

Dos índices econômicos de Estrutura de Capital apresentados pela empresa no período, pode-se observar também um elevado índice de participação de capital de terceiros no último ano de 258,20%, um aumento de 100,43% em relação a 2010, mostrando, também, sua gradual capitalização financeira externa, dilatando progressivamente seu Exigível a Curto e Longo Prazo e, conseqüentemente, sua alavancagem financeira.

A Composição do Endividamento, de acordo com os percentuais apresentados se manteve na casa dos 59,00% em média nos anos de 2010 e 2012, com relativo aumento do endividamento a curto prazo em 2011, sendo que a cada R\$1,00 de dívida, 44,75 se referia a compromissos a curto prazo e 55,25% a longo prazo. Já o Índice de Liquidez Corrente apresentado, demonstrou que a empresa detinha capacidade com folga de honrar seus compromissos a curto prazo, tendo que a cada R\$1,00 de dívida, a empresa teve uma folga superior de R\$1,16 para saldá-la, porcentagem esta encontrada em 2012, notando-se, contudo, uma diminuição deste percentual, posto que a folga em 2010 era de 1,41%.

Entretanto, o ano de 2012 trouxe mudanças para empresa frente sua postura de mercado. Em abril de 2013, a Agência *Moody's* classificou com rating Ba2 com perspectiva negativa, de acordo com os analistas da agência o caixa disponível da empresa nos próximos 24 meses só é suficiente para cobrir 37% das dívidas a vencer no mesmo período e 60% em 12 meses. A geração de fluxo de caixa livre em 2012 foi negativa em 759 milhões de reais. Segundo a agência, "O fraco perfil de liquidez da Rossi reflete a alta alavancagem e a baixa geração de caixa. O risco de refinanciamento é amplamente mitigado pela disponibilidade de empréstimos por meio do SFH e o apoio constante dos acionistas que aumentaram o capital em 500 milhões de reais durante o quarto trimestre de 2012". (MOODY'S, 2013).

No início de outubro de 2013, a agência *Fitch* rebaixou o *rating* nacional de longo prazo da incorporadora de A(bra) para BBB+(bra) e a perspectiva caiu de estável para negativa. Segundo a *Fitch*, o rebaixamento da nota reflete o enfraquecimento dos indicadores de crédito da Rossi e as pressões de refinanciamento da dívida corporativa a curto prazo. A companhia possui R\$ 2,1 bilhões de dívida com vencimento até dezembro de 2014, dos quais cerca de R\$ 1,2 bilhão se referem à dívida corporativa, cujas taxas são mais elevadas do que nos empréstimos para financiamento à produção. Para a agência, o fluxo de caixa das operações só deve se tornar positivo somente em 2014, devido aos atrasos nas obras, causando um volume maior de cancelamentos de vendas e o lento processo de repasse de recebíveis da Rossi aos bancos. (FITCH, 2013).

Os Índices de Rentabilidade apresentados, assim como a empresa anterior analisada, não dão boas perspectivas também para Rossi, ainda que com menor impacto, pois se observa claramente nos três índices observados, uma considerada queda progressiva. O índice de menor impacto encontra-se na margem Ebitda que sai de percentual de 9,73% em 2010 para 3,49% em 2012 (no relatório oficial da empresa esse índice é de 1,00%).

A mesma trajetória pode ser observada com relação à Rentabilidade do Patrimônio Líquido, onde a companhia caiu dos 9,48% em 2010 para -8,95% em 2012, e margem líquida com quocientes quase idênticos, ou seja, também não se obteve retorno e sim dificuldade em fluxo de caixa e liquidez para sanar sua dívidas a curto prazo.

Em maio de 2013, a companhia divulgou geração de caixa medida pelo Ebitda de R\$ 137,9 milhões no período, queda de 24% sobre o resultado obtido na comparação anual. A margem no período passou de 12,2% para 10,4%. A empresa apresentou no final de março do ano corrente um novo plano de negócios para os próximos anos, colocando a rentabilidade como foco principal. A expectativa é que a companhia atravesse ainda dois anos de transição antes de retomar um nível de lançamentos considerado saudável, apoiada em uma estrutura mais enxuta. (ROSSI, 2013).

A construtora divulgou no mês de outubro de 2013 o lucro líquido de 46 milhões, 10% a menos em comparação com o mesmo período de 2012, e ainda a estimativa para a relação entre dívida líquida e patrimônio de 105 e 115%, ante 85 a 95% anteriormente previstos. Segundo a empresa, a revisão na projeção resultou no deslocamento de 500 milhões de reais de geração de caixa para 2014 e que estavam previstos para o segundo semestre deste ano. O Ebitda teve queda de 21% no período, saltou de 85 milhões para 156 milhões de reais, em termos ajustados. (ROSSI, 2013).

5.4 ANÁLISES DA DEMANDA E OFERTA IMOBILIÁRIA EM BELÉM:

5.4.1. Lei da Oferta e da Demanda:

Conceitualmente esta lei estabelece a relação entre demanda de um produto, ou sua procura, e a quantidade que é oferecida, a oferta. É através dela que se pode descrever o comportamento preponderante dos consumidores na aquisição de bens e serviços em determinados períodos, em função de quantidades e preços. Pela lógica, quando um determinado produto ofertado excede a sua procura, seu preço tende a cair. Em contrapartida, quando sua procura supera a oferta em um determinado período, o preço tende a aumentar. A análise mais coerente nesta relação é a busca pela estabilidade do preço, o ponto de equilíbrio entre procura e oferta. (William 2007, p. 719).

Diante deste conceito inicial, podemos elaborar a primeira hipótese de questão a ser analisada: O valor do m² dos imóveis em Belém estaria no ponto de equilíbrio entre procura e oferta?

Segundo dados do Fipe ZAP, nos últimos meses houve sensível queda no preço do m² dos imóveis a venda nos principais bairros da capital como S. Brás e Umarizal. O valor médio do m² dos imóveis novos oscila entre 2.600 a 2.800 reais em bairros periféricos como Tapanã e Marambaia, e de 5.600 a 6.000 reais em bairros centrais como Batista Campos e Umarizal. Já para imóveis usados este valor varia de 3.000 a 3.500 reais nos bairros da Cremação e São Brás, e de 4.500 a 4.800 reais em bairros como Nazaré e Umarizal. (EXAME, 2013 *apud* FIPEZAP, 2013).

Todavia, em 2013 o INCC, calculado pelo IBGE em parceria com a Caixa Econômica, definiu o custo médio do m² (CUB/m²- Custos Unitários Básicos de Construção) no Estado do Pará em agosto, que foi de R\$ 800,20. Apesar da variação de 0,13% no preço do m², 6,19 pontos percentuais acima da taxa registrada no mês de julho, o valor sofreu variação negativa de -1,67% no período de 12 meses, encerrado em março de 2013, segundo a FIPE. Em 2013, o preço do m² já caiu 5,77% no Estado, essa é a segunda maior queda observada pelo IBGE entre todas as Unidades da Federação, nos primeiros oito meses do ano. (IBGE, 2013).

