

OPINIÃO

A EVOLUÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO PORTUGUÊS

Introdução

Neste artigo será feita uma leitura da evolução do mercado imobiliário português desde 2008, altura em que ocorreu a crise da dívida *subprime*, período caracterizado por uma redução do valor das casas, em cerca de 10% da média global (de acordo com o FMI), a desvalorização dos títulos relacionados com imobiliário e a redução do investimento no sector. Tendo início nos EUA, um dos países onde os seus efeitos foram mais visíveis, estes efeitos foram também amplamente sentidos na Europa, particularmente no caso de países periféricos onde a crise do *subprime* precedeu a crise das dívidas soberanas na Zona Euro, destacando-se, por exemplo, o caso da Irlanda, onde os efeitos da crise no sector imobiliário, até então em forte crescimento, foram um dos principais contributos para a crise financeira registada no país. De facto, o Global House Price Index, indicador elaborado trimestralmente pelo FMI com os preços habitacionais médios de 50 economias, regista nesse ano a sua primeira contracção desde o início da publicação, com uma queda expressiva de 10 pontos. Procura-se também perceber se os indicadores de desempenho apoiam a noção de que nos aproximamos do momento da recuperação do sector e se sim, em que termos esta se desenvolve.

Assim, para a análise deste importante mercado, será realizada uma observação da evolução dos indicadores socioeconómicos e demográficos, tal como a evolução do parque habitacional em termos da variação do número de imóveis construídos e, finalmente, será avaliada a evolução do sector do crédito para habitação e dos preços praticados em Portugal, em comparação com as variações observadas no contexto Europeu.

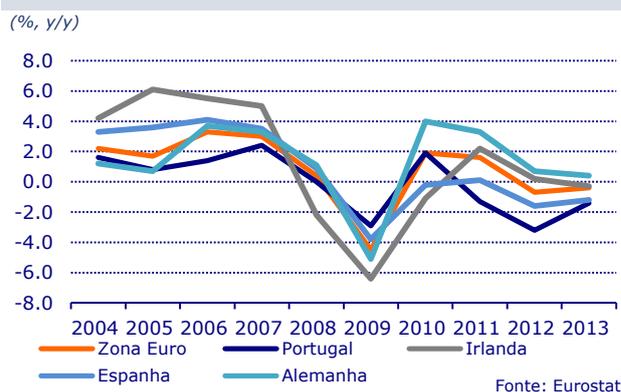
Cenário Macroeconómico

A evolução da economia europeia durante os últimos 5 anos decorreu no contexto das duas crises económicas que se verificaram neste período, observando-se uma acentuada perda de dinamismo iniciada em 2008. De facto, aquando do início da crise do mercado *subprime*, o crescimento do PIB na zona Euro cai 2.6p.p. para 0.4% y/y, seguindo-se um agravamento do crescimento na UEM em 2009 para níveis negativos e a crise da dívida soberana nos países periféricos europeus, à qual se segue o corrente cenário de recuperação incerta, com o crescimento a nível europeu em 2014 a realizar-se em níveis abaixo dos 1% e com períodos de fragilidade registados nas suas economias mais importantes – Alemanha e França. Portugal seguiu claramente a tendência europeia, registando um período de estagnação em 2008 e contracção em 2009 (-2.9% y/y), ao qual se segue a crise financeira e o período do programa de ajustamento da troika, caracterizado por contracção do PIB até ao ano corrente, onde se observa um cenário de recuperação, também em níveis próximos dos 1% y/y.

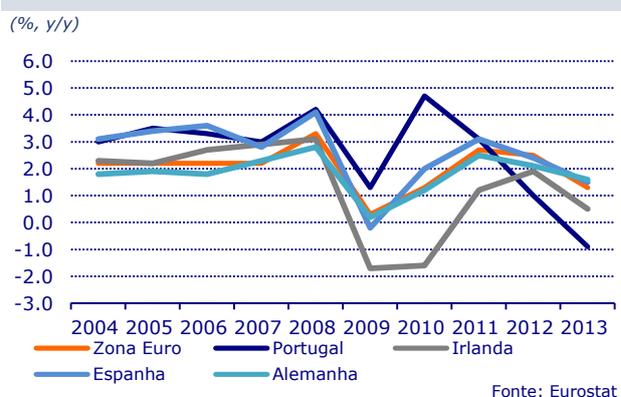
Considerando a evolução dos preços do consumidor, os dados do Eurostat mostram que após um longo período com inflação anual próxima dos 2%, os dois períodos de crise na zona Euro têm um efeito depreciativo, destacando-se o ano de 2009, quando a inflação na zona euro atinge os 0.3%, 3p.p. abaixo da leitura para o período homólogo. Mais recentemente, a tendência tem sido claramente decrescente, observando-se desde 2013 uma desaceleração que deixa a inflação anual novamente próxima de níveis de estagnação, com os países periféricos a observar em períodos de inflação negativa, enquanto o crescimento de preços nas economias mais competitivas mostra sinais de perda de fulgor.

