

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O Mercado Imobiliário Brasileiro: Histórico, Características e Expectativas

Leonardo Baran de Mello Alvarenga

Nº de matrícula: 0511515

Orientador: Marcus Vinicius Valpassos

23/06/2009

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O Mercado Imobiliário Brasileiro: Histórico, Características e Expectativas

Leonardo Baran de Mello Alvarenga

Nº de matrícula: 0511515

Orientador: Marcus Vinicius Valpassos

23/06/2009

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradeço a Marcus Vinicius Valpassos pela orientação e ensinamentos passados.

**Dedico esta monografia aos meus pais, por toda dedicação e carinho em
minha vida. Muito obrigado por tudo.**

Sumário

Introdução.....	6
I. Características gerais do mercado imobiliário e do setor de construção civil brasileiro.....	7
1. O modelo de negócio do setor e peculiaridades da atividade imobiliária.....	7
2. O déficit habitacional brasileiro.....	12
3. Aspectos macroeconômicos do setor de construção civil no país.....	15
II. Histórico do mercado imobiliário no Brasil.....	17
1. Meados do século XIX e início do século XX - Primórdios do setor de Construção Civil no Brasil.....	17
2. 1964 a 1986 – Criação, Auge e Crise do Sistema Financeiro de Habitação.....	18
3. Década de 90 – Plano Real e o Sistema de Financiamento Imobiliário.....	22
III. Análise do período atual.....	25
1. Século XXI – Reaquecimento do setor imobiliário no país.....	25
2. Onda de IPOs das empresas do setor.....	27
3. Análise de expectativas de crescimento e planos de construção das empresas: fazia sentido o que estavam planejando?.....	30
4. Impactos da crise financeira e programa “Minha Casa, Minha Vida”.....	33
Conclusão.....	39
Bibliografia.....	40

Lista de Tabelas

Tabela 1: Déficit Habitacional no Brasil (2006).....	11
Tabela 2: Déficit Habitacional Urbano - Percentagem em relação a faixas de salário mínimo...13	
Tabela 3: Componentes do Déficit Habitacional por situação de domicílio – 2006.....14	
Tabela 4: Evolução do estoque de Certificados de Recebíveis Imobiliários.....24	
Tabela 5: Evolução do financiamento imobiliário no Brasil (2004 a 2007).....27	
Tabela 6: Empresas do setor de construção civil listadas na BOVESPA.....29	
Tabela 7: Estudo da qualidade dos <i>guidances</i> das empresas do setor de construção civil.....32	
Tabela 8: Cotação e variações das ações das empresas de construção civil em 26/12/2008...36	

Introdução

Recentemente formulado, o termo *construbusiness* dá uma maior abrangência ao setor de construção civil, correspondendo ao circuito econômico que envolve desde o uso e adequação das técnicas e materiais de produção, treinamento de mão-de-obra qualificada, legislação e regulação das atividades até as atividades de compra e venda de moradias. Abrange ainda questões como a atividade de organização do espaço urbano e da regulamentação de sua ocupação econômica adequada, empregando 42 naturezas de atividade no total. Desse modo, envolve uma coordenação de papéis entre setores empresariais, instituições não-governamentais e o governo. Por sua importância econômica e social, é de grande relevância seu estudo.

Destaca-se neste sistema a atividade imobiliária, segmento central do setor. Este mercado, porém, apresenta uma série de desafios a serem enfrentados para seu bom funcionamento e expansão.

É de fundamental importância a oferta de crédito em todas as fases do processo operacional, apresentando grande sensibilidade a variações nesta variável. Ao longo do tempo, o mercado sofreu com a escassez de financiamento dos setores privados, tendo que recorrer em geral a subsídios governamentais para conseguir se desenvolver. Tal fato não permitiu o pleno funcionamento da atividade imobiliária no país, culminando em níveis alarmantes de déficit habitacional.

Este trabalho propõe-se a investigar mais a fundo as características intrínsecas ao mercado imobiliário brasileiro, analisando o histórico do setor para isso. Procura entender como funciona seus aspectos e apresentar algumas sugestões sobre o que pode ser feito para torná-lo mais eficiente.

O capítulo 1 apresenta as características gerais do mercado imobiliário brasileiro e a importância e desafios do setor de construção civil para a sociedade e a economia. O capítulo 2 relata um breve histórico do mercado no Brasil, apresentando e descrevendo as principais instituições ligadas ao desenvolvimento deste. Por fim, o capítulo 3 descreve a situação atual do mercado, com o intuito de identificar o que vem ocorrendo.

I. Características Gerais do Mercado Imobiliário brasileiro e do setor de construção civil

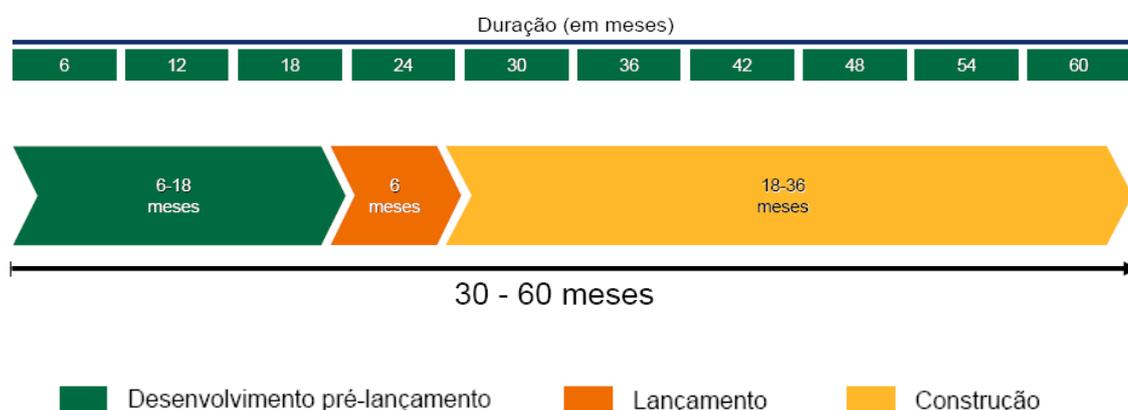
1. O modelo de negócio do setor e peculiaridades da atividade imobiliária

O mercado imobiliário brasileiro é altamente competitivo e fragmentado, não existindo grandes barreiras que restrinjam o ingresso de novos concorrentes no mercado. Os principais fatores competitivos no ramo incluem disponibilidade e localização de terrenos, preços, projetos, qualidade, reputação e parcerias.

O crescimento do setor imobiliário é dependente da conjuntura econômica brasileira na medida em que oscilações em variáveis como desempenho industrial, taxa de desemprego, taxas de juros de curto e longo prazo e taxa de inflação afetam a demanda por novas habitações, o custo dos insumos para a construção e a oferta de crédito para o setor.

Mais especificamente, o financiamento é elemento chave para a atividade imobiliária, sendo importante em todas as fases do negócio, tanto para a aquisição de terras e construção (crédito empresarial) quanto para a compra da habitação (crédito ao mutuário).

Uma razão para a importância do crédito para as empresas imobiliárias é que a atividade possui ciclo operacional bem maior que a média da economia. Atualmente, pode-se dizer que esse ciclo dura tradicionalmente entre 30 a 60 meses (sendo que o tempo médio de duração é de 36 meses), sendo 6 a 18 meses para atividades pré-lançamento, 6 meses para a fase de lançamento e 18 a 36 meses para a construção, conforme o modelo abaixo.



Fonte: MRV

Os terrenos podem ser adquiridos através de três formas: em dinheiro; através de sua permuta por unidades a serem construídas; através de permuta por uma participação nas receitas do respectivo projeto.

Feito o lançamento do projeto, os incorporadores começam a vender as unidades antes mesmo do início da construção. Esta estrutura de pré-vendas permite que uma parcela significativa dos recursos decorrentes de tais vendas seja recebida antes do início da construção. Esta prática tornou-se recorrente no mercado imobiliário brasileiro devido à histórica escassez de financiamento ao setor e às altas taxas de juros. Assim, tal instrumento possibilitou diminuir a importância do crédito para a fase de construção, embora ainda continue muito importante, devido à grande necessidade de caixa durante esse período.

As vendas são feitas por meio de corretores, que recebem uma taxa de corretagem que pode variar entre 3,0% a 4,5% sobre o preço da venda do imóvel e é paga pelo adquirente diretamente ao corretor. Tal atividade pode ser tanto terceirizada, contratando corretores independentes, ou ser parte da área de atuação da empresa.

Cabe aqui destacar o caráter peculiar da apropriação das receitas em sociedades imobiliárias. Quando uma venda ocorre após a conclusão da construção do empreendimento, reconhece-se a receita quando o contrato de compromisso de compra e venda é assinado. Porém, quando a venda ocorre antes da conclusão da construção, apropria-se a receita relativa à atividade de incorporação ao longo do período de construção do empreendimento imobiliário, à medida da evolução do custo incorrido em relação ao custo total orçado¹, conforme o andamento da obra, e não no momento da assinatura dos contratos de venda das Unidades do empreendimento imobiliário. Logo, a receita divulgada em determinado período é frequentemente reflexo de vendas ocorridas em períodos anteriores.

Em geral, recebe-se em torno de 30% a 50% do preço de venda antes da conclusão das obras. Os cronogramas de pagamento normalmente estabelecem que pelo menos 30% do preço das unidades sejam pagas pelo adquirente durante a fase de construção.

Em relação aos custos que a empresa incorre, os custos da construção representam mais da metade do custo total de um empreendimento, seguido pelo custo de aquisição do terreno. Os custos incluem ainda uma grande gama de gastos com materiais,

¹ De acordo com a Resolução CFC 963/03.

serviços, mídia, e outros gastos correlatos. Caso a empresa terceirize a atividade de corretagem, as comissões de corretagem não são reconhecidas contabilmente como parte da estrutura de custos de um projeto imobiliário, uma vez que elas são pagas diretamente pelo consumidor à empresa que proveu o serviço.

Ao final desse período, as contas a receber provenientes desses projetos são repassadas a uma instituição financeira, que antecipa os valores destes recebíveis para as incorporadoras e monta um sistema de financiamento junto ao mutuário, cujas parcelas serão pagas em um prazo de 20 a 25 anos. Este financiamento pode ser também feito diretamente com a incorporadora, que pode manter os recebíveis em carteira própria ou securitizá-los na forma de CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários).

Apesar da flagrante importância do setor na obtenção de crédito, a escassez de recursos privados ao crédito imobiliário é historicamente notória no Brasil, sendo o setor público o principal responsável por financiar a construção e a compra de novas unidades habitacionais. De acordo com o Banco Central do Brasil, o setor de habitação ocupa a última colocação no montante de financiamentos privados relativos aos públicos. Isto se deve prioritariamente a períodos de altas taxas de juros do mercado brasileiro (que aumentam o custo de oportunidade de investimento no setor real da economia).

Outro fator preponderante é a qualidade do crédito imobiliário (público e privado), que - segundo a classificação dos créditos das instituições financeiras, de acordo com os critérios desenvolvidos pelo Banco Central - é a pior entre os setores analisados. A alta inadimplência, sobretudo nos segmentos de renda mais baixos da economia, aumenta o risco do crédito à habitação, ocorrendo principalmente porque os imóveis são bens de elevado valor individual e em geral têm grande peso relativo no orçamento das famílias.