Entretanto, na lei da oferta e demanda deve-se entender que o preço não é o único estímulo para se encontrar esse equilíbrio, seja ele positivo ou negativo, para que um consumidor adquira um produto ou serviço. Existem outros elementos que devem ser considerado nesta equação, entre eles estão: os desejos e necessidades das pessoas; o poder de compra; a disponibilidades das pessoas – concorrência; existência de serviços ou produtos complementares ou substitutos e a capacidade das empresas de produzirem determinadas mercadorias com o nível tecnológico desejado.

Mas a lei da demanda, em regra, coloca o preço e a quantidade demandada num determinado mercado em posições inversamente relacionadas, ou seja, quando mais alto for o preço de um bem ou produto, menos pessoas estarão dispostas ou poderão comprá-lo, com todo o resto inalterado. Nesta relação de alta de preço, pode-se encontrar o efeito substituição, quando os consumidores seguem em busca de bens mais baratos em virtude de seu poder de compra menor, o que chamamos de efeito renda. Já pela lei da oferta, preconiza-se definir que os produtores maximizam o lucro, e para tanto produzem a quantidade de produtos ou serviços que lhes darão o maior lucro possível, constituindo uma relação direta entre preço e quantidade, com todo o resto inalterado. (WILLIAM, 2007).

A partir destes dois conceitos, foi levantada a segunda hipótese de questionamento, considerando ainda o objetivo específico descrito neste estudo:

Considerando que todo o resto esteja inalterado, a quantidade de UH's ofertados corresponde à demanda dos mesmos, ou ao déficit habitacional e renda da população de Belém?

É claro observar que a maior oferta de imóveis não estão direcionada a demanda do déficit habitacional não só de Belém, como qualquer outra cidade brasileira, tratando-se, apenas, de expansão comercial do mercado imobiliário. Na pesquisa realizada neste trabalho, constatou-se que mais de 40% dos imóveis lançados não foram direcionados a esta demanda, e sim a uma demanda específica de consumidor em busca de investimentos no setor.

Na NOTA TÉCNICA sobre a estimativa do déficit habitacional brasileiro (PNAD 2007-2012) realizada pelo IPEA²⁸ e finalizada já em novembro de 2013 houve redução sistemática do indicador do déficit habitacional, que passou de 5,59 milhões de domicílios em 2007 para 5,24 milhões de domicílios em 2012. Esta redução ocorreu ao mesmo tempo em que houve incremento do número total de domicílios.

²⁸ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Segundo os componentes do déficit, o único que apresentou elevação no período foi o ônus excessivo (ou excedente) com aluguel, que passou de 1,756 milhão de domicílios em 2007 para 2,293 milhões em 2012 (aumento aproximado de 30% em cinco anos). Ressalta-se, contudo, que o mercado de locação de imóveis urbanos pode ter sofrido da mesma alta que foi observada no mercado de compra e venda de imóveis, explicando, assim, que uma maior parcela de famílias tenha comprometimento superior a 30% de sua renda familiar.

Em Belém a evolução negativa no período estudado foi de -17,64% considerando o déficit absoluto em regiões metropolitanas cobertas pela PNAD²⁹. A capital paraense como as demais regiões metropolitanas apresentam uma dispersão do déficit no território, possivelmente decorrente de outras aglomerações existentes nos seus estados. Já a proporção de domicílios com déficit habitacional sobre o total de domicílios na capital foi de -30,25% de 2007 a 2012.

Os técnicos do IPEA ressaltam que a análise do déficit deve ainda considerar que o seu comportamento é dependente do extrato de renda domiciliar e das características inerentes a cada unidade da federação, muito em razão do nível de urbanização característico de cada estado. No que diz respeito ao primeiro aspecto, a redução do déficit habitacional não esteve focada no extrato de renda mais baixo (até três salários mínimos), prioritário para fins de atendimento da política pública: compunha 70% do déficit total em 2007, enquanto que em 2012 passou a representar cerca de 73%. (IPEA, 2013).

Mas, a contribuição de maior relevância para o presente trabalho sob o aspecto conceitual de oferta e demanda, onde o preço de um bem equilibra as quantidades produzidas e consumidas, e onde esses dois itens (preço e quantidade) são características habitualmente observadas de um bem produzido no mercado, e onde oferta, demanda e equilíbrio de mercado são construções teóricas que relacionam preço e quantidade. Nessa definição, pode-se analisar uma terceira questão: A curva da oferta e demanda de UH's pode explicar um possível desequilíbrio entre preço e quantidade e uma formação de bolha no mercado imobiliário em Belém?

É evidente que a delimitação precisa desta curva, necessitaria de dados precisos da oferta de imóveis novos e da demanda efetiva pelos mesmos, e não a demanda especulativa ocasionada por investidores de buscam ganhos futuros, além, é claro, de variações de índices econômicos específicos para o mercado imobiliário em nível micro e macroeconômico.

Entretanto, após o levantamento amostral da oferta habitacional em Belém de UH's novas das principais construtoras em atuação na capital, elaborou-se um esboço gráfico da curva da oferta e demanda efetivada por imóveis no período de 2010 a 2012.

Em resumo, a lei da oferta e demanda numa estrutura de mercado perfeito de concorrência monopolista, ou de oligopólio não cooperativo, teoricamente sugere que quem determina o preço são os consumidores finais. No caso do mercado imobiliário, apesar da influência governamental e a especulação empresarial terem forte participação, os exemplos citados reafirmam a teoria inicial, sendo o ponto de partida para a análise da oferta e demanda na cidade de Belém.

5.4.2. Conceitos de Déficit e Demanda Habitacional:

Para MarK (2007), as necessidades habitacionais podem ser estudadas pela ótica do déficit ou da demanda. Embora pareça simples semântica, a escolha de uma ou outra denominação remete a utilização de variáveis distintas que ocasionarão resultados diferentes. A definição mais comum de déficit habitacional é a que exprime a falta de moradias para as pessoas ou famílias que necessitam de habitação. Esta interpretação pode ser adotada em discussões superficiais do tema. Porém é insuficiente na formulação de parâmetros para subsidiar políticas habitacionais. Desse modo, é importante um aprofundamento conceitual que represente a configuração econômico-social e espacial da carência habitacional no Brasil.

O déficit habitacional, pelo conceito etimológico, na definição do Dicionário Aurélio, é a falta física da unidade habitacional (casa, apartamento, etc.) no estoque de habitações de mercado. A demanda habitacional é a necessidade, por parte de uma população, do bem habitação, considerando as características intrínsecas e extrínsecas do imóvel, além das características socioeconômicas da população. (AURÉLIO, 1986, p.528).

²⁹ Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios

Segundo Garcia e Castelo (2006) o déficit habitacional se refere às carências habitacionais de uma determinada sociedade não restritas à falta de moradias, inclui também as más condições das unidades habitacionais existentes. “O déficit habitacional é uma fotografia que mostra o excesso de população que necessita de habitações, ou seja, é o excedente entre a demanda e oferta de um bem de caráter social.” (CAIXA, 2012 *apud* GARCIA; CASTELO, 2006).