O mercado de trabalho também registou um aumento considerável do desemprego, com quase todos os países da UE a registarem máximos históricos de vários anos durante o período de 2009-2010. Destaque para as economias periféricas como a Irlanda, onde o desemprego quase duplicou entre 2008 e 2009 (6.4% e 12.0%, respectivamente); Grécia e Espanha, onde os actuais níveis do desemprego se posicionam no triplo dos resultados apresentados em 2008 e Portugal, onde a leitura de 16.4% em 2013 compara com os 8.5% registados em

Variação do PIB



Inflação



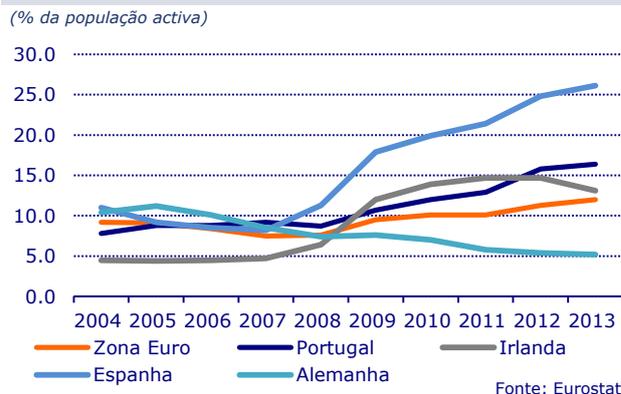
2008. Mais recentemente, observa-se melhorias no mercado de trabalho, com a média do desemprego na UEM a cair para 11.5% em Outubro. Em termos da taxa de emprego, a tendência europeia é de manutenção de valores relativamente semelhantes durante todo o período, observando-se que as quedas mais acentuadas, nos periféricos da zona Euro, são compensadas por uma maior estabilidade das economias europeias mais competitivas (particularmente a Alemanha). A percentagem da população activa empregada em Portugal está relativamente em linha com a média da zona euro (67.7%, que compara com os 65.4% registados em Portugal em 2013).

Face ao aumento da imigração observada durante o período em causa, regista-se na Europa uma redução da taxa bruta de crescimento da população para valores próximos dos 2.5 por mil habitantes (no período pré-crise, em 2007, este indicador regista um crescimento de 6.0 por mil habitantes). Como esperado, a análise da variação por países mostra que as maiores quebras no crescimento centram-se nos países periféricos europeus, entre eles Portugal, onde uma taxa de crescimento média de 2 por cada mil habitantes no período pré-crise entra numa tendência de queda acentuada a partir de 2008, sendo que o Eurostat estima que em Portugal, durante 2013, a população tenha diminuído ao ritmo de 5.7 por cada mil indivíduos. Em contrapartida, países de forte captação de imigrantes, como a Alemanha (que no período pré-crise registou crescimento demográfico negativo) e Luxemburgo registaram aumentos no ritmo de crescimento da população, enquanto outros como o Reino Unido e a Suécia mantêm níveis de crescimento semelhantes ao período pré-crise.

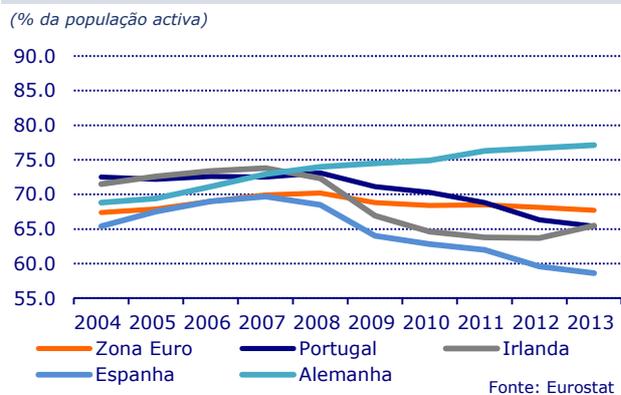
Finalmente, os indicadores de confiança do consumidor na zona euro, actualizados mensalmente pela Comissão Europeia, permanecem em valores historicamente baixos durante todo o período, sendo que se observam dois períodos distintos de queda mais acentuada, centrados em 2008-2009 e 2011-2012. Portugal segue uma tendência semelhante à da Zona Euro. Em 2014, face à fragilidade que põe em causa a sustentabilidade da retoma económica europeia, os indicadores de confiança para a zona euro voltam a retroceder em todos os sectores, excepto o consumo.