Por último, ambientes de alta inflação, como o que o Brasil vivenciou na década de 80, por exemplo, agravam o problema. O financiamento da economia em geral sofre, e o setor imobiliário sofre mais ainda com esse quadro, uma vez que se trata de um investimento de longo prazo. Mesmo com a correção monetária, as prestações mensais não poderiam aumentar mais do que determinado nível de renda do mutuário, sob risco de aumentar a inadimplência. Isso porque não há correção instantânea dos salários nominais a taxas idênticas dos indexadores escolhidos. Este descompasso das prestações com os salários pode ser muito custoso aos mutuários, aumentando a inadimplência e o custo do crédito ao setor.

2. O déficit habitacional brasileiro

O conceito de déficit habitacional está diretamente ligado às deficiências no estoque de moradias, englobando tanto a necessidade de incremento de estoque quanto a necessidade de reposição deste. Compõe o primeiro fator a coabitação familiar, os domicílios improvisados e o ônus excessivo com aluguéis. Já o segundo fator está relacionado com os domicílios rústicos e depreciados já existentes.

Entende-se por domicílios improvisados os locais construídos sem fins residenciais e que servem como moradia, caracterizando carência por novas habitações. Já a coabitação familiar compreende a soma das famílias que vivem junto a outras em um mesmo domicílio e das que vivem em cômodos (excetuando-se os cedidos por empregador). Estas últimas foram incluídas para evitar que esse tipo de moradia mascare a situação real de coabitação, uma vez que tais cômodos não podem se caracterizar como domicílios. O ônus excessivo com aluguéis, por sua vez, inclui as famílias com renda de até 3 salários mínimos e que gastam mais de 30 por cento de sua renda com aluguel.

Quanto aos fatores que demandam reposição de estoque de habitações, os domicílios rústicos são aqueles sem paredes de alvenaria ou madeira aparelhada, resultando em desconforto ou contaminação por doenças, em decorrência das condições de insalubridade.

A depreciação de domicílios advém do pressuposto de que a vida útil do imóvel tem um limite de 50 anos. A partir disso, pressupõe-se que o imóvel precisará de reparos da estrutura física, visando a conservação de sua habitabilidade. Para medir essa variável de maneira mais acurada, aplica-se um percentual sobre o montante de imóveis construídos antes desse limite, devido à suposição de que parte desse estoque tenha passado regularmente por manutenção e reformas, mantendo assim suas condições de uso. Porém, como a depreciação é uma variável de difícil mensuração (grande complexidade dos cálculos necessários e fragilidade factual da hipótese adotada), optou-se em não mais estimá-la para o cálculo do déficit habitacional.

De acordo com o estudo mais recente da Fundação João Pinheiro², referente ao ano de 2006, o déficit habitacional estimado nesse ano é de 7,935 milhões, sendo 6,543

² A Fundação João Pinheiro, instituição pública de pesquisa e consultoria vinculada à Secretaria de Estado de Planejamento e Gestão de Minas Gerais, é referência no estudo do déficit habitacional brasileiro desde

milhões localizado nas áreas urbanas. Isso corresponde a 14,5% em relação ao estoque de domicílios do país, sendo 14,1% da região urbana e 16,8% da área rural.

A Tabela 1 mostra os resultados obtidos de forma mais detalhada, subdividindo-os por unidades de Federação, grandes regiões e regiões metropolitanas. Mostra também as parcelas referentes à zona rural e urbana para cada área.

Tabela 1: Déficit Habitacional no Brasil (2006)

ESPECIFICAÇÃO	DÉFICIT HABITACIONAL				PERCENTUAL DOS DOMICÍLIOS			
	TOTAL	URBANA	RURAL		TOTAL	URBANA	RURAL	
			Total	extensão urbana			Total	extensão urbana
Norte	831.703	619.072	212.631	4.164	22,0	21,5	23,7	13,1
Rondonia	71.977	51.929	20.048	3.107	16,5	17,4	14,6	12,3
Acre	28.933	22.446	6.487	-	17,8	18,9	15,0	-
Amazonas	199.555	160.147	39.408	397	24,4	25,2	21,6	11,1
Roraima	21.061	18.276	2.785	-	20,7	22,1	14,7	-
Pará	418.368	304.705	113.663	660	23,9	22,7	27,5	23,5
<i>RM Belém</i>	<i>127.253</i>	<i>124.501</i>	<i>2.752</i>	<i>660</i>	<i>23,8</i>	<i>23,8</i>	<i>22,9</i>	<i>23,5</i>
Amapá	20.054	18.863	1.191	-	14,0	14,1	12,5	-
Tocantins	71.755	42.706	29.049	-	19,8	15,9	30,8	-
Nordeste	2.684.536	1.837.712	846.824	8.125	19,5	18,1	23,3	11,2
Maranhão	543.117	274.930	268.187	3.312	36,5	26,8	57,9	25,0
Piauí	158.331	93.316	65.015	-	20,0	18,8	22,1	-
Ceará	414.155	316.406	97.749	-	19,0	18,6	20,6	-
<i>RM Fortaleza</i>	<i>175.488</i>	<i>171.272</i>	<i>4.216</i>	-	<i>18,9</i>	<i>19,0</i>	<i>16,2</i>	-
Rio Grande do Norte	135.119	97.647	37.472	2.349	16,2	15,8	17,4	11,4
Paraíba	170.358	131.320	39.038	-	17,3	16,8	19,3	-
Pernambuco	403.842	317.256	86.586	1.030	17,2	17,1	17,6	3,6
<i>RM Recife</i>	<i>199.598</i>	<i>192.458</i>	<i>7.140</i>	-	<i>18,9</i>	<i>18,6</i>	<i>31,5</i>	-
Alagoas	130.363	85.298	45.065	1.434	16,7	15,6	19,3	14,3
Sergipe	92.729	76.702	16.027	-	16,3	16,3	16,1	-
Bahia	636.522	444.837	191.685	-	16,7	16,8	16,5	-
<i>RM Salvador</i>	<i>149.028</i>	<i>146.311</i>	<i>2.717</i>	-	<i>14,7</i>	<i>14,6</i>	<i>15,2</i>	-
Sudeste	2.935.266	2.794.148	141.118	9.856	12,0	12,3	7,8	5,9
Minas Gerais	721.117	646.517	74.600	-	12,6	13,2	9,1	-
<i>RM Belo Horizonte</i>	<i>172.593</i>	<i>171.965</i>	<i>628</i>	-	<i>11,6</i>	<i>11,7</i>	<i>3,3</i>	-
Espírito Santo	126.821	113.524	13.297	-	12,0	13,0	7,5	-
Rio de Janeiro	608.833	596.207	12.626	896	11,8	11,9	8,4	5,0
<i>RM Rio de Janeiro</i>	<i>457.839</i>	<i>454.553</i>	<i>3.286</i>	-	<i>11,7</i>	<i>11,7</i>	<i>12,9</i>	-
São Paulo	1.478.495	1.437.900	40.595	8.960	11,7	12,0	6,1	6,0
<i>RM São Paulo</i>	<i>723.936</i>	<i>705.261</i>	<i>18.675</i>	<i>8.082</i>	<i>12,1</i>	<i>12,3</i>	<i>7,9</i>	<i>5,9</i>
Sul	942.668	809.128	133.540	399	11,0	11,3	9,6	6,7
Paraná	354.280	310.302	43.978	399	11,2	11,5	9,4	6,7
<i>RM Curitiba</i>	<i>115.330</i>	<i>110.730</i>	<i>4.600</i>	<i>399</i>	<i>11,7</i>	<i>12,3</i>	<i>5,6</i>	<i>6,7</i>
Santa Catarina	226.643	195.947	30.696	-	12,4	12,8	10,1	-
Rio Grande do Sul	361.745	302.879	58.866	-	10,2	10,4	9,4	-
<i>RM Porto Alegre</i>	<i>141.633</i>	<i>136.808</i>	<i>4.825</i>	-	<i>10,5</i>	<i>10,7</i>	<i>7,1</i>	-
Centro-Oeste	540.546	483.409	57.137	1.017	13,6	14,1	10,5	15,1
Mato Grosso do Sul	90.739	81.087	9.652	-	13,3	13,8	10,2	-
Mato Grosso	118.861	96.392	22.469	-	14,2	15,1	11,4	-
Goiás	202.275	183.265	19.010	-	11,6	11,9	9,0	-
Distrito Federal	128.671	122.665	6.006	1.017	18,5	18,6	15,7	15,1
Brasil	7.934.719	6.543.469	1.391.250	23.561	14,5	14,1	16,8	8,3
<i>Total das RMs</i>	<i>2.262.698</i>	<i>2.213.859</i>	<i>48.839</i>	<i>9.141</i>	<i>13,1</i>	<i>13,2</i>	<i>9,6</i>	<i>6,3</i>
Demais áreas	5.672.021	4.329.610	1.342.411	14.420	15,2	14,6	17,3	10,5

Fonte: Fundação João Pinheiro (2006)

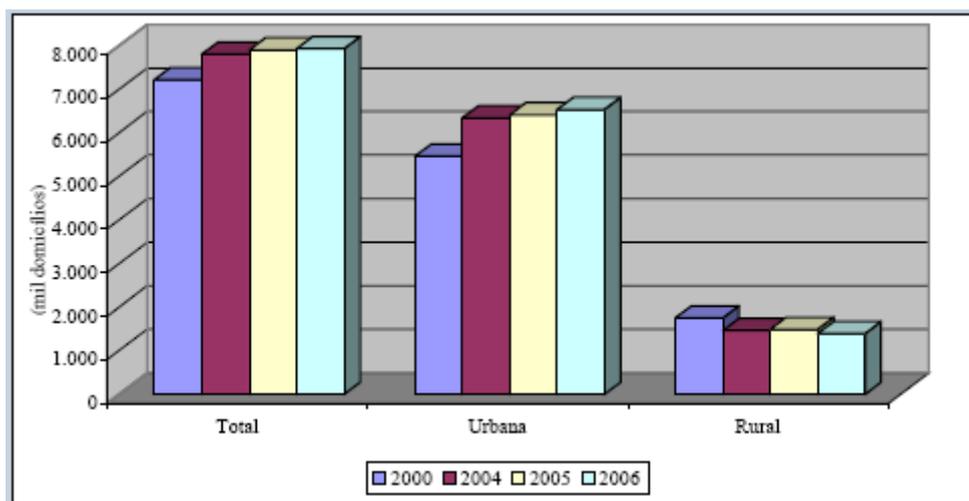
1995. Utiliza dados da Pnad (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio) em seu método. A última publicação de seu relatório sobre o tema é de Março de 2008 e utiliza a base de dados da Pnad 2006.

As regiões metropolitanas (a Pnad pesquisa nas seguintes: Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre) concentram 28,5% das carências habitacionais, o que corresponde a 2,263 milhões de unidades, 13,1% de seus domicílios. Em relação à distribuição entre as grandes regiões, na Sudeste se encontram 37% e na Nordeste 33,7% do déficit de habitações do país. Observa-se, porém, que enquanto na primeira o déficit tem características eminentemente urbanas, responsáveis por 42,8% do total das carências urbanas, no Nordeste o peso das áreas rurais é bastante significativo: 60,8% do total brasileiro estão nela localizados.

Em números absolutos, temos maior déficit nos seguintes estados: São Paulo (1,478 milhões), Minas Gerais (721 mil) e Rio de Janeiro (609 mil), estados integrantes da região Sudeste. Destacam-se ainda alguns estados do Nordeste, como a Bahia (637 mil) e o Maranhão (543 mil) e do Norte (Pará, com 418 mil).

Comparativamente com os anos anteriores, pode-se observar uma diminuição do ritmo de crescimento do déficit entre 2004, 2005 e 2006, aumento em ritmo menos acentuado que o crescimento dos domicílios. Porém tal queda na velocidade do crescimento se deu prioritariamente pelo decréscimo nas áreas rurais. Nas áreas urbanas ainda há crescimento. Tais informações podem ser vistas no Gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução do Déficit Habitacional no Brasil.