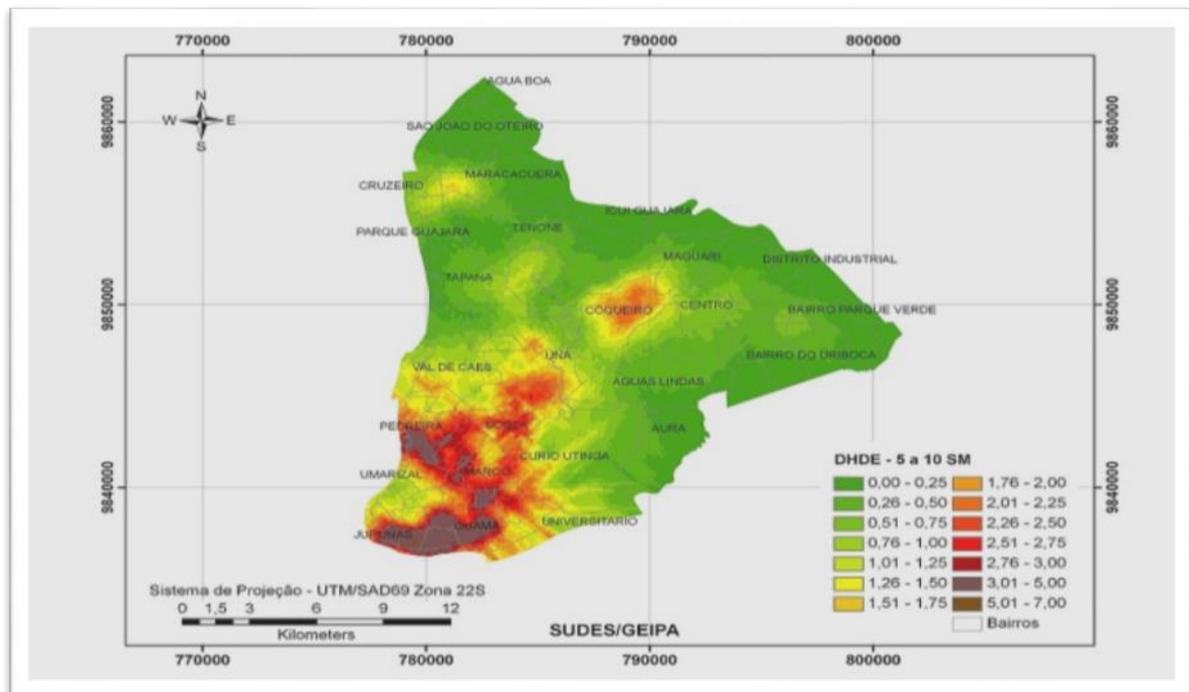
Neste trabalho tomou-se como conceito o mesmo definido no estudo sobre Demanda Habitacional no Brasil encomendado pela Caixa Econômica em 2012, onde a demanda habitacional representa a necessidade dos indivíduos residirem em local adequado, sob o aspecto demográfico das relações sociais e econômicas da população com o meio urbano. A demanda pode ser potencial, se no cálculo forem considerados os indivíduos caracterizados como demandantes, sem levar em conta sua capacidade econômica e financeira para aquisição do bem habitação, ou efetiva quando este aspecto é verificado.

5.4.3 Demanda Habitacional no Município de Belém:

Tomando como ponto de referência o citado estudo, identificou-se que a demanda habitacional em Belém apresenta as mesmas perspectivas deficitárias da maioria das metrópoles brasileiras, onde a demanda habitacional total da capital é relacionada ao perfil demográfico e socioeconômico da população, bem como a sua localização no sítio urbano. Sua distribuição territorial é definida pelas características da tipologia predominante de moradias (casas ou apartamentos), da configuração espacial da malha urbana e outras características topológicas.

Diante desta abordagem institucional, a capital apresenta pontos de concentração de DHDO (Demanda Habitacional Domiciliar) de até 5,00 dom/há³⁰ em diversos trechos da cidade, com exceção das áreas próximas ao centro.

Figura I - Demanda Demográfica – Faixa de Renda 5 a 10 SM - Belém/PA.



Fonte: Caixa Econômica.

Em síntese, a figura I acima ilustra uma das principais distribuições por faixa de renda da Demanda Habitacional Demográfica Efetiva (DHDE) no município de Belém, de 05 a 10 salários mínimos onde ocorre com maior intensidade na área sul da cidade, em todas as faixas de renda. Contudo, apresenta maior concentração na faixa de renda mais alta, com forte correlação com a distribuição espacial de DHDO, onde a carência habitacional é mais homogênea em quase toda a região metropolitana de Belém.

³⁰ Domicílio por habitante.

Segundo o vice-presidente da Organização Paraense de Mutuários em Defesa da Moradia (ORPAM), Colares Filho, o déficit habitacional do Pará está entre os dez maiores do Brasil. O Pará tem hoje um déficit habitacional maior do que estados bastante populosos do Sul, como é o caso do Rio Grande do Sul, afirma. Além disso, o Estado possui o quarto maior número de habitações precárias do Brasil, somando 101 mil no total, atrás do Maranhão com 306 mil, Bahia com 140 mil e Ceará com 110 mil. A quantidade de invasões cresce tão rapidamente, que nem a Companhia de Desenvolvimento e Administração da Área Metropolitana de Belém (CODEM) e tampouco a Companhia de Habitação do Estado do Pará (COHAB) conseguem acompanhar em números, segundo afirmam os próprios técnicos dos respectivos órgãos. (O LIBERAL, 2013 *apud* ORPAM, 2013).

5.4.4 Oferta Habitacional na Região Metropolitana de Belém:

Para a Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário do Pará (ADEMI-PA) a lei do Inquilinato nº 8245/91 veio dar ao mercado um impulso significativo para a classe média alta investir, aliado ao alto fluxo migratório de profissionais de outras regiões do Pará e do Brasil na capital paraense e sobre tudo ao crescimento da renda, gerando uma grande demanda por aluguel de imóveis.

Sob este prisma inicial, segundo a ADEMI-PA, cresceu a oferta nos últimos anos de imóveis tanto para venda como para aluguel na região central da capital paraense. Os bairros mais procurados e que detém maior valorização, sobretudo, por possuírem maior infraestrutura urbana (urbanização, lazer, transporte, escolas, comércio etc.), são os bairros de Nazaré, Batista Campos, Umarizal, Reduto, Marco, São Braz e Cremação. E são nesses bairros que se observam os lançamentos de alto padrão: foco de maiores investimentos pelas grandes incorporadoras regionais e nacionais elevando um considerável estoque de imóveis em oferta nestes bairros. (DIÁRIO DO PARÁ, 2013 *apud* ASCOM; ADEMI-PA, 2013).