Considerando os indicadores de confiança para o sector da construção, os dados da Comissão Europeia mostram que, a nível da união monetária, registou-se uma queda notável durante o último trimestre de 2008 e a primeira metade de 2009, consistente com o período de maior crise no sector e à qual sucede um lento mas sustentado aumento dos níveis de confiança no sector. Considerando o sector da construção nacional, este não tem seguido esta variação, observando-se que o índice de confiança só passa a observar um movimento decrescente acentuado durante a segunda metade de 2009, seguindo-se um movimento de recuperação, sendo que actualmente a confiança do sector se situa em níveis pré-crise.

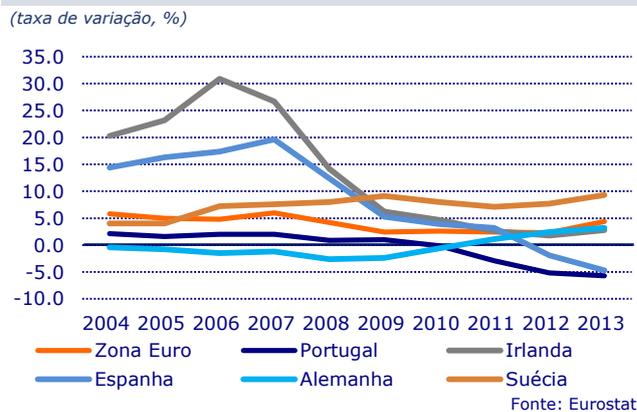
Desemprego



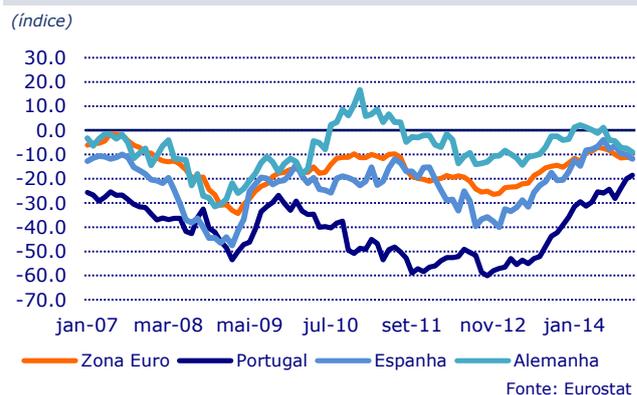
Taxa de emprego



Crescimento Populacional bruto



Indicador de confiança do consumidor



OPINIÃO

Evolução de preços

O Global House Prices Index, publicado trimestralmente pelo FMI, mede a variação média do preço dos imóveis em 50 economias avançadas, incluindo a portuguesa. Na sua mais recente publicação, o fundo nota que após a queda acentuada registada em 2008, altura em que o índice perde cerca de 13 pontos, este manteve-se relativamente inalterado nos anos subsequentes. Este comportamento contrasta com a evolução de outros activos financeiros (sobretudo nos últimos dois anos), os quais têm vindo a registar normalizações, por vezes para níveis pré-crise. Assim, actualmente, o Global House Prices Index regista 138 pontos, 4 acima do valor mínimo registado em 2009 e apenas 2 acima da média de quatro anos. Porém, de acordo com o FMI, esta variação ténue esconde o panorama dicotómico em que se encontra o mercado imobiliário a nível mundial, notando-se a existência de dois grupos com tendências distintamente opostas, os quais são denominados pelo FMI por "Retomados" e "Em Recuperação" (Rebounded & Recovering, em inglês). Se no primeiro grupo os preços das casas têm vindo a registar aumentos, após uma queda relativamente ligeira, centrada entre 2008 e 2009, posicionando-se actualmente em níveis cerca de 25% acima dos preços praticados no final de 2008, o segundo grupo regista uma queda de preços mais acentuada durante o mesmo período, sendo posteriormente seguida por uma ténue tendência decrescente durante anos subsequentes, com o FMI a posicionar os preços das casas, em média, 20% abaixo dos preços praticados em 2008. Semelhantes variações com tendências díspares são observados nos Índices para o valor acrescentado pelo sector da construção e do investimento residencial. **De acordo com o relatório do FMI, o mercado imobiliário português encontra-se posicionado no segundo grupo, sendo assim considerado uma economia cujo sector encontra-se em recuperação.**