Fonte: Fundação João Pinheiro (2006)

Analisando o déficit habitacional segundo faixas de rendimento médio familiar mensal, pode-se observar que mais de 90% das famílias que demandam uma nova

moradia têm renda média mensal de até 3 salários mínimos, correspondendo a 5.921.702 de famílias, em valores absolutos³. Comparando com a situação encontrada em 2000, pode-se observar que houve uma tendência de concentração do déficit habitacional na faixa de menor renda: 82,5% em 2000 para 90,7% em 2006. Tal tendência é mais acentuada no Sudeste, subindo de 77,1% em 2000 para 89,9% em 2006. Tais resultados podem ser inferidos a partir da Tabela 2.

Tabela 2: Déficit Habitacional Urbano - Percentagem em relação a faixas de salário mínimo.

ESPECIFICAÇÃO	2000			2006		
	até 3 s.m.	mais de 3 a 5 s.m.	mais de 5 s.m.	até 3 s.m.	mais de 3 a 5 s.m.	mais de 5 s.m.
Norte	82,9	9,5	7,6	91,2	5,0	3,8
Rondônia	81,0	10,2	8,8	89,7	6,2	4,1
Acre	84,0	8,1	7,9	88,1	5,3	6,6
Amazonas	82,6	10,3	7,1	89,2	5,6	5,2
Roraima	73,2	12,7	14,1	87,0	7,7	5,3
Pará	84,2	8,8	6,9	93,3	4,3	2,4
<i>RM Belém</i>	78,9	10,8	10,3	92,1	4,6	3,3
Amapá	76,9	10,9	12,2	84,2	9,3	6,5
Tocantins	86,8	8,8	4,4	92,0	3,5	4,5
Nordeste	91,3	5,5	3,2	95,0	2,8	2,2
Maranhão	92,4	6,1	1,6	96,3	2,0	1,7
Piauí	91,3	5,6	3,1	89,2	5,7	5,1
Ceará	91,5	5,1	3,5	94,9	3,1	2,0
<i>RM Fortaleza</i>	87,9	6,7	5,4	93,2	3,5	3,3
Rio Grande do Norte	91,8	4,2	4,0	95,3	2,7	2,0
Paraíba	93,7	3,5	2,7	96,9	1,9	1,2
Pernambuco	90,8	5,1	4,0	96,3	1,9	1,8
<i>RM Recife</i>	89,0	6,0	5,1	96,4	1,6	2,0
Alagoas	92,1	4,7	3,2	94,9	2,6	2,5
Sergipe	93,8	3,5	2,7	95,0	2,5	2,5
Bahia	89,7	6,9	3,4	93,7	3,6	2,7
<i>RM Salvador</i>	88,0	6,6	5,4	92,5	4,6	2,9
Sudeste	77,1	11,5	11,4	89,5	6,2	3,9
Minas Gerais	85,7	7,9	6,4	93,0	5,0	2,0
<i>RM Belo Horizonte</i>	83,5	8,6	8,0	90,2	7,0	2,8
Espírito Santo	83,7	9,5	6,8	92,9	4,6	2,5
Rio de Janeiro	75,1	12,3	12,7	91,4	4,4	4,2
<i>RM Rio de Janeiro</i>	73,8	12,6	13,6	91,3	4,7	4,0
São Paulo	72,6	13,4	14,1	87,8	7,6	4,6
<i>RM São Paulo</i>	69,5	14,0	16,5	86,2	7,8	6,0
Sul	78,3	11,5	10,2	85,1	9,0	5,9
Paraná	82,3	9,7	8,0	88,6	7,0	4,4
<i>RM Curitiba</i>	74,2	13,5	12,3	85,7	10,0	4,3
Santa Catarina	72,0	15,0	13,0	79,7	13,3	7,0
Rio Grande do Sul	76,9	12,0	11,1	85,2	8,2	6,6
<i>RM Porto Alegre</i>	72,8	14,0	13,2	86,0	9,6	4,4
Centro-Oeste	81,9	9,3	8,8	88,3	6,1	5,6
Mato Grosso do Sul	85,6	8,3	6,1	89,7	4,2	6,1
Mato Grosso	77,5	11,0	11,5	87,6	7,4	5,0
Goiás	86,0	7,9	6,1	88,9	6,5	4,6
Distrito Federal	75,7	11,3	12,9	86,9	5,8	7,3
Brasil	82,5	9,4	8,1	90,7	5,5	3,8
<i>Total das RMs</i>	77,6	11,0	11,4	89,7	6,1	4,2

Fonte: Fundação João Pinheiro (2006)

³ Os dados utilizados consideram apenas o segmento urbano da população e a área rural de extensão urbana. Não são incluídas as famílias sem declaração de renda.

Podemos mensurar ainda o peso de cada componente do déficit habitacional, de acordo com a Tabela 3:

Tabela 3: Componentes do Déficit Habitacional por situação de domicílio - 2006

ESPECIFICAÇÃO	HABITAÇÃO PRECÁRIA			COABITAÇÃO FAMILIAR			ÔNUS EXCESSIVO COM ALUGUEL
	Total	urbana	rural	Total	urbana	rural	
Norte	225.179	94.028	131.151	538.148	456.668	81.480	68.376
Rondônia	31.082	17.316	13.766	31.938	25.656	6.282	8.957
Acre	2.057	623	1.434	24.678	19.625	5.053	2.198
Amazonas	40.034	18.013	22.021	142.033	124.646	17.387	17.488
Roraima	5.612	3.082	2.530	12.441	12.186	255	3.008
Pará	114.686	45.281	69.405	275.942	231.684	44.258	27.740
<i>RM Belém</i>	<i>7.969</i>	<i>6.867</i>	<i>1.102</i>	<i>106.324</i>	<i>104.674</i>	<i>1.650</i>	<i>12.960</i>
Amapá	2.629	2.006	623	16.344	15.776	568	1.081
Tocantins	29.079	7.707	21.372	34.772	27.095	7.677	7.904
Nordeste	858.100	327.139	530.961	1.477.578	1.161.715	315.863	348.858
Maranhão	350.148	117.573	232.575	171.436	135.824	35.612	21.533
Piauí	70.691	25.265	45.426	80.425	60.836	19.589	7.215
Ceará	110.582	50.111	60.471	244.558	207.280	37.278	59.015
<i>RM Fortaleza</i>	<i>18.853</i>	<i>16.169</i>	<i>2.684</i>	<i>117.482</i>	<i>115.950</i>	<i>1.532</i>	<i>39.153</i>
Rio Grande do Norte	20.451	7.887	12.564	86.000	61.092	24.908	28.668
Paraíba	23.961	12.541	11.420	122.922	95.304	27.618	23.475
Pernambuco	80.589	34.473	46.116	243.017	202.547	40.470	80.236
<i>RM Recife</i>	<i>21.173</i>	<i>17.911</i>	<i>3.262</i>	<i>127.563</i>	<i>123.685</i>	<i>3.878</i>	<i>50.862</i>
Alagoas	34.734	7.837	26.897	77.462	59.294	18.168	18.167
Sergipe	18.554	7.031	11.523	51.645	47.141	4.504	22.530
Bahia	148.390	64.421	83.969	400.113	292.397	107.716	88.019
<i>RM Salvador</i>	<i>11.426</i>	<i>10.884</i>	<i>542</i>	<i>93.043</i>	<i>90.868</i>	<i>2.175</i>	<i>44.559</i>
Sudeste	182.013	146.591	35.422	1.694.769	1.589.073	105.696	1.058.484
Minas Gerais	40.152	21.161	18.991	456.028	400.419	55.609	224.937
<i>RM Belo Horizonte</i>	<i>5.993</i>	<i>5.759</i>	<i>234</i>	<i>106.735</i>	<i>106.341</i>	<i>394</i>	<i>59.865</i>
Espírito Santo	16.728	13.186	3.542	66.429	56.674	9.755	43.664
Rio de Janeiro	29.507	27.940	1.567	346.685	335.626	11.059	232.641
<i>RM Rio de Janeiro</i>	<i>23.245</i>	<i>22.506</i>	<i>739</i>	<i>257.068</i>	<i>254.521</i>	<i>2.547</i>	<i>177.526</i>
São Paulo	95.626	84.304	11.322	825.627	796.354	29.273	557.242
<i>RM São Paulo</i>	<i>50.448</i>	<i>45.243</i>	<i>5.205</i>	<i>369.968</i>	<i>356.498</i>	<i>13.470</i>	<i>303.520</i>
Sul	155.428	107.646	47.782	562.192	476.434	85.758	225.048
Paraná	61.641	42.106	19.535	207.881	183.438	24.443	84.758
<i>RM Curitiba</i>	<i>13.896</i>	<i>12.891</i>	<i>1.005</i>	<i>69.092</i>	<i>65.497</i>	<i>3.595</i>	<i>32.342</i>
Santa Catarina	36.721	28.609	8.112	131.441	108.857	22.584	58.481
Rio Grande do Sul	57.066	36.931	20.135	222.870	184.139	38.731	81.809
<i>RM Porto Alegre</i>	<i>24.177</i>	<i>22.620</i>	<i>1.557</i>	<i>80.416</i>	<i>77.148</i>	<i>3.268</i>	<i>37.040</i>
Centro-Oeste	73.246	42.276	30.970	301.048	274.881	26.167	166.252
Mato Grosso do Sul	14.324	8.952	5.372	56.237	51.957	4.280	20.178
Mato Grosso	27.663	12.603	15.060	61.230	53.821	7.409	29.968
Goiás	22.238	13.637	8.601	113.785	103.376	10.409	66.252
Distrito Federal	9.021	7.084	1.937	69.796	65.727	4.069	49.854
Brasil	1.493.966	717.680	776.286	4.573.735	3.958.771	614.964	1.867.018
<i>Total das RMs</i>	<i>177.180</i>	<i>160.850</i>	<i>16.330</i>	<i>1.327.691</i>	<i>1.295.182</i>	<i>32.509</i>	<i>757.827</i>
<i>Demais áreas</i>	<i>1.316.786</i>	<i>556.830</i>	<i>759.956</i>	<i>3.246.044</i>	<i>2.663.589</i>	<i>582.455</i>	<i>1.109.191</i>

Fonte: Fundação João Pinheiro (2006)

O maior responsável pelas estimativas do déficit habitacional é a coabitação familiar, com 57,7% do total, manifestando-se principalmente nas áreas urbanas (3,959 milhões do total de 4,574 milhões) e possuindo grande presença nas regiões metropolitanas, sobretudo as do Sudeste e Nordeste.

O ônus excessivo com aluguel representa 23,5%, sendo uma característica recorrente e analisada apenas nas áreas urbanas. É mais freqüente na região Sudeste, onde encontramos 56,7% de todas as famílias urbanas com grande comprometimento da renda com aluguel. São mais de 1,058 milhão de famílias, a maioria residindo em São Paulo, particularmente na sua região metropolitana. Esse indicador é reflexo direto das dificuldades do mercado imobiliário em se adequar às necessidades da população e, portanto, espera-se ter peso maior nos grandes centros urbanos.

As habitações precárias correspondem a 18,5% do total. Tem presença marcante nas áreas rurais (776 mil do total de 1,494 milhão), mas pouca representatividade nas áreas urbanas e regiões metropolitanas. Analisando pelas regiões geográficas, as habitações precárias estão concentradas nas regiões Norte e Nordeste: 1,083 milhão ou 72,5%.