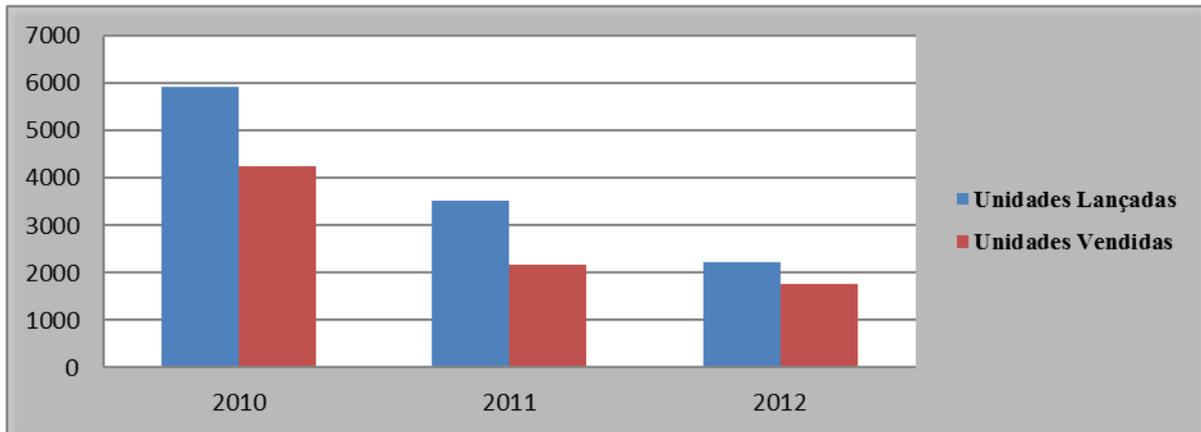
Com o intuito de dimensionar e melhor ilustrar esta oferta habitacional neste trabalho, foi elaborado e efetivado um levantamento nas unidades centrais de vendas das quatro empresas e/ou incorporadoras da construção civil atuantes na capital, analisadas anteriormente no item 4.3 deste artigo, perante os responsáveis pelo setor em Belém. Os dados coletados serviram como fontes de referências para uma análise amostral e ilustração gráfica do comportamento do setor no período, aliado as informações divulgadas nos relatórios anuais para os investidores nos sites oficiais das respectivas empresas.

No instrumento de pesquisa desenvolvido e utilizado para esse levantamento, deu-se prioridade a verificação do total de UH's ofertadas (Unidades lançadas) e o total de vendas efetivadas (Unidades brutas vendidas) por ano, observando-se que nas vendas efetivadas a cada trimestre (relatórios trimestrais), soma-se o estoque de UH's não vendidos dos trimestres passados.

Os Gráficos abaixo têm por objetivo configurar a nível amostral a oferta e venda de UH's e a evolução simultânea, apesar do curto período estudado, da cotação do preço do metro quadrado em relação aos mesmos lançamentos e vendas de unidades habitacionais no período.

O levantamento dos dados que formaram o Gráfico V abaixo configurou o comportamento do mercado imobiliário no período selecionado, sobretudo, ao se analisar os resultados divulgados pelas companhias em seus sites oficiais, posto que grande parte das informações pesquisadas deduziu-se dos referentes sites. Ressalta-se que as referências ao estado do Pará, limitam-se à capital e aos municípios limítrofes, como Marituba e Ananindeua, já que as empresas em questão não tiveram atuação nas demais cidades do estado.

Gráfico V – Oferta e Venda de UH's na Região Metropolitana de Belém por Amostragem.



Fonte: Elaborado pelo próprio autor.

Diante do exposto, a Rossi, que entrou no mercado imobiliário da capital paraense com lançamentos de unidades habitacionais somente em 2010, teve uma representação na região de 1% do total de seus lançamentos em todo o país, sendo o mesmo percentual de venda, ou seja, do total de 23.230 unidades lançadas e 17.805 vendidas. Os lançamentos somaram 4,7 bilhões e as vendas 3,9 bilhões de reais.

Em 2011, os lançamentos cresceram 27% e as vendas 13%, saltaram para 5,5 bilhões e 4,7 bilhões de reais, respectivamente, representados pelas 18.680 unidades advindas dos 87 empreendimentos lançados e 16.110 unidades vendidas. Em Belém, os lançamentos representaram 2% e as vendas 1% desses totais.

Já em 2012, esse total caiu para 6.899 unidades lançadas e 13.848 unidades vendidas à nível nacional, em Belém foram 68 unidades lançadas e 138 unidades vendidas (somando os estoques), causando o primeiro prejuízo contábil para a empresa. (ROSSI, 2013).

O total de lançamentos da Gafisa e seus associados em 2010 somaram 4,5 bilhões de reais e as vendas totalizaram 4,0 bilhões, 23% a mais que 2009 – um recorde para o conglomerado imobiliário. Foram 26.233 unidades habitacionais ofertadas e 24.962 unidades vendidas. Desses números, 2.406 unidades lançadas vieram da região metropolitana de Belém, sendo 1.525 unidades vendidas dentre os 16 empreendimentos localizados na capital e em Ananindeua.

Em 2011, houve uma redução na ordem de 62% de unidades lançadas, em comparação a 2010 à nível nacional. As vendas contratadas tiveram uma diminuição de 16% na comparação com o ano anterior, considerando que as vendas de estoque representaram 38% do total das vendas de 2011 e o restante, 62%, foram representadas por unidades de lançamento. Contudo, não houve lançamento e vendas na região metropolitana da capital paraense neste ano.

Já em 2012 a Gafisa entregou 139 projetos envolvendo 27.107 unidades novas, um aumento de 20% em relação a 2011, considerando o conglomerado total da empresa. Entretanto, as vendas caíram -27%, de 12.385 Unidades em 2011, para 9.850 Unidades em 2012. Em Belém, a oferta principal esteve a cargo dos empreendimentos Fit Icoaraci; Fit Mirante do Parque; Mirante do Lago I e II com o total de 1360 unidades habitacionais lançadas, porém, não havendo vendas desses lançamentos no período, refletindo um período de implantações corretivas e de foco na execução e entrega. (GAFISA, 2013).

Os lançamentos da Cyrela em 2010, à nível nacional, alcançaram a soma 7,6 bilhões de reais, um aumento de 34% em relação ao ano anterior, representado pelos 27.589 unidades dos 108 empreendimentos lançados, sendo que a região norte teve 5%, e, em especial, a região metropolitana de Belém representou 3% deste total, já que a empresa não tem atuação em outros municípios do estado. As vendas somaram 6,2 bilhões de reais, representadas pelas 23.549 unidades vendidas, sendo que 2% deste total foi representado pela região norte e 1% por Belém.

Já em 2011, os lançamentos valeram 7,9 bilhões de reais, correspondentes as 11.500 unidades habitacionais, das quais 9% foram da região norte, 5% em Belém. As vendas efetivadas somaram 6,5 bilhões de reais, representadas pelas 13.046 unidades vendidas, sendo 5% da região norte, 2,7% em Belém, ou seja, um aumento de 8,1% em relação a 2011.