De facto, para o mercado português, o Índice de Preços das Casas, actualizado mensalmente pelo INE, demonstra uma prolongada tendência negativa presente nos preços praticados pelo mercado imobiliário durante os últimos quatro anos. Neste índice, observamos o início de uma contracção de preços iniciada no último trimestre de 2010 (altura em que os preços em outros países menos afectados já recuperavam das quedas de 2009) e que se estende até ao último trimestre de 2013, com especial destaque para o ano de 2012, onde os preços de todas as habitações caíram, em média, 7% face ao período homólogo. A designação de "Em Recuperação" dado pelo FMI ao grupo de mercados imobiliários onde se inclui o português é porém inteiramente válida, observando-se que o ano de 2013 viu as diminuições no preço das casas perder a intensidade registada em 2012, tendo o índice voltado a registar crescimento nos três últimos meses do ano, tendência esta que foi mantida em 2014, com a leitura para o segundo trimestre a registar um aumento de preços em 5.9% face ao período homólogo.

Considerando uma divisão dos resultados apresentados entre casas recém-construídas e casas anteriormente habitadas, (novas e em segunda-mão), apesar de em 2009 ter-se registado uma apreciação dos preços das casas em segunda mão face às casas novas, a queda dos preços entre 2010-2013 foi quase sempre mais expressiva no grupo das casas novas (-7.7% y/y comparado com -6.25% y/y durante o ano de 2012), sendo que aquando da recuperação iniciada em finais de 2013, os níveis de variação de preços de ambos os grupos passaram a adoptar valores semelhantes.

Apesar deste recente aumento do preço das casas, note-se que a sua maior acessibilidade mantém-se, de acordo com o rácio preço-rendimento para a habitação, publicado trimestralmente pelo FMI e registado em função da média histórica. Este continua em terreno negativo, registando-se que no mais recente período de leitura, o segundo trimestre de 2014, o preço das casas em função do rendimento médio das famílias portuguesas encontra-se 6.1% abaixo da sua média histórica, resultado que compara com uma recuperação mais avançada dos rácios na Irlanda e em Espanha (onde o rácio encontra-se em terreno positivo) e da Alemanha, onde o preço das casas continua distintamente abaixo da sua média histórica.

Global House Prices Index

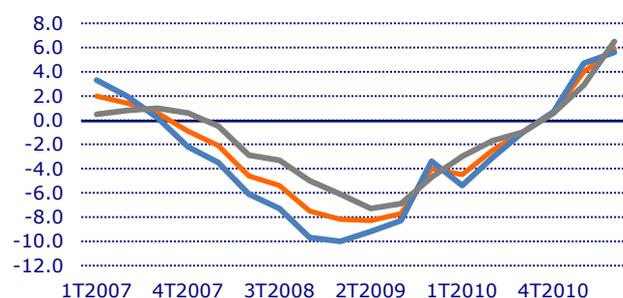
(índice)



Fonte: FMI

Preço das casa em Portugal

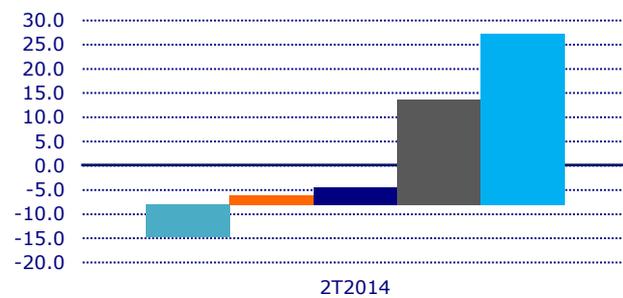
(% , variação homóloga)



Fonte: INE

Rácio Preço-Rendimento das Habitações, 2T2014

(% , y/y)



Fonte: FMI

Finalmente, a queda do preço das casas foi acompanhada por uma queda no número de imóveis vendidos, tendo-se registado um máximo de 33.805 casas vendidas durante o primeiro trimestre de 2010, em comparação com 15.927 casas vendidas durante o primeiro trimestre de 2013. Porém, apesar de alguma recuperação dos preços no sector em 2014, o número de vendas não tem acompanhado esta tendência, com o total de casas vendidas na primeira metade do ano a ser relativamente semelhante aos resultados observados em 2012 e 2013. Considerando a distribuição entre habitações novas e em segunda mão, apesar de ambas as categorias terem seguido uma tendência decrescente, o número de casas previamente habitadas foi superior às novas habitações vendidas durante todo o período, tendo-se registado um aumento da diferença percentual entre o volume de vendas de ambos os grupos: em 2009, 41% de todas as casas vendidas foram casas novas, em 2013 este valor é reduzido para apenas 26%, notando-se que os efeitos da crise financeira induziram a preferência pelo mercado secundário, onde os preços praticados são, em regra, mais baixos.