3. Aspectos Macroeconômicos do setor de construção civil no país

O mercado imobiliário se insere na cadeia produtiva da construção, que possui notória importância no Produto Interno Bruto (PIB) do país. Segundo dados do Banco Central (Bacen) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2008 o setor contribuiu em 5,1% para o PIB, sendo 18,3% da participação do setor industrial.

A indústria de construção é também importante componente dos investimentos fixos nacionais. Foi responsável por 65% da Formação Bruta de Capital Fixo entre 1980-1996, enquanto que a participação de máquinas e equipamentos respondeu por 29% dos investimentos, em média. Chegou a representar aproximadamente 70% desses investimentos em 1999, segundo dados da CBIC. Atualmente, o setor ainda possui relevante importância na Formação Bruta de Capital Fixo, apresentando em 2008 uma parcela de 40,42%.

Adicionalmente, sua cadeia produtiva gera indiretamente enorme efeito multiplicador sobre o emprego, a renda e os tributos nas três esferas governamentais e sobre outros setores privados da economia. Um estudo⁴ feito pela ANTAC (Associação Nacional de Tecnologia do Ambiente Construído) em 2004 indicou que o índice de encadeamento da construção ocupa o 7º lugar no ranking da economia nacional, sendo considerado um setor-chave da economia. Analisando apenas os encadeamentos para trás, o setor sobe para a terceira posição, revelando o setor como grande consumidor de

⁴ Disponível no site: <http://www.antac.org.br/ambienteconstruido/pdf/revista/artigos/Doc151210.pdf>

insumos e indutor do crescimento para as atividades que o supre e para a economia brasileira em geral. Em valores absolutos, dados da CBIC indicam que o construbusiness movimentou cerca de R\$48,05 bilhões na ligação com os segmentos que estão para trás de sua cadeia produtiva e R\$5,05 bilhões no seu encadeamento para frente.

Em relação ao mercado de trabalho, é grande a absorção de mão-de-obra pelo setor e o poder de reprodução de empregos diretos e indiretos. De acordo com dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego, o estoque de empregos formais diretos ligados ao setor somava 2,103 milhões em Fevereiro de 2009, sendo responsável por 6,1% de todo o pessoal empregado no país. Se analisarmos toda a cadeia da construção, teremos cerca de 8,2 milhões de trabalhadores, entre formais e informais (números de setembro de 2008). Além disso, é o setor que produz de maneira mais eficiente, em termos de produtividade do trabalho (produto por mão-de-obra empregada): R\$ 38.072, em valores de 1997. Finalmente, se observarmos a composição da mão-de-obra empregada, notaremos que é a indústria que emprega mais indivíduos pertencentes às famílias de baixa renda, apresentando função social importante.

Por último, pode-se ainda dizer que a indústria da construção possui reduzido coeficiente de importação por valor de produção, que alcança menos de 2% de sua demanda total. Assim, o crescimento do setor não pressiona a balança comercial e o balanço de pagamentos do país.

II. Histórico do mercado imobiliário no Brasil

1. Meados do século XIX e início do século XX - Primórdios do setor de Construção Civil no Brasil

A questão habitacional brasileira tem origem no início do processo de industrialização no país, a partir do século XIX, com o crescimento das cidades, fruto da necessidade de mão-de-obra. Tal crescimento deu-se de forma desorganizada, gerando deficiências quanto ao alojamento desses trabalhadores e na criação de infra-estrutura urbana necessária para que pudessem viver de forma razoável.

A habitação coletiva (mais de uma família vivendo sob o mesmo teto ou mesmo terreno, nos chamados cortiços) foi a solução improvisada que encontraram para suprir esse problema habitacional inicial. Porém, a população de renda mais alta mobilizou-se contra os cortiços, receosa de que a presença deles nas áreas centrais das cidades desvalorizasse seus imóveis. A classe proletária teve então que se deslocar para regiões periféricas, dando origem às favelas. É nessa época que começa o problema do déficit habitacional brasileiro.

A partir da década de 1930, com a crescente intensificação da industrialização e da urbanização, o Governo Federal passa a intervir diretamente na infra-estrutura e na construção dos primeiros conjuntos habitacionais, tarefa antes de responsabilidade da iniciativa privada. Porém, a atuação dos órgãos públicos foi limitada e insuficiente para reverter a situação.

No início da década de 1950, o déficit habitacional, sem levar em conta as favelas e cortiços, era estimado em 3,6 milhões de moradias. O sistema da Casa Popular, vigente na época para fomentar a construção de moradias, era limitado por não apresentar um indexador dos contratos de financiamento.

Era clara a necessidade de conceber um mecanismo de crédito habitacional que fosse capaz de articular oferta e demanda de recursos necessários para a realização de investimentos habitacionais. Na maioria das vezes, o crédito era obtido de maneira isolada, através do esforço individual. Quando as operações eram intermediadas por bancos, a captação de recursos junto ao público era remunerada com taxa de juros nominais constantes. Com a aceleração do processo inflacionário, as remunerações reais tornaram-se negativas, desestimulando a oferta de recursos e inviabilizando as

operações de crédito. Criou-se então, em 1964, o Sistema Financeiro de Habitação, para suprir a necessidade de maiores investimentos habitacionais no país.

2. 1964 a 1986 – Criação, Auge e Crise do Sistema Financeiro de Habitação

O Sistema Financeiro de Habitação (SFH), criado pelo Governo Federal através da lei número 4.380, em 21 de Agosto de 1964, tinha o objetivo de “facilitar e promover a construção e aquisição da casa própria”, com o intuito de ajudar as classes de baixa renda a financiar a compra de um imóvel. Em tal modelo, o setor público era a principal engrenagem, sendo responsável pelo financiamento e pela determinação das principais normas do sistema. O setor privado era somente responsável pela promoção e execução de projetos de construção de habitações.

A peça-chave no sistema era o recém-criado Banco Nacional de Habitação (BNH), cuja principal atribuição era estabelecer as condições gerais dos financiamentos, tais como prazo, juros, condições de pagamentos e garantias. Era responsável também por incentivar a formação de poupança, disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado de capitais, refinanciar as operações das sociedades de crédito imobiliário, entre outras.

As Sociedades de Crédito Imobiliário também foram criadas pela lei 4.380 e funcionavam como os agentes financeiros do sistema, podendo operar apenas na captação de recursos e no financiamento para a construção, venda ou aquisição de habitações.

Os recursos usados para irrigar o SFH eram provenientes do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), das cadernetas de poupança e da emissão de Letras Hipotecárias.

O FGTS também foi instituído em 1964 e era formado por depósitos mensais por parte do empregador, em nome de cada funcionário, de valor (à época) equivalente a 8% dos respectivos salários nominais. Caso o trabalhador fosse demitido ou em algumas outras situações especiais (como a compra de imóvel, por exemplo), o montante era liberado para este trabalhador. Funcionava como recurso de poupança compulsória do sistema. Os recursos arrecadados pelo FGTS eram geridos e aplicados pelo BNH, que os usava para financiar e refinanciar a elaboração de conjuntos habitacionais, diretamente ou indiretamente, através de refinanciamentos parciais às sociedades de crédito imobiliário.

As cadernetas de poupança foram criadas com o objetivo de captar a poupança voluntária das famílias. Existiam porcentagens específicas para a aplicação desses recursos ao financiamento habitacional, que variaram entre 65% a 75% do saldo médio de depósitos ao longo dos períodos. Deste total, 80% deveriam ser aplicados em operações do SFH e o restante, em operações a taxas de mercado, conhecidas como carteiras hipotecárias. Eram usadas no financiamento imobiliário indiretamente, através da captação pelo BNH, ou diretamente, através da captação pelas sociedades de crédito imobiliário.

O SFH tentou favorecer prioritariamente às classes de baixa renda, uma vez que se estabeleceu a política de subsídio cruzado, que consistia em cobrar taxas de juros diferenciadas e crescentes, de acordo com o valor do financiamento. Tal objetivo não foi plenamente alcançado, pelas próprias limitações de renda dessa parcela da sociedade. O valor elevado do imóvel e o prazo máximo do término do contrato de financiamento comprometiam o orçamento mensal das famílias de baixa renda, inviabilizando a demanda dessa parcela da sociedade por investimentos habitacionais.

O principal avanço do SFH foi a instituição da correção monetária do valor da dívida do mutuário, reajustando as prestações de amortização e juros desta. Corrigia-se monetariamente também os depósitos de caderneta de poupança, as letras hipotecárias e o FGTS. Foi extremamente importante para a solvência do sistema, sobretudo em períodos de alta inflação.

Desse modo, o SFH apresentou-se em um primeiro momento como um modelo bastante interessante. Era favorável a todas as esferas do sistema: quem estava aplicando o dinheiro encontrava níveis de segurança e rentabilidade interessantes nos depósitos em caderneta de poupança e letras imobiliárias; os financiadores (sociedades de crédito imobiliário) conseguiam boas margens de lucratividade, uma vez que as taxas cobradas aos mutuários eram superiores àquelas pactuadas com o BNH; finalmente, possibilitou também que os mutuários pudessem financiar a casa própria por períodos longos (poderia chegar a 30 anos), prestações atraentes e taxas de juros razoáveis.

Assim, houve um boom do setor de construção civil nos anos iniciais, alavancando o número de habitações produzidas, de forma coerente com o déficit de moradias no país. Em poucos anos de operação, o número de unidades habitacionais financiadas passou de 8 mil por ano, em 1964, para 627 mil, em 1980. A taxa de cobertura do sistema (parcela das novas moradias criadas no período que foram atendidas com financiamento) chegou a 70%, em 1980.

No entanto, não tardou muito para que o plano entrasse em colapso, naufragando na maré de hiperinflação que assolou o Brasil, principalmente na década de 80. Os administradores do sistema não foram capazes de conduzi-lo nesses períodos adversos, uma vez que os critérios de reajuste das prestações e do principal da dívida apresentavam desequilíbrio entre si: em 1965, determinou-se que a Unidade Padrão de Capital, que era utilizada como indexador do principal da dívida, fosse reajustada seguindo os índices de variação das ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional). Porém, as prestações, eram reajustadas pela variação do salário mínimo. Ao longo do tempo, formou-se e acentuou-se o descolamento entre elas.

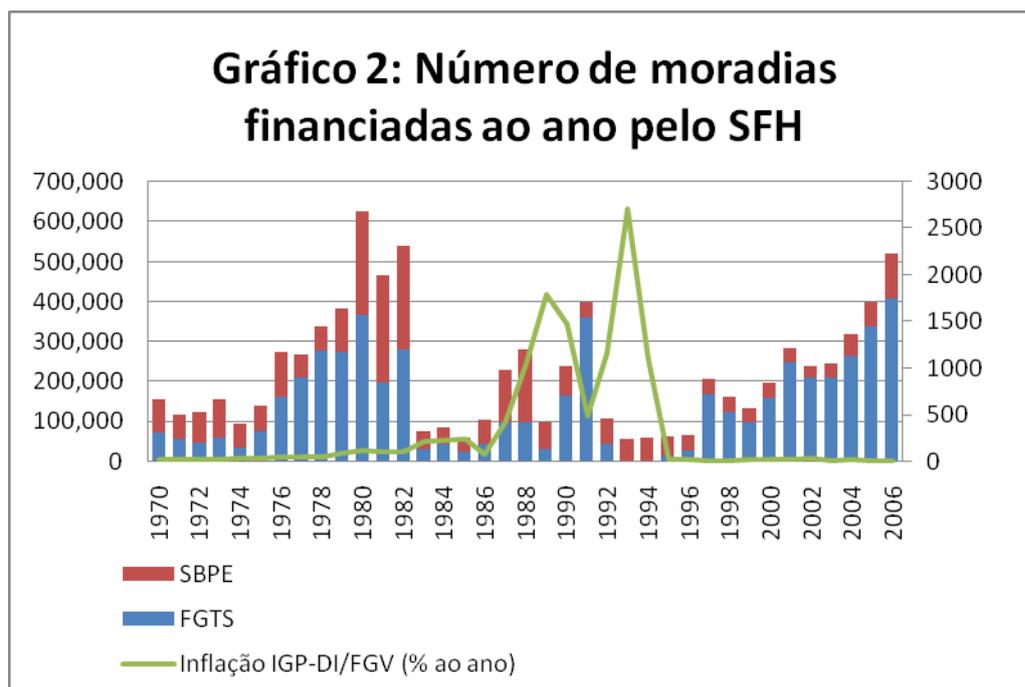
Para cobrir essa diferença, até 1967 a legislação previa que, se houvesse saldo residual ao fim do prazo contratual da dívida, o mutuário teria um prazo adicional equivalente à metade do prazo original do contrato para quitar tal débito. Porém, isso gerava insatisfações por parte dos mutuários, uma vez que se sentiam inseguros por não saberem quando quitariam totalmente o imóvel. Ao mesmo tempo, apresentava riscos ao financiador, uma vez que o principal aumentava e as prestações não eram reajustadas na mesma medida.