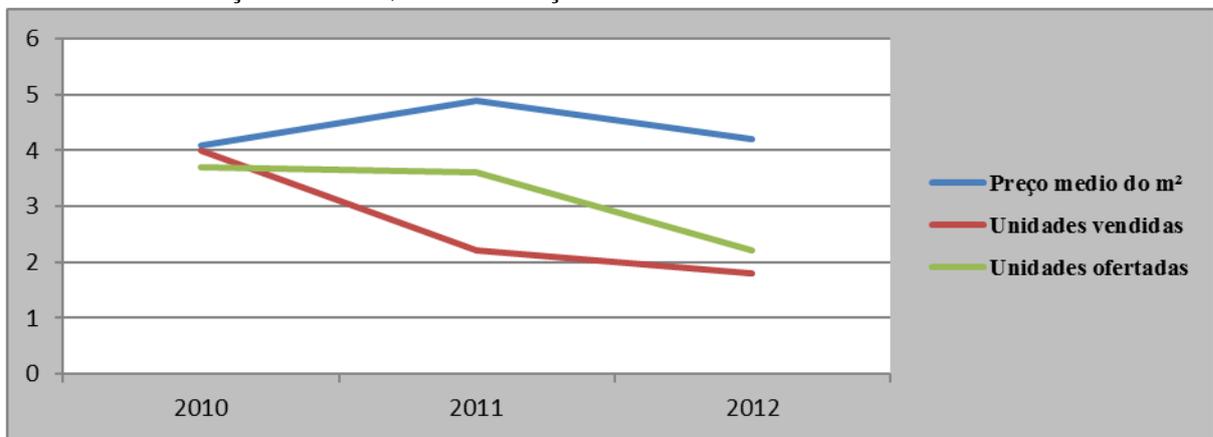
Entretanto, 48% das vendas de 2012 foram provenientes de lançamentos anteriores, isto é, um saldo de estoque na ordem de 6.626 unidades, a região norte representou 7,4%, a capital paraense representou 4% dessas vendas. Os lançamentos somaram 23.400 unidades, a região norte representou 4% e Belém 2,2% deste total. (CYRELA, 2013).

Para a PDG se faz necessário uma ressalva à parte, posto que os últimos resultados de 2012 fizeram com que a empresa optasse por consideráveis mudanças estratégicas, entre elas: a redução no número de regiões atuantes; concentração no foco segmentos econômico e médio e contratação de consultoria externa. Diante disso, destacamos o lançamento 7,005 bilhões de reais em 2010, 53% a mais que 2009, decorrente do total de 42.616 unidades referentes aos 214 empreendimentos lançados. As vendas somaram 6,5 bilhões de reais, representadas pelas 40.407 unidades vendidas, sendo 56% oriundas de estoque, deste montante o Pará, ou seja, a região metropolitana de Belém foi responsável por 5,7 das vendas e 5,8% dos lançamentos, considerando que a capital entrou somente neste ano no mapa da empresa.

Em 2011, os lançamentos totalizaram 9,01 bilhões de reais, correspondente às 35.468 unidades dos 160 empreendimentos lançados e vendas de 33.962 unidades, queda de -13% e -25%, respectivamente, em relação ao ano anterior. O Pará (Belém) representou 7,8 % dos lançamentos e 4,9% das vendas (2% de estoque). Neste ano a empresa direcionou 88% dos empreendimentos ao programa MCMV.

Entretanto, em 2012 vieram os contrapesos, os lançamentos somaram 1,7 bilhões de reais, firmando uma queda de -80%, no entanto, a PDG teve o maior percentual de distratos na ordem de 75%, gerando revenda e um ganho de 17% em seu VGV. Foram ofertados 6.205 unidades dos 36 empreendimentos lançados, as vendas alcançaram 13.735 unidades habitacionais, queda de -84% e -55%, respectivamente. O Pará (Belém) representou 4,4% nos lançamentos e 10,0% nas vendas (12% correspondente ao estoque). (PDG, 2013).

Gráfico VI – Evolução da Oferta, Venda e Preço do m² em Belém.



Fonte: Elaborado pelo autor.

O Gráfico VI foi formado a partir da coleta de dados resultantes das informações que compuseram o Gráfico V antecedente, em especial, ao volume de unidades ofertadas e o volume de unidades vendidas no período selecionado, acrescendo-se a estes, a oscilação dos preços cobrados pelas referidas construtoras analisadas referentes ao metro quadrado e da variação do INCC³¹ divulgado no período de estudo.

A mais importante observação que foi possível extrair no Gráfico VI é a relevante simultaneidade da movimentação das três variáveis, fato este não observado nos países que tiveram o estouro da bolha imobiliária. No caso em questão, as variações acompanharam as tendências locais e evitaram um colapso significativo que indicasse uma formação de bolha especulativa, propriamente dita, no setor imobiliário em Belém, análise esta que não descarta a importância desta influência e a possibilidade de ocorrência neste segmento de mercado.

³¹ Índice Nacional da Construção Civil.

6. APRESENTAÇÃO DE RESULTADOS

As experiências históricas recentes pesquisadas mostraram uma fatídica e estreita relação entre política de crédito imobiliário e a formação de uma bolha imobiliária, resultante do excesso de crédito, da inadimplência, do aumento do estoque de unidades habitacionais, do acúmulo de projetos habitacionais inacabados, e conseqüentemente, na desvalorização dos papéis das empresas da construção civil envolvidas ocasionando a estagnação do mercado.

Diante dos objetivos específicos propostos neste estudo e da perspectiva teórica apresentada, há diversas formas de contextualização e graus de dimensionamento da bolha especulativa no mercado imobiliário aliado à formação e desenvolvimento econômico por que passa uma nação ou mesmo um município, como é o caso da cidade de Belém. Diante o exposto, apresenta-se na sequência os resultados obtidos diante os cenários estudados conforme perspectiva inicial.

Foram identificados três níveis atuantes de iniciativas das gestões públicas direcionadas ao seguimento habitacional na capital: O programa MCMV a nível federal implantado desde 2009 no governo anterior e adotado no governo atual dando continuidade a sua segunda fase que irá se estender até 2015. À nível estadual, encontramos a retomada do Cheque-Moradia suspenso no governo anterior, reimplantado com novas diretrizes e ampliação do público alvo, somando-se a este PAC-Habitação instituído pelo governo federal mas sobre a coordenação da Cohab com atuação em toda região metropolitana de Belém e Castanhal. E no nível municipal, encontramos o programa Viver Belém – MCMV instituído em junho de 2013, que segue os mesmos critérios de hierarquização para a seleção das famílias beneficiadas, de acordo com a legislação federal para o Programa Minha Casa Minha Vida.

Constatou-se na análise dos dados pesquisados e apresentados, que apesar das boas iniciativas e metas alcançadas, segundo os próprios órgãos de gestão administrativa, a eficácia não foi em sua plenitude atingida no período selecionado de estudo. Em síntese, o crescimento das indústrias da construção civil teve queda de 8,8%, apesar da distribuição dos recursos à indústria e demanda efetiva se manterem constantes, o índice do déficit habitacional em Belém foi o que menos diminuiu no período, assim como a demanda por imóveis novos que se manteve em ritmo de desaceleração.

Considerando o universo de estudo e a complexidade de se analisar um setor da economia tão importante para o desenvolvimento de um país – a indústria da construção civil, dimensionou-se a coleta amostral nos resultados obtidos em quatro empresas do setor, dentre as atuantes na capital paraense com capital aberto e ações negociadas na Ibovespa, fatos que facilitariam a obtenção de dados e uma análise de mercado também à nível nacional.