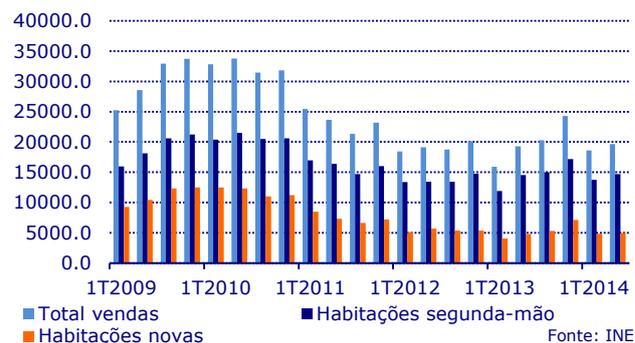
Evolução do parque habitacional

A expansão do parque industrial português durante os anos da crise do sector imobiliário tem adoptado uma tendência clara de contracção, observando-se uma perda clara de fulgor em todos os indicadores de actividade. De facto, de acordo com o Banco de Portugal, o número de licenças aprovadas para a construção de novas casas por trimestre na sua mais recente leitura (3T2014) representa apenas 32% do número de licenças aprovadas no mesmo período de 2009, destacando-se ainda que durante este período de 5 anos, a variação em cadeia foi exclusivamente negativa. Igual cenário está patente também no número de obras de construção de novas habitações, onde as 5658 habitações e 9467 fogos concluídos nos primeiros nove meses de 2014 representam apenas 35% e 26% dos números registados em igual período de 2009, respectivamente. É, no entanto, relevante notar que quando considerando apenas os números referentes a ampliações, transformações e restaurações de edifícios, apesar da tendência também aqui ser distintamente decrescente para todo o período, o seu ritmo de contracção é inferior aquele registado na variação da aprovação de licenças e construção de novas casas. De facto, nos nove primeiros meses de 2014, 2758 obras deste tipo foram concluídas, o que representa 85% daquelas registadas em igual período de 2009.

Esta tendência é também corroborada a nível europeu pela leitura da variação na produção do sector da construção, actualizada mensalmente pelo Eurostat. Considerando uma base de 100 pontos-índice em 2010, observa-se que, a nível europeu, o sector regista crescimento até 2008 (2009 se considerarmos unicamente a zona euro), altura em que se dá a crise financeira internacional e o índice passa a adoptar uma postura decrescente, apenas apresentando alguma tendência de recuperação a partir do terceiro trimestre de 2013. Porém, a sustentabilidade deste cenário de recuperação do sector fica posta em causa pois a mais recente leitura do indicador para a zona euro, referente ao terceiro trimestre de 2014, posiciona-se nos 90.6 pontos-índice, sendo que os 90.2 pontos registados em Setembro representam um mínimo de Junho de 2013 e o valor mais baixo desde o início da recuperação no sector. Considerando a variação por estados-membro, nota-se que todos os 28 foram negativamente afectados pela crise no sector imobiliário, tendo esta claramente afectado mais os países

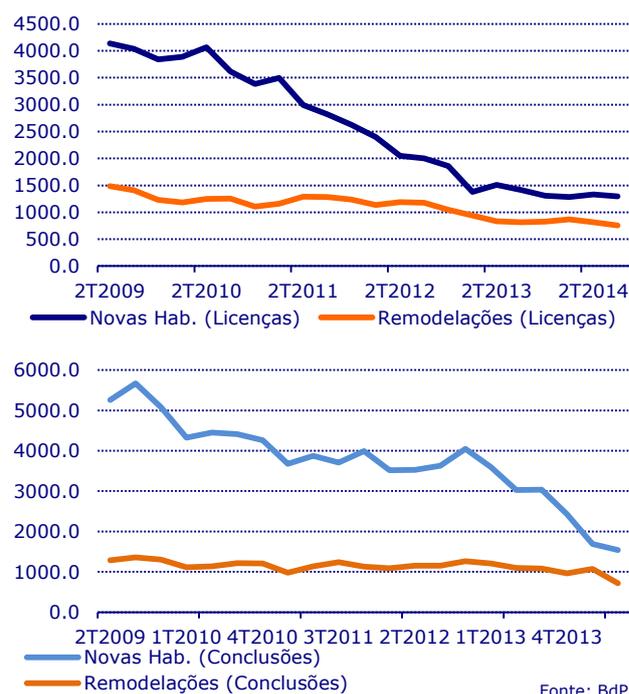
Evolução da vendas de Casas em Portugal

(valores absolutos)