Para resolver esses problemas de incerteza, o BNH criou em 1967 o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), espécie de seguro público que o mutuário contratava para garantir, tanto aos mutuários quanto às entidades de crédito, a quitação total do financiamento ao término do prazo contratual. Os recursos direcionados ao fundo viriam de contribuições dos mutuários que optassem pela cobertura do FCVS, tal qual uma apólice de seguro. Enquanto o ambiente econômico apresentou crescimento e a inflação foi estável, características da década de 1970, o Fundo experimentou anos de sucesso.

Porém, quando a inflação começou a galopar, na década de 80, o passivo do FCVS rapidamente ultrapassou seus ativos (montante de contribuições dos mutuários), resultando em uma dívida colossal de R\$ 50 bilhões, em valores atuais, fruto do descasamento flagrante entre prestações e principal da dívida (havia casos em que a prestação da dívida cobria menos que 15% do valor correspondente aos dos juros devidos no período).

Assim, direta e indiretamente, a inflação provocou queda abrupta do montante de unidades financiadas, atingindo número médio inferior a 100 mil unidades ao ano entre 1983 e 1986 (gráfico 2). Os agentes financeiros também ficaram bastante enfraquecidos quanto à sua estrutura contábil, uma vez que as fontes de recursos do SFH (depósitos de

poupança e recursos do FGTS) possuem comportamento pró-cíclico: quando aumenta a renda disponível das famílias, também aumenta a captação líquida do sistema. Todavia, nos períodos recessivos, os saques tendem a superar os depósitos. Isso, aliado ao fato de que há incerteza quanto ao prazo de permanência dos depósitos nos fundos de financiamento ao crédito habitacional, provocaram descasamento de prazo entre ativos e passivos.



Fonte: CBIC Dados e Ipeadata

Tais acontecimentos culminaram com a extinção do BNH em 1986. O FCVS foi transferido inicialmente para o Banco do Brasil, sendo repassado depois para o Ministério de Habitação e finalmente chegando às mãos da Caixa Econômica Federal (CEF). Essa constante troca no comando do Fundo resultou em efeitos ainda piores, pois seus novos gestores não tinham estrutura nem conhecimento para salvá-lo, deteriorando ainda mais sua situação. Por fim, o prejuízo foi absorvido pelo Tesouro Nacional.

Apesar dos problemas, o SFH foi de extrema importância no período de 1964 a 1980. Possibilitou que o mercado da construção civil nacional experimentasse seu momento de maior prosperidade até hoje. Até o ano de 2006, havia financiado ao todo a aquisição de 8,8 milhões de unidades residenciais, sendo 35,4% desse total apenas no período entre 64 e 80.

O Sistema de Financiamento Habitacional existe até hoje, mas ainda não conseguiu reerguer-se a níveis outrora vistos. De 1981 a 1994, sua participação na produção de novas unidades caiu para 20%, 18% a menos que no período entre 1973 e 1980. Para tentar reverter esse quadro, novas políticas têm sido modeladas com o intuito de dar maior pujança ao SFH e ao setor de construção civil em geral.

3. Década de 90 – Plano Real e o Sistema de Financiamento Imobiliário

Com a implantação do Plano Real, em Julho de 1994, o Brasil pôde novamente viver uma fase de estabilidade monetária. Desse modo, surgiram perspectivas otimistas de que o mercado de crédito para o setor imobiliário ressurgisse. No entanto, as altas taxas de juros reais oferecidas pelos títulos públicos (custo de oportunidade alto) combinadas com os altos índices de inadimplência dos mutuários (qualidade baixa do crédito imobiliário) impossibilitou que isso acontecesse. Embora o número médio de unidades financiadas pelo SFH ao ano tenha aumentado para 175 mil entre 1997 e 2000, o déficit habitacional no período não diminuiu.

Frente ao novo cenário, buscaram-se novos mecanismos para reformar o modelo de financiamento imobiliário brasileiro e possibilitar nova aceleração na expansão do setor de construção civil.

Criado em 1997 pela lei número 9.514, como complemento do SFH, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) tem como principais fundamentos a securitização de créditos imobiliários e a maior segurança jurídica nos contratos, garantida com a introdução da alienação fiduciária.

A primeira medida refere-se à possibilidade de desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil, essencial para atrair capitais para a construção civil e gerar eficiência alocativa de recursos no setor. Esse mercado possibilita o encontro de poupadores e investidores de longo prazo, característica inerente ao mercado imobiliário.

A operação de securitização é caracterizada por três negócios principais:

- a) Operação de crédito - compra e venda de um imóvel novo entre o mutuário e o incorporador, com o financiamento feito através de uma agência de crédito (agência de origemação).
- b) Operação financeira - cessão dos créditos originados neste financiamento, entre a agência originadora e a empresa de securitização.

c) Operação imobiliária – emissão e distribuição dos títulos securitizados, entre a companhia securitizadora e os investidores: no Brasil denominam-se Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).

Assim, têm-se três diferentes operações que formam um só negócio jurídico, entre partes que não se relacionam diretamente. Surge então um problema de informação assimétrica: saber entre quem são estabelecidos os vínculos obrigacionais de modo que se aumente a probabilidade de cumprimento de contratos e evite pendências judiciais longas que venham a inviabilizar o processo de transferência de crédito. Para eliminar tal problema, um dos artifícios usados é estipular garantias (pelo menos parciais) amparadas pela legislação, do cumprimento do fluxo de caixa estipulado no caso de inadimplência do usuário.

Para que a securitização dos créditos imobiliários se viabilize, é necessário que obedeam a determinados padrões na sua emissão. Devem ter uniformidade nos lastros dos CRIs, compostos por contratos regidos pelas mesmas cláusulas de índices e periodicidade de reajustes, taxas de juros e prazo de amortização. Também é necessária a uniformidade nos procedimentos de segregação de risco de crédito do mutuário e avaliação da capacidade de pagamento do tomador, com o estabelecimento de limites para o financiamento e estipulando as garantias do contrato. Tais medidas são essenciais para que os investidores conheçam facilmente as características de risco e retorno dos ativos imobiliários, de modo a garantir liquidez para seu mercado. É importante ressaltar que tal padronização em nada interfere na liberdade dos termos de contratação do financiamento entre as partes.

A introdução da alienação fiduciária nos contratos imobiliários é a inovação jurídica que o SFI trouxe e possui extrema relevância para o sucesso das operações de securitização de hipotecas. A possibilidade de retomada do imóvel em caso de inadimplência do mutuário dá ao credor colateral de garantia no contrato de empréstimo.

Apesar das facilidades que o SFI trouxe, até agora seu maior êxito se deu no financiamento de edificações comerciais. Na área habitacional, o sistema não obteve os avanços expressivos esperados, por culpa das altas taxas de juros, da baixa qualidade do crédito imobiliário e dos entraves institucionais e jurídicos da política habitacional, como o elevado custo de execução de hipotecas (embora haja a alienação fiduciária, o

processo de cobrança judicial dos inadimplentes e a retomada do imóvel são lentos e custosos).

A tabela 4 mostra a evolução do estoque de CRIs entre 2000 e 2006:

Tabela 4: Evolução do estoque de Certificados de Recebíveis Imobiliários

Ano	R\$ mil	Número de operações
2000	171.671	5
2001	222.796	13
2002	142.177	9
2003	287.599	17
2004	403.080	29
2005	2.102.322	34
2006	1.071.437	77

Fonte: FGV

Nota-se que, a partir de 2005, o sistema começa a ganhar maior dinamismo, fruto de um maior aperfeiçoamento do arcabouço institucional voltado ao financiamento habitacional. Foram criadas novas leis dentre as quais podemos destacar a lei 10.931, que dispõe sobre o patrimônio de afetação, instrumento que permite a criação de um patrimônio próprio para cada empreendimento, dando maior segurança e transparência ao comprador do imóvel e aos investidores e um regime de tributação mais interessante para as empresas que o adotarem; e a lei 11.196, que introduziu medidas de desoneração tributária, entre as quais está a isenção das aplicações de pessoas físicas em ativos lastreados por títulos imobiliários.

III. Análise do período atual

1. Século XXI – Reaquecimento do setor imobiliário no país

Com a implementação do Plano Real (1994) e a posterior adoção do sistema de metas de inflação (1999), a economia brasileira entra no novo século preparada para retomar seu crescimento. Passadas as turbulências ocorridas devido ao cenário político conturbado do início da década de 2000 (eleições presidenciais e conseqüente crise de confiança no governo recém-eleito), o Brasil começa de fato a experimentar uma trajetória virtuosa de sua economia.

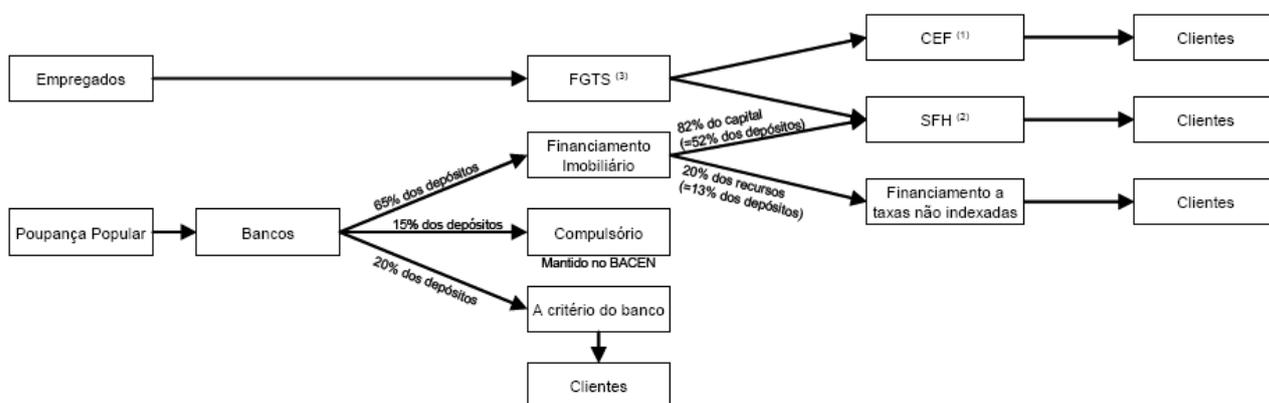
Em 2004, impulsionado pelas exportações, o país retomou o crescimento econômico. Sinais de recuperação do mercado interno refletiram-se no mercado de trabalho, na renda da população e no aquecimento da economia brasileira: Nesse período, o PIB cresceu 4,9%, a taxa média de desemprego caiu e o Real valorizou-se frente ao dólar em 8,9%. As exportações e os investimentos externos proporcionaram um importante superávit em conta corrente de cerca de US\$ 11,7 bilhões, possibilitando redução da dívida externa. Este fator somado com o superávit primário das contas públicas (acima da meta estipulada pelo FMI) também alcançado no período, melhora a percepção de risco da economia brasileira.