A princípio o estudo evidenciou que o uso de índices-padrão permite às empresas avaliarem seus desempenhos por meio de um referencial comum. A metodologia do trabalho apresentado contemplou a pesquisa bibliográfica e o método quantitativo, em destaque as demonstrações financeiras extraídas no site da Ibovespa, visto que este trabalho considerou apenas empresas de capital aberto. Porém, faz-se necessário ressaltar a limitação do estudo, visto que o setor da construção civil abrange uma parcela ainda pequena de empresas de capital aberto atuantes na capital, conquanto constata-se que a maior parcela delas é de porte menor, e não são obrigadas a publicar suas demonstrações contábeis.

Os resultados obtidos, numa visão mais coesa com a realidade encontrada, apontam para uma queda visível do volume negocial no período selecionado no mercado imobiliário em Belém, em destaque o ano de 2011 - fatos constatados através do instrumento de pesquisa - forçando as incorporadoras a repensarem suas estratégias de vendas. Destaca-se, ainda, que na apuração final dos dados obtidos, referentes a pesquisa bibliográfica, que a saúde financeira das empresas estudadas não estão entre as melhores do mercado acionário, e, em alguns casos, apresentam consideráveis perdas financeiras nos últimos balanços financeiros, demonstrando a fragilidade e estagnação pelo qual passou o mercado, em especial, na transição do segundo semestre de 2011 ao primeiro semestre de 2012.

No aspecto demanda habitacional em Belém, ressalta-se a procura cada vez maior por imóveis distantes do centro urbano da capital, hoje sendo representada por mais da metade do número de pessoas que buscam um novo lar, segundo dados da ORPAM. Os indicadores da organização mostram que esses números cresceram cerca de 30% só nos últimos cinco anos.

Na análise dedutiva, alguns fatores contribuíram diretamente para essa mudança, onde se destacam: o preço do metro quadrado, fluidez do trânsito, novos itens de infraestrutura urbana, proximidade de áreas verdes, e, sobretudo, segurança. Bairros nobres como Umarizal, Reduto, Batista Campos, Nazaré e São Braz passaram a fazer parte do mapa da insegurança pública de Belém, segundo os relatórios anuais do Sistema Integrado de Segurança Pública (SISP). No topo da lista, ainda permanecem os bairros do Guamá e Jurunas, onde são registradas entre 5 e 7 mil ocorrências anuais.

Dos dados e mapas apresentados no relatório de 2012, encomendado pela Caixa Econômica, observou-se que há duas formas de distinguir a demanda relacionada ao déficit habitacional: o primeiro relaciona-se a Demanda Habitacional Domiciliar – DHDO, neste item, nota-se que a demanda se estende de forma linear ou quase homogênea por toda a extensão territorial da capital. Já a segunda forma de distinção, relaciona-se à Demanda Habitacional Por Faixa de Renda – DHDE, ficando claro observar que quanto maior a renda, maior é a tendência de concentração desta população no centro da cidade, e quanto menor a renda, maior é a distância deste centro, em bairros limítrofes a outros municípios como Ananindeua, Marituba e Distritos como Icoaraci.

Na análise da demanda por unidades habitacionais novos no período, feita a partir dos levantamentos do instrumento de pesquisa e dos *releases* anuais das empresas, houve uma diminuição progressiva do índice de procura nos três anos (2010 a 2012). Neste entreposto, frisa-se que a demanda em questão por imóveis novos na capital não esteve direcionada ao déficit habitacional na capital em questão, considerando conceitualmente que nem todo déficit habitacional representa uma demanda efetiva. Identificou-se pelo instrumento de pesquisa que as unidades habitacionais colocadas em disponibilidades caracterizaram-se por uma oferta específica que passou a ser adotada pelas grandes empresas de capital aberto, motivadas pelos incentivos fiscais e de crédito para esses lançamentos - em destaque os projetos direcionados a MCMV.

Os demais resultados obtidos através do instrumento de pesquisa confirmaram as perspectivas para o mercado, entre os itens questionados: o motivo para os atrasos nas obras teve como maior percentual de resposta o acúmulo de projetos em andamento; no item: tomada de decisão mediante a expansão das linhas de crédito no período, o maior percentual de resposta foi intensificar a venda das UH's concluídas; no item: principais concorrentes, o maior percentual de resposta foi as empresas privadas locais; e por último, na perspectiva da empresa entre os principais fatores que afetaram a demanda por UH's novos, os percentuais de maior destaque foi para os quesitos de resposta: moradia e investimento em 2º lugar.

Por fim, a análise da oferta e demanda habitacional em Belém no período de 2010 a 2012 através da interpretação dos dados que compuseram o Gráfico VI, em especial, possibilitaram, também, observar a relevante movimentação simultânea das três variáveis: preço, oferta e demanda, fato este não analisado nos países que tiveram o estouro da bolha imobiliária. No caso, em questão, as variáveis acompanharam as tendências locais e, supostamente, evitaram um colapso significativo no setor imobiliário em Belém, fato este que elevaram a importância deste trabalho para uma análise contínua, em especial, para as empresas e demais gestões empresariais ligadas direta e indiretamente ao setor.

Foi evidente notar diante deste levantamento quantitativo e dedutivo que o comportamento analisado refletiu o mercado da demanda afetada pela economia mais a nível microeconômico do que a macroeconômico, ou seja, os efeitos esperados pelos programas e planos das gestões executivas, em especial, do governo federal, não obtiveram os resultados esperados que nos anos anteriores. A situação ou exposição do mercado regional, ou mesmo municipal, delimitou tais iniciativas, deixando as gestões administrativas das empresas em alerta e, posteriormente, tiveram que rever suas estratégias de vendas e de lançamentos de novos empreendimentos na região metropolitana da capital paraense.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como se pode observar nos fundamentos teóricos pesquisados sobre a formação de *bolha especulativa* no mercado imobiliário, em todos os casos de especulação, a íntima e estreita relação da forma como o crédito é concedido nas iniciativas dos governos federais na ânsia de aquecer a economia de seus países sem as devidas limitações e critérios, quase sempre é o alicerce da construção da bolha no mercado imobiliário.

O exemplo mais difundido sobre o tema foi a crise americana de 2008, levada pelo colapso no sistema de crédito, que teve influência significativa da relação Crédito Habitacional x Produto Interno Bruto (CH/PIB), entre outros fatores da política de crédito, natureza econômica e, em especial, do cenário do setor imobiliário americano naquela ocasião. No Brasil, à nível nacional, a expansão do crédito imobiliário sobre esse aspecto CH/PIB ainda encontra espaço, exigindo maior aceleração do setor para que se crie um cenário semelhante. Entretanto, fatores diversos a estes citados na economia, podem levar à criação da bolha com dimensões e consequências próprias para cada região.

Sem dúvida, os programas e incentivos municipais, estaduais e federais sobreaqueceram o mercado, apesar do déficit habitacional na capital ainda representar 9,6% do total de domicílios, segundo os dados divulgados pelo IPEA em 2013, através do PNAD 2007-2012. Entretanto, com relação a capital paraense e ao cenário em questão, não houve mudanças no período estudado (2010 a 2012) que indicasse forte influência diante tais iniciativas como em fases anteriores de implantações das referidas medidas.