Licenças e Obras Concluídas em Portugal (habitação)

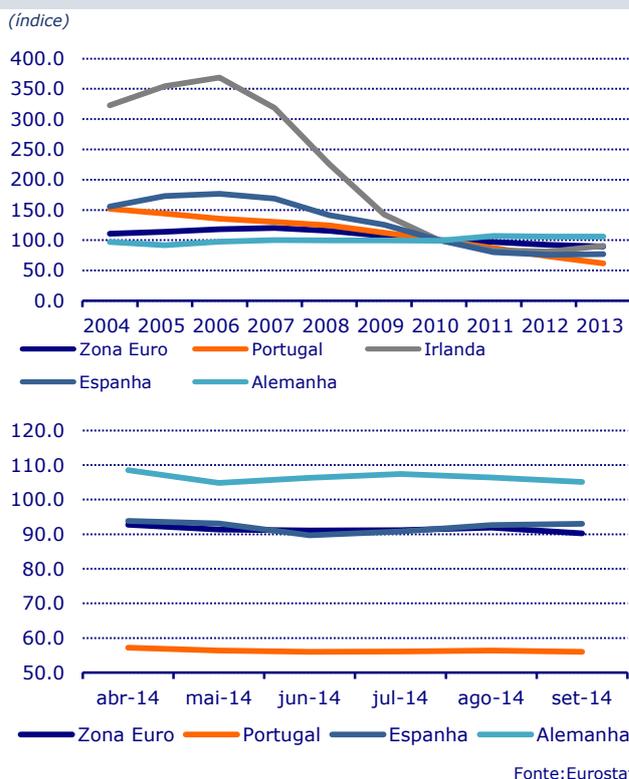
(valores absolutos)



OPINIÃO

onde se registavam fortes expansões de crescimento do parque habitacional, nomeadamente os estados do Báltico, Espanha, Irlanda e Grécia. O primeiro grupo voltou ao crescimento mais rapidamente enquanto nos restantes países a subsequente crise financeira origina uma retoma mais comedida, iniciada apenas entre 2013 e o ano corrente, sendo que o sector da construção grego continua presentemente em queda. A leitura negativa apontada pelos valores absolutos da construção em Portugal é também apoiada por este indicador, notando-se que os 61.68 pontos registados em 2013 estão muito abaixo da média para a zona euro (90.16) e representa mesmo o quarto pior resultado de toda a UE, abaixo apenas da Grécia, Chipre e Eslovénia. A prestação do sector da construção português em 2014 tem perdido ainda mais terreno face aos restantes membros da união durante o ano corrente, notando-se que o índice sectorial continua a descer, com a leitura para o terceiro trimestre a apontar para 57.4 pontos, apenas melhor que os dois estados helénicos e amplamente distante da média de 94.7 pontos registada na zona Euro.

Produtividade Sec. Construção



Evolução do crédito à habitação

A evolução do crédito à habitação e ao sector da construção reflecte a necessidade de desalavancagem do sector nos anos mais recentes e a menor apetência pela procura e consumo de crédito. Assim, considerando o contexto de contracção do sector imobiliário, não é surpreendente que a evolução do crédito à

Empréstimos bancários, por tipo

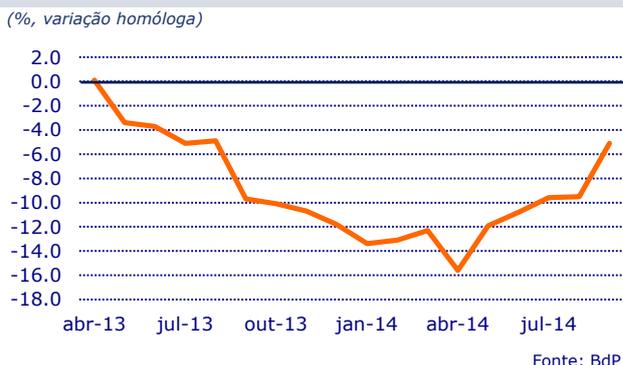
	Portugal				Zona Euro			
	Global	Habitação	Consumo	Outros Fins	Global	Habitação	Consumo	Outros Fins
set-13	-4.3	-3.9	-7.8	-3.9	0.1	0.8	-2.3	-1
dez-13	-4.2	-3.8	-7.2	-4.6	-0.1	0.7	-3	-1.6
ago-14	-3.7	-3.7	-3	-3.7	-0.4	0	-1.5	-1.7
set-14	-3.7	-3.7	-2.8	-4	-0.5	-0.1	-1.1	-1.7

