

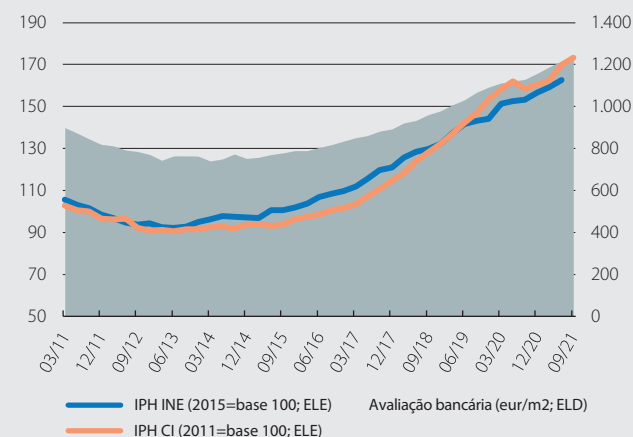
Preços da habitação em Portugal: fundações sólidas ou pés de barro?

Ao contrário do que aconteceu em outros setores de atividade, alguns com quebras de volume de negócios de 70%, quando olhamos para o mercado da habitação verificamos que a crise pandémica lhe passou ao largo. No 4T 2020 o número de transações de imóveis superou o período homólogo de 2019 e no primeiro semestre de 2021 as transações superam as ocorridas para o período homólogo de 2019 e 2020. Mais do que isso, os preços da habitação mantiveram a trajetória ascendente que apresentam desde 2015 quer no índice do INE quer no elaborado pela Confidencial Imobiliário. Este movimento dos preços é confirmado também pelo valor mediano por metro quadrado da avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação, que em outubro de 2021 ascendeu ao valor mais elevado da série e 17% acima de outubro de 2019. No momento em que todas as curvas (transações, preço e valor) apontam no sentido ascendente, é preciso questionar se este crescimento é sustentável. São sólidos os fundamentos em que assentam estas valorizações?

Seria razoável esperar que um aumento de preço dos imóveis servisse de incentivo ao aumento da oferta e a um incremento do investimento na construção de edifícios habitacionais. Um movimento deste tipo poderia conduzir a um excesso de oferta de imóveis. Contudo, dado o longo ciclo de exploração da indústria da construção civil este excesso de oferta não se forma em um ou dois anos pelo que importa olhar para os números atuais numa perspetiva de longo prazo. Autores sugerem aferir a diferença entre o valor da FBCF¹ residencial atual (em percentagem do PIB) face à média dos últimos 20 anos para avaliar a existência de excesso de oferta de imóveis (*housing overhang*).² Acumulámos a diferença desde 2015 (ano em que o IPH ganhou impulso ascendente) até 2020 entre o valor anual deste investimento e a média histórica dos últimos 20 anos findos em 2014 (5,5% do PIB). Esta soma resulta num acumulado negativo de -16,9%, sugerindo que não foi gerado um excesso de oferta de imóveis residenciais nos últimos anos, pelo contrário.

Outra forma de aferir se o ritmo de construção habitacional atual é sustentável no longo prazo é analisar o número de fogos construídos face ao número de agregados familiares. Se assumirmos uma taxa de depreciação das habitações de 2% (significando implicitamente que uma habitação dura 50 anos), uma taxa de construção de 20 habitações por cada 1.000 agregados familiares mantém o *stock* de habitações por agregado constante. Sendo

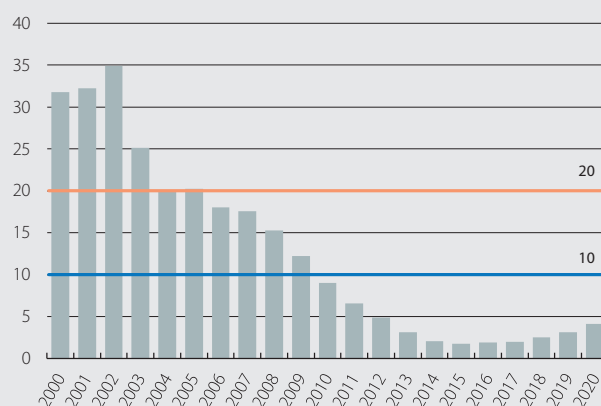
IPH e Avaliação bancária



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Confidencial Imobiliário.

Taxa de construção

Nº de novos fogos por 1.000 agregados familiares



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Pordata.

mais restritivo e considerando uma depreciação das habitações de 1%, é uma taxa de construção de 10 habitações por cada 1.000 agregados que mantém o stock de habitações estacionário.³ No caso português verificamos que a taxa de construção é inferior aos valores que assumimos como referência: abaixo de 20 desde 2006 e abaixo de 10 desde 2010.

Estes dados apontam para que não existirá de momento um problema do lado da oferta que concorra para pressionar em baixa os preços da habitação. A percentagem de habitações novas no *mix* dos imóveis transacionados, que tem vindo a diminuir de valores acima de 30% até 2011

1. Formação Bruta de Capital Fixo

2. Ver o artigo Gros, D., 2007, «Bubbles in Real Estate? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US», CEPS Working Document, No 276 / October 2007.