A análise financeira e econômica das empresas de construção civil mostrou que o processo de abertura de capital das incorporadoras brasileiras fez com que elas entrassem em um ritmo de crescimento acelerado na ânsia de lançar altos volumes - incompatível com a realidade do mercado local. O resultado não foi o esperado pelas empresas ou pelo mercado não só a nível local como nacional: atrasos contínuos nas obras, estouros de custos e uma forte compressão das margens, que tem minado a reputação das ações das empresas estudadas no setor na Bovespa. No entanto, para o mercado financeiro, o que valoriza os papéis é a possibilidade de pagamento de dividendos ou perspectiva de valorização futura. Os ajustes são péssimas notícias, motivo pelo qual as ações caem de valor progressivamente.

Segundo dados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Confiança da Construção (ICC) apresentou em abril de 2013 evolução favorável na base de comparação interanual pela primeira vez desde janeiro de 2013. A taxa ficou em -6,6%. Apesar de significar queda, o resultado é menor do que o apresentado em março (-7,9%). Isso pode sinalizar, segundo a FGV, uma possível acomodação do nível da atividade econômica do setor após um longo período de desaceleração.

Nos dados levantados pela Caixa Econômica em 2012, a demanda de forma geral é segmentada pela renda e pela distribuição demográfica do município de Belém, características comuns de quase toda capital metropolitana, onde se concentram as melhores ofertas no centro para populações de poder aquisitivo maior, e nos bairros periféricos para as demais classes sociais, com algumas exceções, que não foi o caso da capital paraense que se seguiu o roteiro inicial de disponibilidade demográfica e de renda.

O levantamento amostral da oferta e demanda de imóveis novos das empresas selecionadas no período de estudo reforçou a pouca influência diante das recentes medidas de política fiscal de estímulo ao crédito fomentado, especialmente, pelo governo federal, o que foi de grande impacto em anos anteriores. Todavia, pelo levantamento realizado, revela-se um considerável estoque de imóveis, mesmo que estes estejam em processo de financiamento junto aos bancos, visto a não ocupação pelos mesmos, considerados frutos de pequenos investidores da classe média local, aumentando o número de imóveis para aluguel e transferência.

Esse tipo não muito comum de especulação de mercado neste setor, revelado na análise amostral, surgiu muito por conta da fatídica expansão do crédito e estabilidade econômica dos últimos 10 anos, onde famílias ou médios investidores adquirem um segundo imóvel para esta finalidade. Ressalte-se, neste ponto, que o valor do imóvel não tem um crescimento linear, o que o difere de uma aplicação em poupança ou títulos de renda fixa, eles podem em alguns momentos da história econômica de um país ter seus valores inflados e, em outros, estabilizam-se, devido, essencialmente, a fatores da microeconomia (lei da oferta e procura), ou da macroeconomia (taxa de juros, aumento de renda e nível de emprego).

Em suma, os resultados obtidos por esse estudo, demonstraram o quanto é indispensável uma análise contínua e imparcial de todas as fontes possíveis e correlacionadas ao setor imobiliário sobre qualquer aspecto. O estudo em questão, apesar das limitações pertinentes, conclui que os preços dos imóveis na capital paraense subiram além da inflação e da renda familiar em determinado período, apesar da ascensão da nova classe média e das boas perspectivas econômica à nível nacional, e ao final decresceram e encontraram seu ponto de equilíbrio.

Na conclusão da análise dos fatos estudados e descritos, afirma-se que os mesmos não contextualizaram, metodologicamente, uma possível formação de "bolha imobiliária" na região metropolitana de Belém. Não obstante, no contexto federativo, é relevante ressaltar que o volume de crédito habitacional saltou de 1,5% do PIB em 2007 para mais de 5,5% em 2012, bem abaixo do volume de crédito habitacional se comparado aos 65% do PIB atingidos nos EUA quando do estouro da bolha imobiliária americana.

Dentre estas e outras contraposições ressalte-se aqui o estágio porque passa o mercado imobiliário e a necessidade de sua reavaliação periódica, a importância mercadológica e extensão do referido estudo, para reabilitação estratégica das gestões das empresas envolvidas e, sobretudo, para a sociedade civil enquanto consumidora e principal expoente no cenário econômico de uma cidade ou do país à caminho de seu desenvolvimento, frente às demais adversidades economias mundiais

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico e financeiro. 7ªed. São Paulo: Atlas, 2002.

BAUMOL, William J. "Economic Theory" (measurement and ordinal utility). The New Encyclopaedia Britannica, v17, p 719, 2007.

BLAUG, Mark. "The Social Sciences: Economics" The New Encyclopaedia Britannica. 27, p. 347. Chicago. ISBN 0-85229-423-9, 2007

BOLSA DE SOLUÇÕES IMOBILIÁRIAS.com. Disponível em:<(www.bsice.com.br). Acessado em 20;22/10/13.

BM&FBOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo. Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/gover-nanca-corporativa/governancacorporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acessado em 12/07/2013; 16/07/2013;18/07/2013;22/07/2013; 02/08/2013 e 16/08/2013.

CALEIRO, João Pedro. Brasil é 2o em alta de preço de residência entre 23 países. Exame.com. Imóveis, em 08/01/2014. Disponível em:< <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/brasil-e-2o-em-alta-de-preco-de-residencia-entre-23-paises>>. Acessado em 02/20/2014.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. Demanda Habitacional do Brasil. Brasília: Caixa, 2011. Disponível em:<http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/habita/documentos_gerais/demanda_habitacional.pdf>. Acessado em 17/09/2013.

CYRELA.com. Disponível em:< <http://www.cyrela.com.br>. Acessado em 12;14;16;17/10/13.

DIÁRIO DO PARÁ.com. Investidores valorizam o mercado de imóveis em Belém. Disponível em:<Diário do Pará - Investidores valorizam o mercado de imóveis em Belém(PA)_php.mht>. Acessado em 14/10/2013.

DUARTE, Cristina F. Duarte; LAMOUNIER, Wagner Moura. Análise Financeira de Empresas da Construção Civil Por Comparação Com Índices-Padrão. Agosto de 2007.

EXAME.com. Vencedor do Nobel alerta para bolha nos EUA e no Brasil, em 14/10/2013. Disponível em:<<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/vencedor-do-nobel-alerta-para-bolha-nos-eua-e-no-brasil>>. Acessado em 11/11/2013.

EXAME.com. Temer descarta risco de uma bolha imobiliária no Brasil, Economia, em 07/10/2013. Disponível em:< <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/temer-descarta-risco-de-uma-bolha-imobiliaria-no-brasil>>. Acessado em 21/11/2013.

LEAL, Ana Luiza; VILARAGA, Vicente. EXAME.com. A bolha começou a estourar no mercado comercial, Mercado imobiliário 05/03/2014. Disponível em:<<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1060/noticias/a-bolha-estourou>>. Acessado em 10/03/2014.

FERREIRA, E. Martha. A Bolha Imobiliária Americana e Seu Impacto na Economia Brasileira, Revista Pedras do Brasil, novembro de 2006. Disponível em:<<http://www.marthaferreira.com.br/port/artigos/ler.php?matia=14>>. Acessado em 22/09/2013.

FEIJO, Ricardo. Economia e filosofia na escola Austríaca. São Paulo: Nobel, 2000.