Fonte: Bdp.

habitação apresente também uma tendência de contracção durante o mesmo período. De acordo com o Banco de Portugal, em meados de 2011 a taxa de crescimento dos empréstimos a particulares com destino à habitação passa a adoptar uma variação negativa, registando-se a partir de 2012 uma variação média anual próxima dos -3.7% (face ao período homólogo). Esta perda de fulgor no crédito habitacional concedido às famílias durante 2011-2012 também se regista na generalidade da zona Euro. Em termos de peso no produto interno bruto, os 111 mil milhões de euros detidos pelas famílias portuguesas sob a forma de crédito para habitação representam 63.9% do PIB, comparado com uma leitura de 68.1% no período homólogo.

Considerando a evolução do crédito para o sector da construção, observa-se também aqui uma clara tendência decrescente no número de empréstimos contraídos pelas empresas do sector, que ainda assim continua a ser o sector de actividade não-financeiro com maior peso no financiamento em Portugal (sensivelmente 20% de toda a dívida de sociedades não-financeiras é contraída pelo sector da construção). Sem grande surpresa, é também nos anos de 2012 e 2013 que se observa a mais expressiva redução no agregado de crédito (-12.9% em 2012 e -13.4% em 2013, comparado com o período homólogo) sendo que durante o ano 2014 este declínio passa a registar-se em níveis mais comedidos, com a média anual durante os primeiros nove meses de 2014 a posicionar-se nos -10.9% y/y, com tendência para o desagravamento da taxa de variação homóloga. No contexto dos empréstimos contraídos

Crédito detido pelo sector da construção



pelas entidades não-financeiras, a maioria dos sectores regista sucessivas reduções no crédito em dívida (à excepção do sector agrícola). Porém, a redução do crédito devido pelo sector da construção aparece como uma das descidas mais significativas e persistentes do período, apenas ultrapassada pela indústria extractiva (que, porém, concentra em si menos de 1% do total de crédito concedido). De facto, se no final de 2009 o sector da construção concentrava em si 33.9% de todo o crédito concedido pelas instituições não financeiras, no final de 2013 este passa a concentrar 29.8% do crédito devido, tendo este diminuído em sensivelmente 7 mil milhões de euros.

A evolução do crédito de cobrança duvidosa dos particulares durante os anos da crise financeira apresentou uma ligeira tendência crescente, registando-se que, em comparação com o período homólogo, o total de crédito vencido detido pelas famílias sofreu um aumento de 0.6p.p. para 4.9% na mais recente leitura do Banco de Portugal, referente a Setembro de 2014. Porém, refira-se que apenas 2.8% dos empréstimos contraídos para habitação estão actualmente em incumprimento, em comparação com 14.1% no crédito para outros destinos. 15% dos devedores particulares detêm crédito vencido, enquanto daqueles que contraíram crédito à habitação, apenas 6.5% se encontra nessa situação. Já no sector da construção, após avolumados aumentos do volume de crédito de cobrança duvidosa durante o período 2010-2012, onde este mais que duplicou, observa-se nos dois últimos anos uma tendência de subida mais ligeira, sendo que em Setembro de 2014, o crédito de cobrança duvidosa aumentou 4% face ao período homólogo, ainda que face à actual tendência de redução dos níveis de crédito detidos pelo sector, este tenha aumentado o seu peso no total (27% na última leitura, comparado com 23% no período homólogo).

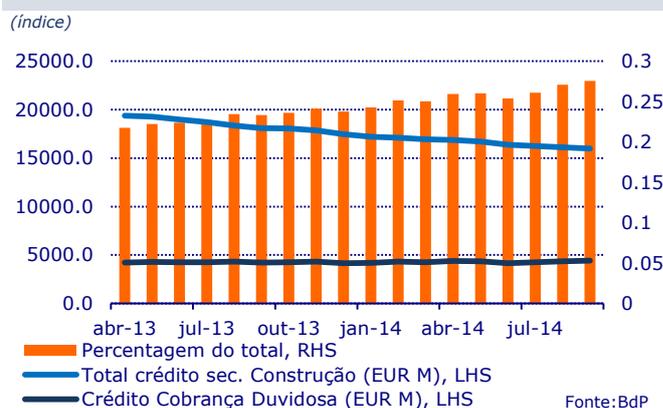
Finalmente, durante o período de 2009-2014 observa-se uma notável queda das taxas de juro implícitas nos contractos de crédito para habitação e construção, centradas nos dois períodos de maior crise para o sector imobiliário: a crise do *subprime* em 2009, quando as taxas de juro perdem cerca de 66% do seu valor, e a crise da dívida pública em 2012, altura em que as taxas perdem mais um ponto percentual, sendo que as taxas praticadas em Outubro de 2014 encontram-se nos 1.471%, 74% abaixo daquelas praticadas no sector imobiliário antes da crise sectorial. Este factor reflecte a política monetária ultra acomodativa que se pode observar na redução das taxas Euribor para níveis mínimos históricos. Com efeito, a composição das taxas implícitas mostra claramente que o prémio de risco da taxa de juro dos empréstimos (sobretudo os novos) permanece muito superior ao praticado no período pré-crise, quando eram praticados *spreads* mais apelativos.