Diante desse crescimento, é natural que a inflação cresça de maneira mais vertiginosa. Para que a economia não entrasse novamente em um novo espiral inflacionário, em setembro de 2004 o Banco Central deu início a uma política de aumento da taxa básica de juros, a SELIC (que já era alta), de modo que o aumento de preços voltasse à meta pré-estabelecida. Isso culminou em desaceleração moderada da economia em 2005 (para 2,3%) e queda da inflação de 7,6% em 2004 para 5,7% em 2005. Como as estimativas de inflação começaram a convergir para suas metas, o Banco Central pôde enfim começar o processo de redução da taxa SELIC em setembro de 2005, contribuindo para a estabilidade macroeconômica do país.

A atividade imobiliária volta a encontrar então ambiente favorável ao seu reaquecimento. Inflação moderada e condizente com a meta e taxa de juros em queda contínua são importantes fatores para o reaparecimento do crédito imobiliário, elemento chave para o bom desempenho do setor. Além disso, tais fatores aumentam o poder aquisitivo das classes de renda mais baixas, tornando as prestações e suas devidas

correções financeiramente plausíveis para o segmento de menor poder aquisitivo da economia. Isso acarreta no aumento da demanda pela parcela da sociedade que possui os piores indicadores de déficit habitacional, aquecendo ainda mais o setor imobiliário.

Outro fator preponderante para o ressurgimento da atividade imobiliária nesse período foi a maior regulação do BACEN para que os bancos utilizassem os recursos provenientes das carteiras de poupança conforme a lei determina. A legislação brasileira prevê que pelo menos 65% dos depósitos em conta-poupança sejam utilizados para financiamento imobiliário e que no mínimo 80% sejam destinados empréstimos residenciais pelo SFH (o restante deve ser destinado a operações de financiamento imobiliário contratado a taxas de mercado, envolvendo operações de financiamento habitacional). O diagrama abaixo ilustra como esse modelo é estruturado:



⁽¹⁾ Caixa Econômica Federal.

⁽²⁾ Sistema Financeiro da Habitação.

⁽³⁾ Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, ou FGTS, dedução obrigatória de 8% na folha de pagamento de empregados.

Fonte: Prospecto de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias da CR2 Empreendimentos Imobiliários

No entanto, a legislação não estava sendo respeitada pelas instituições financeiras do país. Durante muito tempo, foi permitido que os bancos brasileiros utilizassem boa parte dos recursos captados na caderneta de poupança para aplicação em títulos do Governo Federal, não se observando plenamente a porcentagem cuja destinação estava prevista em lei para a utilização destes recursos. O Banco Central autorizava uma série de subterfúgios para que os bancos não precisassem se enquadrar nessa exigência, como a utilização de ativos não correlatos pelos bancos (FCVS, por exemplo).

Com a entrada de Armínio Fraga na presidência do Bacen, em 1999, a instituição passou a restringir a capacidade dos bancos de empregar tais ativos, limitando também os investimentos realizados por eles em valores mobiliários de emissão do Governo

Federal. Apesar de ainda não obedecer a lei em sua totalidade (em 31 de Dezembro de 2006 havia aproximadamente R\$ 188,7 bilhões no sistema de poupança, mas apenas 32,9% aplicados em empréstimos imobiliários), tal medida provocou um substancial aumento do montante de recursos disponibilizados para o mercado imobiliário.

Essas condições macroeconômicas favoráveis, somadas com mudanças institucionais (securitização dos créditos imobiliários, com a criação das CRIs), possibilitou que o mercado imobiliário experimentasse um *boom* no período. Entre 2004 e 2007, o volume de recursos destinados ao crédito imobiliário saltou de R\$ 8 bilhões para R\$ 26 bilhões, com um crescimento anual médio aproximado de 50%. A tabela 5 ilustra esse desempenho.

Tabela 5: Evolução do financiamento imobiliário no Brasil (2004 a 2007)

Financiamentos Imobiliários (EM R\$ Milhões)					
ANO	FGTS	SBPE	CRIs	TOTAL	TAXA DE CRESCIMENTO (%)
2004	4.263	3.000	404	7.667	-
2005	6.852	4.793	1.406	13.051	70,2
2006	7.539	9.314	385	17.238	32,1
2007	6.909	18.253	1.015	26.177	51,9

Fonte: Revista do BNDES (2008), dados da Cetip, CVM, Banco Central e CEF

Pode-se ainda verificar o reaquecimento do setor através do gráfico 2 deste trabalho (página 21). Entre 2004 e 2006, o número de moradias financiadas ao ano pelo SFH retomou a níveis do fim da década de 70 e início da década de 80, auge do financiamento à habitação no Brasil. Em 2006, esse número superou o de 500.000 unidades financiadas ao ano, fato que só havia ocorrido em 1980 e 1982.

2. Onda de IPOs das empresas do setor

Diante do cenário econômico favorável no período, a saber, economia mundial aquecida, crescimento do PIB nacional, atividade industrial em ascensão, aumento da demanda doméstica, câmbio valorizado, maior estabilidade da inflação e taxas de juros decrescentes, muitas empresas brasileiras enxergaram na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) um meio atraente de captar recursos para realizar novos investimentos e expandir seus negócios. Desse modo, diversos gestores financeiros decidiram por

realizar ofertas públicas primárias de ações das instituições que dirigem, abrindo o capital dessas empresas ao público.

Assim, nos anos de 2006 e 2007, 90 empresas realizaram o IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*, ou Oferta Inicial Pública) de suas ações segundo dados da BOVESPA, sendo 26 em 2006 e 64 em 2007. Em relação à captação dessas empresas, foi registrado em 2006 um montante de R\$15,2 bilhões referente às ofertas públicas iniciais, enquanto que em 2007 esse número aumentou para R\$55,5 bilhões, um crescimento de 365%.

Tal tendência não foi diferente com as empresas do setor de construção. O setor, que já vivia um período de forte crescimento, conseguiu enxergar novas oportunidades de expansão diante do cenário de aumento do crédito e da maior demanda por habitações. Aproveitando-se então da forte liquidez que passava o mercado de bolsa de valores, em grande parte ocasionada pelo crescimento da participação de investidores estrangeiros em aplicações no mercado de capitais brasileiro, diversas empresas do ramo lançaram ações primárias na BOVESPA. Segundo dados da CBIC, em 2006 foi registrada a abertura de capital de 8 empresas do setor, que captaram um montante de R\$ 5,4 bilhões. Em 2007 esta participação dobrou, com o IPO de mais 17 empresas do segmento imobiliário, que auferiram um total de R\$10,5 bilhões.

Atualmente (Junho de 2009), 25 empresas do setor de construção civil estão listadas na BOVESPA, sendo que 20 delas estão inscritas no Novo Mercado⁵. Esta relação pode ser vista na tabela 6, onde NM significa que a empresa encontra-se no segmento do Novo Mercado.

Em um primeiro momento poder-se-ia dizer que o aumento exponencial da presença da indústria da construção no mercado de securitização de recebíveis (através da emissão de CRIs) e, principalmente, no mercado de capitais ratifica a maturidade das empresas do setor (tanto as construtoras quanto as incorporadoras). Isso porque, para ter acesso a esses mercados financeiros, estas devem ter bons níveis de estabilidade e governança corporativa, de modo que o investidor tenha confiança de que elas tenham fundamentos sólidos e uma boa gestão, sendo capazes de utilizar o capital por ele aplicado de maneira eficiente e transparente para criar valor. O fato de 80% das

⁵ Segundo o site da BOVESPA, “o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.” Mais informações podem ser obtidas em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>

empresas do setor estar listada no segmento do Novo Mercado da BOVESPA reforça ainda mais essa visão.

Não há como negar também que estas firmas do mercado imobiliário atingiram seus objetivos ao abrirem capital, captando valores consideráveis no lançamento das ações. O volume de captação já citado comprova este fato.

Tabela 6: Empresas do setor de construção civil listadas na BOVESPA.

Razão Social	Segmento	Razão Social	Segmento
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	NM	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	NM
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM	INPAR S.A.	NM
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	NM	JHSF PARTICIPACOES S.A.	NM
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	NM	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	
CIMOB PARTICIPACOES S.A.		KLABIN SEGALL S.A.	NM
COMPANY S.A.		MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NM
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.		PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	NM
CONSTRUTORA TENDA S.A.	NM	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NM
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND E PART	NM	SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.	
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NM	TECNISA S.A.	NM
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	NM	TRISUL S.A.	NM
GAFISA S.A.	NM		

Fonte: BOVESPA

Porém, é bem provável que essa ávida abertura de capital das empresas do ramo trouxe também pontos negativos. Uma consequência que pode ser considerada negativa para a sociedade é a diminuição da competitividade na indústria. Com o reforço de caixa advindo das aberturas de capital, muitas empresas de maior porte se utilizaram desse montante adicional para promover aquisições de empresas menores ou formar *joint-ventures* com concorrentes, de modo a expandir seus negócios (tanto por segmento de atuação quanto por área geográfica, aumentando seu *market share*) e capacidade de produção (com o aumento do seu *land bank*, por exemplo), auferindo maiores margens, devido às economias de escala e sinergias. Tal estratégia diminui a competição no setor, o que, segundo a teoria econômica clássica, aumenta o *markup* das empresas, aumentando também suas margens de lucro. Porém, para o consumidor e a sociedade em geral, tal fato provoca efeitos adversos, uma vez que a quantidade ofertada tende a cair e o preço das novas unidades produzidas a aumentar. Tal movimento ainda não

atingiu níveis alarmantes, mas pode ser uma dificuldade para reduzir o déficit habitacional futuramente.

Mais grave foi a bolha criada no setor, levando os preços das ações a subirem acima do seu valor justo, uma vez que o mercado à época vivia certa “irracionalidade exuberante”, sendo leniente com relação aos riscos que as empresas poderiam estar correndo e otimista em excesso por projetar a performance futura das empresas majoritariamente nos cenários mais otimistas. Além disso, grande parte das ofertas foi colocada na condição *overpriced* (supervalorizadas) se analisarmos a capacidade de geração de renda a partir dos desempenhos históricos das empresas.

Isto ocorreu pois dois aspectos importantes dessa questão foram negligenciados pelos investidores. O primeiro foi a divulgação pelas empresas de projeções futuras exorbitantes de produção de novas unidades, através de seus *guidances*⁶ de planejamento. O segundo também é, mas não somente, uma explicação para o primeiro. Em cenários adversos de retração econômica, o setor imobiliário sofre bastante, uma vez que tanto a oferta de crédito fica mais escassa (sobretudo para os investimentos de longo prazo, como os imobiliários) quanto os mutuários vêm-se com maior dificuldade de pagar as prestações do seu imóvel recém-adquirido, aumentando consideravelmente a inadimplência e a ocorrência de distratos (desistência da compra do imóvel).

Assim, após o *boom* inicial, as ações das empresas imobiliárias começaram a cair vertiginosamente. A situação agravou-se quando, no terceiro trimestre de 2008, a crise financeira internacional iniciada no mercado dos créditos *subprimes* (hipotecas de alto risco) norte-americano aportou no mercado de ações brasileiro. Os papéis do setor foram um dos que mais sofreram por esses e outros fatores.