FITCHRATINGS, Agência de classificação de risco. Disponível em:<<https://www.fitchratings.com.br/search>>. Acessado em 12;16;18;22;26/11/1013.

FIPE – FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. Índice Fipe Zap de preços de Imóveis anunciados: notas metodológicas. São Paulo: Fipe, 2012.

FOLHA DE SÃO PAULO.com. Disponível em:<<http://www.folhadesaopaulo.com>. Acessado em 22;25;27/10/13.

FUNDAÇÃO IPEAD. Disponível em:<http://www.ipead.face.ufmg.br/atualizacao_ativos/sub_ati_pri.php>. Acesso em: 30/10/2013.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. Programa Habitar/Brasil/BID. Déficit habitacional no Brasil 2000. Belo Horizonte, Informativo CEI, junho de 2002. Disponível em:<<http://www.fjp.mg.gov.br/index.php/servicos/81-servicos-cei/70-deficit-habitacional-no-brasil>>. Acesso em 10 de out. 2013.

GAFISA.com. Disponível em:<<http://www.gafisa.com.br>. Acessado em 11;13;14;18/11/13.

GOVERNO DO ESTADO DO PARÁ, Programa Cheque-Moradia, COHAB –. Disponível em:<<http://www.cohab.pa.gov.br/index.php/2012-06-11-13-28-54/2012-06-11-13-30-43>>. Acessado em 15/09/2013.

GONÇALVES, Glauber; NEDER, Vinícius. Mendes descarta crédito e nega medo de bolha imobiliária. Estadão.com. notícias, em 29/06/2012. Disponível em:<<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia,mendes-destaca-credito-e-nega-medo-de-bolha-imobiliaria,117826,0.htm>>. Acessado em 20/08/2013.

IBOVESPA.com. Disponível em:<<http://www.ibovespa.com>. Acessado em 12;15;18;24/10/2013.

LAZZARIS, Diego; PITOL, Tabata. Revista INVISTA InfoMoney. Imóveis: ainda uma boa opção de investimento? ano 05, nº 35 de Nov/Dez 2011, pg. 18 a 25.

LIMA JÚNIOR, J. R. Alerta de bolha. São Paulo: USP,2011. (Carta do NRE-POLI n. 25-11). Disponível em:<<http://www.realestate.br/images/File/Newsletter/CartaNRE25-3-11.pdf>>.

LIMA, Aline; AZEVEDO, Solange; COTTA, Elane. Revista VOCÊS/A. Guia da casa própria 2013, Editora Abril, edição 175, Dez/2012, pgs. 18 a 31.

LOUZAS, Rodrigo. Cinco empresas do mercado imobiliário correm o risco de ter problemas de liquidez. PINIweb.com.br, em 02/05/2013. Disponível em:<<http://piniweb.pini.com.br/construcao/mercado-imobiliario/cinco-empresas-do-mercado-imobiliario-correm-risco-de-liquidez-288213-1.aspx>>. Acessado em 25/10/2013.

MACHADO, Adriano. Crédito imobiliário cresce 37% de janeiro a julho. Exame.com. em 29/08/2012. Disponível em:<<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/credito-imobiliario-cresce-37-de-janeiro-a-julho>>. Acessado em 21/11/13.

MACEDO, Danilo. Mantega anuncia mais medidas de estímulo à construção civil. Exame.com. em 04/12/2012. Disponível em:<<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/mantega-anuncia-mais-medidas-de-estimulo-a-construcao-civil>>. Acessado em 10/08/2013.

MATARAZZO, Dante C. Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial. ed. 7 °, São Paulo, Atlas, 2010.

MENDONÇA, Mario Jorge; SACHSIDA, Adolfo. Existe Bolha no Mercado Imobiliário Brasileiro? Texto para discussão. Brasília. Agosto de 2012.

NAIME, Laura. Entenda a bolha imobiliária dos EUA. G1 O Portal de Notícias da Globo, em 14/03/07 atualizado em 19/12/07. Disponível em: < http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MRP11182-9356,00.html>. Acessado em 22/09/2013.

NAPOLITANO, Giuliana; MEYER, Caroline; STEFANE, Fabiane, Revista EXAME. Especial Imóveis. Edição 1017, ano 46 de 30/04/2012, pgs. 41 a 76.

NAPOLITANO, Giuliana, Revista EXAME. Especial Guia de Imóveis 2013, Edição 1041, ano 47, nº9 de Maio/2013, pgs. 39 a 112.

NACKSTRAND, Jonathan. UOL.com.br. Vencedor de Premio Nobel de Economia fez alerta sobre bolha imobiliária no Brasil. Notícias. São Paulo, 14/10/2013. Disponível em: < <http://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/10/14/ganhador-do-nobel-de-economia-alertou-sobre-bolha-imobiliaria-no-brasil.htm>>. Acessado em 20;25/10/2013.

NOTA TECNICA, Estimativa do Déficit Habitacional Brasileiro (PNAD 2007-2012). IPEA. Brasília, novembro/2013. Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/131125_notatecnicadirur05.pdf. Acessado em 10/10/2013.

O Processo de Mercado na Escola Austríaca Moderna. São Paulo – FEA/USP 2001. Disponível em: < <http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/teses/usp/Barbieri.pdf>. Acessado em 23/11/2013.

PGD.com. Disponível em: < <http://www.pgd.com.br>. Acessado em 10;15,18;27/11/13.

PREFEITURA MUNICIPAL DE BELÉM, Programa Viver Belém. Lei Municipal 9014/2013. Disponível em: < <http://www.belem.pa.gov.br/app/c2ms/v/?id=9&conteudo=4645>>. Acessado em 20/10/2013.

PRADONOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar. Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico, ed. 2º. Novo Hamburgo-RS, 2013.

RABELO, Aline. Bolha de Credito? Revista INVISTA InfoMoney, São Paulo- SP, ano 05, ed 35, Nov/Dez/2011, pg. 21.

ROSSI.com. Disponível em: < <http://www.rossi.com.br>. Acessado em 12;21;27;28/10/13.

SETTI, Ricardo. Bolha imobiliária. Veja.com. Disponível em: < <http://veja.abril.com.br/blog/ricardo-setti/tag/bolha-imobiliaria/>>. Acessado em 10; 12;16/11/2013.

STANDARD & POO'S RATINGS SERVICES, Agência de classificação de risco. Disponível em: < <http://www.standardandpoors.com/home/pt/la>. Acessado em 13;17;19;27/11/13.

STIGLITZ, Joseph E.; GREENWAL, Bruce. Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária. Francis, 2004.

SILVA, José Pereira da. Análise Financeira das Empresas. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

TAVARES, Eduardo. Especialistas descartam bolha e veem potencial para fundos. Exame.com. imovés, em 15/05/2013. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/especialistas-descartam-bolha-e-veem-potencial-para-fundos>>. Acessado em 10;15/10/2013.

TEMER descarta risco de uma bolha imobiliária no Brasil. EXAME.com. São Paulo, em 07/10/2013. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/temer-descarta-risco-de-uma-bolha-imobiliaria-no-brasil?page=2>>. Acessado em 24/11/2013.