Conclusões

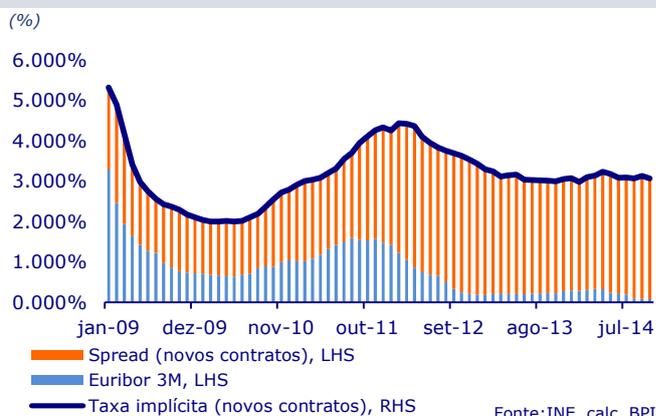
A evolução dos indicadores afectos ao sector imobiliário, tanto do lado da procura, como do lado da oferta, não deixa quaisquer dúvidas quanto à intensidade da crise que o sector ultrapassou, tanto a nível português, europeu e global, sendo o ano de 2009 um dos piores anos para o sector imobiliário mundial desde um longo período de tempo. No caso português, e em comparação com os seus parceiros europeus, apesar de ser inegável que o sector imobiliário foi amplamente fustigado, pode-se porém referir que o facto de este não se encontrar em forte expansão como em Espanha e Irlanda permitiu que os efeitos da crise do *subprime* se mostrassem menos drásticos (enquanto a generalidade dos periféricos europeus registam enormes perdas em 2008, a crise no sector imobiliário português só começa em 2009), sendo que a posterior crise financeira em Portugal e necessidade de desalavancagem terá sido o principal factor para a perda de terreno registada no sector a todos os níveis. De facto, é necessário notar que, num contexto de crise financeira e fragilidade económica como o período 2009-2014, é expectável que um sector como o imobiliário, que por definição compreende a comercialização de produtos duradouros e de alto valor monetário, registre as maiores perdas em termos de negócio, reflectindo-se a maior aversão ao risco na redução da propensão para a compra de bens duradouros e na contracção de crédito por parte das famílias.

Apesar de ser possível falar de um início de recuperação em 2014, tal será relativamente prematuro, sendo que apesar de se observar uma geral redução no nível de contracção nos indicadores de preços, construção, vendas e no volume de crédito, a verdade é que estes continuam a registar quedas em termos homólogos. Assim, será passível dizer que tal como o sector imobiliário tombou num contexto de recessão económica, é expectável que este volte a crescer apenas num cenário de crescimento

Crédito de cobrança duvidosa no sec. Construção



Evolução das taxas implícitas, composição



OPINIÃO

económico, sendo que o sector deverá beneficiar numa primeira fase da existência de pelo menos alguma procura acumulada por parte das famílias. Todavia, para tal, será necessário que as economias nacional e europeia dêem sinais fortes, não só de crescimento, mas de sustentabilidade do mesmo. Acresce referir, pela positiva, a melhoria dos indicadores de confiança sectoriais e a expectativa de que ao longo de 2015 a envolvente financeira se torne gradualmente menos restritiva. Assim, a esperada manutenção de níveis baixos de taxas de referência, a expectativa de redução das *spreads* e de melhoria da actividade económica deverão favorecer a recuperação lenta do sector. Em contrapartida, a persistência de níveis de endividamento elevados das famílias (embora em declínio) e a agilização do mercado do arrendamento, pontuam entre os diversos factores que sugerem um andamento contido do mercado imobiliário em Portugal.