3. Análise de expectativas de crescimento e planos de construção das empresas: fazia sentido o que estavam planejando?

Para um melhor entendimento da formação da bolha nas ações das imobiliárias e seu sucessivo estouro, é útil analisar com mais cuidado as projeções das empresas para seus respectivos desempenhos e para o setor como um todo.

Muitas empresas costumam revelar seus *guidances* de planejamento através dos “Prospectos de Distribuição Pública Primária de Ações”, divulgadas pelas empresas à

⁶ *Guidance* é uma previsão de determinados resultados financeiros, ou números, pela empresa que o fornece.

época de seus IPOs, das Divulgações de Resultado trimestrais e anuais, requeridas para todas as empresas listadas na BOVESPA ou de Comunicados ao Mercado.

Tal prática vem ganhando cada vez mais adeptos entre as empresas listadas na BOVESPA, sobretudo as menores e menos conhecidas e as que abriram capital há pouco tempo, com o intuito de atrair a atenção dos investidores para seus papéis, aumentar a confiança destes com a empresa, diminuir a volatilidade do preço das ações e aproximá-lo de seu preço justo, aumentando assim o valor de mercado das empresas.

Porém, ao adotar este método, cresce também o risco de dano à credibilidade do *management*, caso tais gestores prometam mais ao mercado do que consigam produzir. Serão então penalizados e o preço de seus papéis poderá ter perdas substanciais. Esse risco é maior em empresas que possuem alta volatilidade em suas operações, sendo difícil realizar projeções com alta probabilidade de ocorrência. Seria o caso das empresas imobiliárias, cuja volatilidade é alta por serem muito sensíveis à mudanças nos indicadores de inflação, na taxa de juros e na oferta de crédito.

As companhias do setor imobiliário costumam divulgar apenas projeções operacionais, esquivando-se das financeiras, por serem de mais difícil previsão. Algumas delas chegam a divulgar o planejamento de quantas unidades serão lançadas, mas não são todas. Mais freqüente entre elas é divulgar o Valor Geral de Vendas (VGV) a ser lançado. O VGV a ser lançado seria o valor total a ser potencialmente obtido pela venda de todas as Unidades a serem lançadas de determinado empreendimento imobiliário ao preço de lançamento.

Para analisar a qualidade dos *guidances* das empresas, foram utilizados os valores divulgados em meios já citados do VGV de lançamentos programados das 20 empresas do setor de construção civil listadas no Novo Mercado, por terem as melhores práticas de governança corporativa. Foram previsões das próprias empresas do que planejavam lançar em 2006/2007 (época do *boom* do mercado imobiliário e da criação da bolha dessas empresas na BOVESPA) para os anos de 2007/2008⁷. A seguir, o Relatório Anual de cada uma dessas empresas foi consultado para descobrir quanto essas empresas efetivamente lançaram ao fim de cada período (valores medidos também em VGV). A tabela 7 mostra os resultados obtidos.

⁷ O ano de 2009 não foi utilizado pois a maior parte das empresas divulga apenas o *guidance* anual, e até a conclusão deste trabalho, havia apenas os resultados trimestrais.

Tabela 7: Estudo da qualidade dos *guidances* das empresas do setor de construção civil.

Lançamentos Previstos - VGV (em R\$ milhões)		
Empresa	2007	2008
Abyara	1.659	2.200
Agra	1.284	1.700
CR2	602	638
Cyrela	4.600	7.000
Even	1.284	1.900
Gafisa	1.900	3.000
Helbor	420	1.021
Brascan	800	1.200
JHSF	900	1.900
Trisul	620	1.600
Camargo Corrêa	1.260	2.000
Tecnisa	1.000	1.700
Inpar	1.500	2.500
Rodobens	380	634
PDG Realty	1.200	2.100
Tenda	1.500	2.850
MRV	1.100	2.800
Rossi	1.800	2.160
Klabin Segall	1.100	1.500
Ez Tec	650	1.117
TOTAL	25.559	41.520

Lançamentos Efetivos - VGV (em R\$ milhões)		
Empresa	2007	2008
Abyara	1.158	875
Agra	2.205	1.554
CR2	385	293
Cyrela	3.428	3.332
Even	1.758	1.435
Gafisa	2.236	4.196
Helbor	569	589
Brascan	1.157	1.584
JHSF	450	1.469
Trisul	622	703
Camargo Corrêa	1.221	948
Tecnisa	878	1.518
Inpar	1.353	822
Rodobens	434	659
PDG Realty	1.233	2.612
Tenda	1.997	1.944
MRV	1.200	2.533
Rossi	1.981	2.045
Klabin Segall	1.086	1.017
Ez Tec	384	436
TOTAL	25.735	30.564

Fonte: Elaboração própria, dados divulgados pelas empresas.

Em 2007, o desempenho parece ser bem satisfatório, se analisarmos o VGV somado dos lançamentos de todas as empresas e as suas previsões. Por este método, infere-se que o lançado supera ligeiramente o planejado para o ano. Porém, a quantidade de empresas que ficaram abaixo das expectativas chama a atenção. Nove empresas tiveram resultados aquém de seus *guidances*, 45% do total.

Ainda há outra anomalia que a tabela não revela. Neste ano, diversas empresas não iam alcançar o *guidance* divulgado e, para que seus resultados não ficassem abaixo das expectativas, no último trimestre de 2007 adiantaram empreendimentos que estavam programados para 2008.

Quando são analisados os resultados de 2008, o problema é ainda pior. O VGV lançado consolidado de todas as empresas somou 30.564 milhões, enquanto o que foi prometido ultrapassava os 41 bilhões de reais, um gap de 35%. Quanto ao número de

empresas que deixaram de cumprir suas metas, este número pulou para 15 em 2008, 75% do total.

É difícil saber qual parcela dessa gritante diferença pode ser atribuída ao desaquecimento global que a crise financeira que explodiu no fim de 2008 provocou. Porém, isso não é motivo que as empresas possam usar para justificar metas tão superestimadas.

Ao optar por divulgar uma projeção para seus lançamentos, as empresas devem ser conservadoras nas suas previsões. Caso contrário, correm o risco de não cumprir o que foi prometido, acarretando na revisão do preço das suas ações, que cairão para incluir nele um resultado abaixo do previsto e a perda da confiança na diretoria.

Foi o que aconteceu com as companhias do setor de construção civil. Por estarem vivendo em uma fase de economia aquecida e redenção do setor, muitas empresas realizaram previsões enxergando apenas cenários altamente otimistas, ignorando fatores exógenos que pudessem resultar em cenários menos prósperos no futuro. O que ocorreu foi leniência em relação à análise de risco destas firmas, que, na ganância de aproveitar o momento favorável e crescer exponencialmente, ignoraram aspectos econômicos básicos.

Algumas empresas, inclusive, alavancaram-se exageradamente para realizar mais investimentos. A Abyara é o exemplo mais emblemático: fechou o ano com uma dívida total de R\$ 420 milhões, dos quais R\$ 300 milhões vencendo em 2009. Como consequência, teve que enxugar a folha de pagamentos em 40% e vender projetos a outros incorporadores. Finalmente, em fevereiro de 2009, 62,13% do capital da companhia foi vendido à Agra Incorporadora e ao investidor espanhol Enrique Bañuelos de Castro, que negociaram a dívida com os bancos credores.

4. Impactos da crise financeira e programa “Minha Casa, Minha Vida”

Conforme já dito neste trabalho, em meados de 2008 a bolha imobiliária americana estourou. O mercado de créditos *subprime* entrou em colapso, contaminando todo o mercado financeiro norte-americano. A crise de confiança entre instituições financeiras e investidores se instala e pára a economia dos EUA. As ações listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) desabam e diversas instituições financeiras colapsam e são socorridas através da injeção de dinheiro público.

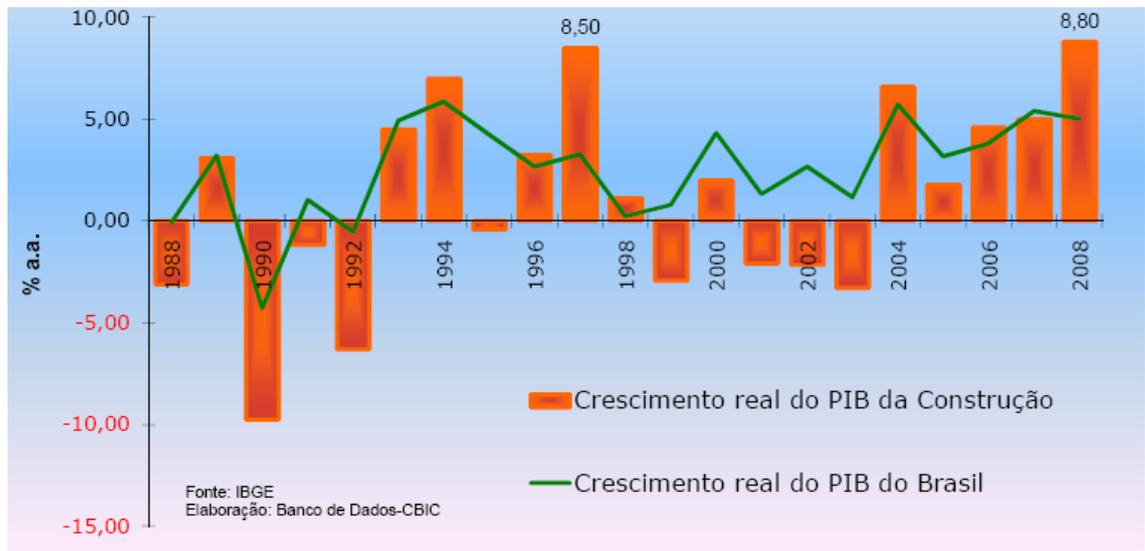
Os primeiros efeitos dessa crise no Brasil foram sentidos no mercado financeiro. Como grande parte dos investidores da BOVESPA é composta por estrangeiros, estes logo se desfizeram de suas posições no Brasil para cobrir seus prejuízos no exterior. Adicionalmente, sempre que uma crise estoura, a aversão ao risco aumenta, o que provoca um movimento de *flight-to-quality* (“vôo para a qualidade”), fazendo com que os detentores de ativos mais arriscados (como ações) transfiram seus recursos para papéis mais seguros (títulos públicos, por exemplo). Observou-se então um movimento de baixa muito acentuado da BOVESPA de setembro a dezembro de 2008.

A seguir, a crise contaminou o mercado de crédito brasileiro. Diversas instituições financeiras cortaram linhas de crédito e aumentaram os *spreads* para os empréstimos, fruto da falta de confiança entre os agentes do mercado, além do fato dos bancos terem perdido substancialmente *funding* internacional com o colapso do sistema financeiro norte-americano. Tal fato levou a uma queda abrupta do nível de investimento da economia brasileira, aumento do desemprego e diminuição do consumo, culminando em um cenário de retração econômica no Brasil de 0,8% no primeiro trimestre de 2009, segundo dados do PIB divulgados pelo IBGE.

Assim, como o restante da economia, o setor de construção civil sofreu muito com os impactos da crise financeira. Como o setor é muito dependente do financiamento de terceiros, a restrição ao crédito abalou severamente o setor. Adicionalmente, o número de casos de inadimplência e distratos disparou, sobretudo nos mercados de renda baixa e média-baixa, que possuem maior demanda reprimida e onde as empresas mais enxergavam oportunidades de crescimento.