3. O indicador de Taxa de construção pode ser ajustado tendo em conta, por exemplo, a taxa anual de crescimento da população. Como as taxas anuais de crescimento da população em Portugal na última década têm sido residuais/nulas, optou-se por não realizar nenhum ajustamento.

para valores na ordem dos 15% atualmente, parece confirmar esta ideia.

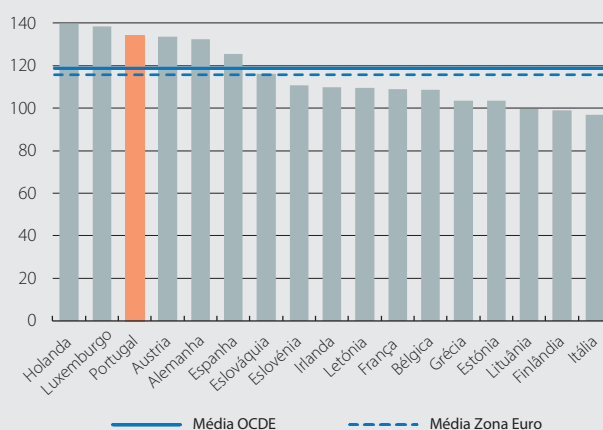
O cenário não é tão animador quando olhamos para a procura, nomeadamente, sob a ótica dos rendimentos das famílias. A OCDE elabora um indicador⁴ que relaciona o preço das habitações com o rendimento disponível por habitante e que pode ser considerado como uma medida para aferir se os preços das casas são ou não acessíveis à população. Com os últimos dados disponíveis (2T 2021) o rácio de Portugal (=134) compara mal com os restantes países da Zona Euro, sendo o terceiro pior, e com a média da OCDE (=118,7). Esta pior performance poderá também resultar de um maior desvio face à média nos rendimentos dos portugueses comparativamente a outros países.

Se no rácio *house price-to-income* considerarmos a diferença do valor atual face à média histórica como um indicador de sobreavaliação, verificamos que o indicador atual excede essa média em 12%. Este indicador tem apresentado um forte crescimento desde 2015 (=100), significando que as casas estão a ficar progressivamente menos acessíveis face aos rendimentos da população. De facto, entre 2015 e 2020 o crescimento médio do IPH foi de cerca de 9% ao ano enquanto que o rendimento médio disponível das famílias cresceu apenas a um ritmo de 3% ao ano. Posto de outra forma: em 2015 o valor médio das habitações transacionadas na Área Metropolitana de Lisboa era o equivalente a cinco anos e meio do rendimento médio de uma família portuguesa e em 2020 este valor sobe para seis anos e meio. O ambiente de baixas taxas de juro modera esta pressão na procura: as hipotecas ficam mais baratas. As casas tornam-se também um investimento atrativo face aos depósitos. Para o estímulo do lado da procura em Portugal, e que não está considerado no indicador da OCDE, acresce o facto das aquisições por não residentes representarem já em 2019 13% do valor dos imóveis vendidos, e com preço médio de aquisição superior em mais de 70% aos imóveis adquiridos por residentes.

Estando perante uma bolha especulativa? A evolução do preço da habitação e de qualquer ativo pode ser explicado pelos fundamentos de mercado, mas também pela existência de bolhas especulativas: períodos de forte aumento de preço, seguidos de forte correção. No imobiliário ocorrem quando existe uma expectativa de aumento de preço dos imóveis, que leva os participantes no mercado a um «excesso de atividade» por forma a obterem ganhos futuros pelo facto do preço das casas se situar acima do «justo valor». Este comportamento conduz a um aumento explosivo dos preços que domina temporariamente a dinâmica da série temporal. Para aclararmos esta possibilidade aplicámos ao IPH uma metodologia econométrica⁵ que permite detetar e delimitar períodos que podem estar associados a episódios de bolha nas séries. O

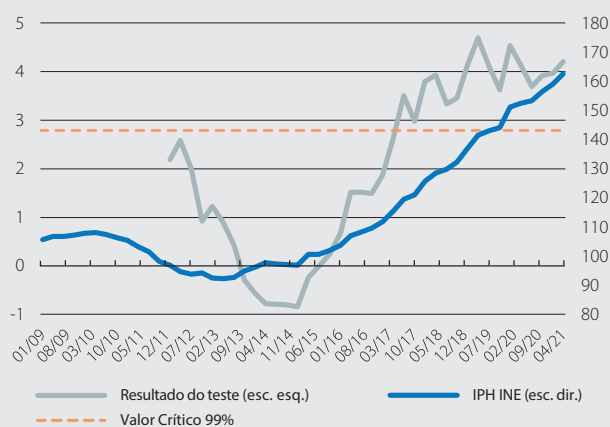
4. House price-to-income ratio.

House Price-to-Income no 2T 2021



Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE.

GSADF aplicado ao IPH do INE



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

resultado deste teste estatístico está expresso na imagem: sugere que o período após o 3T 2017 poderá indiciar a formação de uma exuberância de preços no mercado da habitação em Portugal. Só a inversão do ciclo de baixas taxas de juro, que cada vez se afigura como uma realidade menos distante, poderá confirmar ou não a diminuição da procura, sobretudo, do apetite pelos imóveis como investimento.

5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Ver o artigo de Phillips, P.C.B., Shi, S., e Yu, J. (2015) «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500». International Economic Review, 56(4):1043-1078.