Como consequência, o mercado imobiliário brasileiro freou bruscamente. Como o setor trabalha com ciclos longos e quando se inicia um empreendimento ele caminha até o seu fim, as obras que já haviam sido lançadas (em conjunto com o momento de bonança ainda vivido pelo mercado no 1º semestre de 2008) garantiram crescimento do setor acima do PIB no ano. Inclusive, foi o melhor resultado do setor nos últimos 20 anos, como mostra o gráfico 3. Porém, se observarmos pelo ponto de vista dos lançamentos, podemos analisar como o setor imobiliário sofreu.

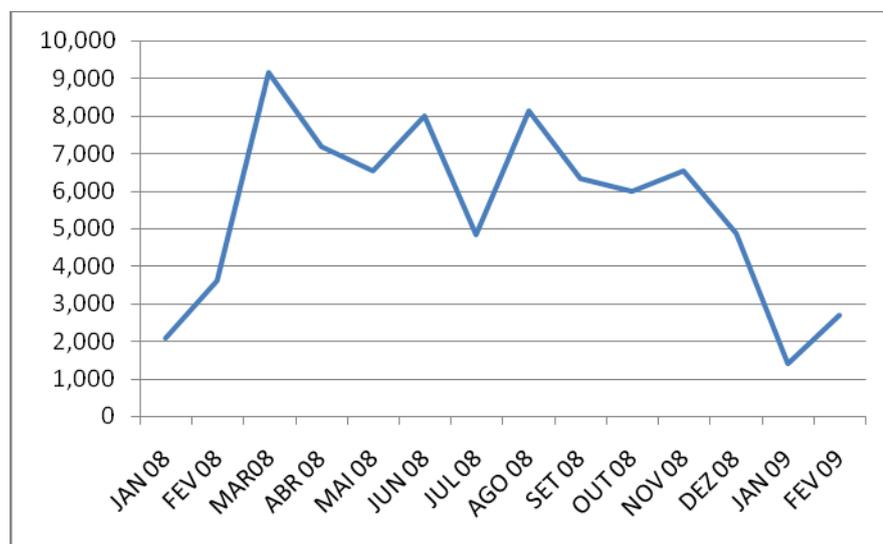
Gráfico 3: Comparação entre a taxa real de crescimento do PIB brasileiro e Valor Agregado Bruto da Construção.



Fonte: CBIC

As empresas cancelaram ou adiaram grande parte de seus lançamentos e algumas até desistiram de projetos que já haviam sido lançados e estavam em fase inicial. Tiveram também dificuldades de prosseguir com as obras já em andamento, sobretudo as que tinham menos caixa e eram mais dependentes das linhas de crédito. O gráfico 4 mostra o número de unidades lançadas ao mês entre janeiro de 2008 e fevereiro de 2009 para 8 capitais do país, a saber: Belo Horizonte, Fortaleza, Goiânia, Maceió, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro e São Paulo.

Gráfico 4: Unidades lançadas ao mês entre janeiro de 2008 e fevereiro de 2009.



Dados: CBIC

As ações do setor de construção civil, que já vinham apresentando baixas durante o ano de 2008 como forma de ajustamento (devido à precificação e alta fora da realidade destas em 2006 e 2007, conforme já dito), sofreram ainda mais com a crise. Os papéis de todas as empresas desabaram, sendo que algumas ações tiveram quedas de mais de 90% no ano, caso da Abyara e da Inpar. A tabela 8 apresenta a cotação das ações em 26/12/2008 e o acumulado na semana, mês, ano e 52 semanas.

Tabela 8: Cotação e variações das ações das empresas de construção civil em 26/12/2008.

	Código Ação	Cotação R\$	Variações (%)				
			Dia	Semana	Mês	Ano	52-sem
Construção Civil							
Abyara	ABYA3	1,54	0,7	0,0	2,7	(92,9)	(92,9)
Agra Incor	AGIN3	1,65	(0,6)	(1,8)	17,9	(85,9)	(85,9)
Br Brokers	BBRK3	1,62	4,5	1,9	4,5	(87,5)	(87,5)
Brascan Residen.	BISA3	2,30	0,4	3,6	1,8	(78,6)	(78,6)
Camargo Des Imob	CCIM3	2,46	(3,1)	(3,1)	(9,9)	(78,6)	(78,6)
CR2	CRDE3	3,40	0,0	(1,4)	12,2	(76,1)	(76,1)
Cyre Com. Prop.	CCPR3	6,89	12,4	2,8	17,8	(42,3)	(42,3)
Cyrela	CYRE3	8,55	4,9	(6,0)	9,1	(64,6)	(64,6)
Even	EVEN3	3,15	(0,3)	(1,6)	34,0	(81,3)	(81,3)
Gafisa	GFSA3	9,40	0,1	(9,2)	7,3	(71,5)	(71,5)
Inpar	INPR3	1,58	(4,2)	3,3	1,9	(91,8)	(91,8)
JHSF	JHSF3	1,62	(2,4)	(2,4)	(1,8)	(71,2)	(71,2)
Klabin Segall	KSSA3	2,45	(7,9)	(8,6)	(10,6)	(81,6)	(81,6)
Lopes Brasil	LPSB3	6,10	5,2	0,2	(2,4)	(82,1)	(82,1)
MRV	MRVE3	9,50	(0,8)	(1,0)	5,6	(75,0)	(75,0)
PDG Realty	PDGR3	9,80	(2,9)	(2,4)	8,8	(60,2)	(60,2)
Rodobens	RDN13	7,00	(2,1)	(7,2)	(25,5)	(66,9)	(66,9)
Rossi Resid.	RSID3	3,62	3,4	(0,8)	5,2	(83,9)	(83,9)
São Carlos	SCAR3	10,20	2,0	(0,9)	(2,8)	(37,0)	(37,0)
Tecnisa	TCSA3	3,49	9,4	9,4	20,3	(68,9)	(68,9)
Tenda	TEND3	1,12	5,7	5,7	9,8	(89,1)	(89,1)

Fonte: Ativa CTV

Em relação ao mercado de trabalho no setor, até dezembro de 2008 tinham sido demitidas 100 mil pessoas. Atitude esta que demonstra o desespero dos empresários na época, ávidos por cortar custos. Porém, pode-se considerar este comportamento exagerado, uma vez que não se sabia os rumos que o setor ia tomar. Caso os impactos não sejam tão fortes (cenário que vem se desenhando para o segundo semestre de 2009), os custos de recompor o quadro de funcionários serão muito maiores do que se não houvesse as demissões em massa.

Sobre os impactos da crise, um último ponto merece ser destacado. Segundo Carlos Guedes, CEO da CR2 Empreendimentos Imobiliários, o setor imobiliário (e também a economia brasileira como um todo) só não sofreu mais com os impactos da crise financeira porque o Brasil não possui um mercado de hipotecas e de securitização forte. Tem-se então uma situação curiosa: o ponto fraco do sistema imobiliário brasileiro foi o responsável para que o setor no Brasil não sofresse tanto quanto em outras regiões (Estados Unidos e Europa, principalmente).

A resposta do governo brasileiro para conter a derrocada da construção veio em abril de 2009. O Governo Federal lançou o programa “Minha Casa, Minha Vida”, composto por várias iniciativas destinadas a reaquecer a atividade imobiliária no país, aumentando oferta habitacional para o segmento com renda de até 10 salários mínimos, visando também reduzir o déficit habitacional no Brasil em 14%.

Serão no total cerca de R\$34 bilhões em investimentos do Governo Federal, dos quais, dentre outras destinações, R\$16 bilhões visam à aquisição de casas ou apartamentos para o público de renda familiar de até três salários mínimos e R\$12 bilhões a subsidiar o financiamento de imóveis novos, em construção ou lançamento, para famílias de renda de até dez salários mínimos.

O programa habitacional inclui uma linha especial de financiamento de R\$5 bilhões para incentivar as construtoras a investir em infra-estrutura básica por meio de crédito corporativo. O pagamento deste financiamento será feito em até 36 meses, com carência até a conclusão da obra (limitada a 18 meses). O BNDES também vai oferecer linhas de financiamento à cadeia produtiva do setor da construção civil, para promover a competitividade do setor, elevar o nível de qualidade das construtoras e fornecedoras e estimular investimentos em alternativas de menor custo, menor prazo de entrega e menor impacto ambiental, além de mais qualidade na construção.

A prestação mensal máxima será de 10% da renda do beneficiário (sendo a prestação mínima de R\$50,0), pelo período de dez anos, sendo o restante subsidiado pelo Governo Federal por meio de R\$16,0 bilhões.

As especificações para a construção das unidades para até 3 salários mínimos são casas com 35m² ou prédios com apartamentos de 42 m², em conjuntos habitacionais de até 500 unidades ou condomínios de até 250 unidades. O valor máximo do imóvel será de R\$130 mil, nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio e Distrito Federal, de R\$100 mil, nos municípios com mais de 100 mil habitantes e demais regiões metropolitanas das capitais, e de R\$80 mil, nos demais municípios.

Além disso, o governo também reduziu a alíquota de IPI incidente sobre 30 itens do material de construção, como cimento, argamassas e concreto, incentivando ainda mais a produção de novas residências.

Apesar do programa ser bem estruturado, ainda é cedo para dizer como o “Minha Casa, Minha Vida” vai afetar o mercado imobiliário. Porém, apesar da lenta decolagem, as empresas estão com expectativas bastante otimistas. Mesmo as que atuavam no mercado de renda média e alta estão desenvolvendo projetos para os segmentos mais populares, no intuito de se aproveitar do pacote. A reação do mercado também foi positiva e as ações encontram-se bem valorizadas em 2009, recuperando parte das perdas do ano passado.

Conclusão

Como forma de concluir este trabalho, serão apresentadas algumas sugestões para melhorar a eficiência do mercado imobiliário brasileiro, que surgem a partir dessa apresentação.

Em primeiro lugar, é de fundamental importância que as empresas avaliem melhor seus riscos com o intuito de planejar melhor suas atividades futuras. Foi visto que a bolha nas ações das empresas do setor de construção civil do país surgiu por causa de previsões otimistas em excesso fornecidas pelas próprias empresas. Isso culminou com a queda abrupta do preço dos papéis, causando perdas aos acionistas, à empresa e a diminuição da confiança dos gestores do setor. Assim, melhorar a governança corporativa e a transparência das empresas, implementando métodos mais eficientes de cálculo de cenários e do risco é essencial.

O governo também pode atuar neste sentido, regulando de maneira mais adequada as informações que as empresas divulgam. Como a atividade imobiliária tem profunda importância social, como geração de empregos e redução do déficit habitacional, além da importância econômica, esta prática seria válida, uma vez que há o interesse da sociedade em geral na performance do mercado. A CVM pode ser o órgão adequado, aumentando a regulação das empresas. Porém, para que haja um maior monitoramento do setor (visto que apenas as empresas listadas na BOVESPA devem apresentar informações a ela), poderia ser criado um órgão específico de coordenação e controle das atividades imobiliárias.

Por último, seria de extrema importância para aumentar a eficiência na atividade imobiliária a criação de um mercado de hipotecas, desenvolvendo o mercado de securitização no Brasil. Tal medida aumentaria o financiamento do sistema imobiliário, aumentando a participação dos setores privados no processo, que hoje é muito pequena. Para que não haja risco dessa atividade apresentar os problemas que o mercado norte-americano enfrentou a partir de 2008, tal mercado deveria ser extremamente regulado, impedindo o surgimento de problemas de informação assimétrica.

Bibliografia

CARNEIRO, Dionísio Dias e M. V. F. VALPASSOS. **Financiamento à Habitação e Instabilidade Econômica**, Editora Fundação Getúlio Vargas, 2003