

# O setor imobiliário habitacional pós-2015: crise ou acomodação?

The post-2015 housing real estate sector: crisis or adjustment?

Raphael Brito Faustino [I]  
Luciana de Oliveira Royer [II]

## Resumo

O artigo busca analisar os ciclos de expansão, estabilidade e retração do mercado imobiliário nas duas últimas décadas. Para tal, faz uso dos dados referentes ao financiamento imobiliário no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e do Programa Minha Casa Minha Vida, principal programa habitacional no período entre 2003 e 2020. A partir dos indicadores apresentados, considera que os ciclos do mercado imobiliário dependem, em grande medida, das transformações ocorridas na política macroeconômica adotada no País, que acabam por afetar as políticas públicas e o padrão de demanda por crédito imobiliário. É, contudo, no período de retração que os agentes do mercado imobiliário pressionam por modificações na regulação do setor, que tendem a impactar o próximo ciclo de expansão.

**Palavras-chave:** financiamento habitacional; política habitacional; SFH; mercado imobiliário.

## Abstract

*The article seeks to analyze the cycles of expansion, stability and contraction of the real estate market in the last two decades. To this end, it uses data referring to real estate financing within the scope of the Brazilian Housing Finance System and of the Minha Casa Minha Vida Program, the main housing program in the period between 2003 and 2020. Based on the indicators presented, it considers that the cycles of the real estate market depend, to a large extent, on the transformations occurred in the macroeconomic policy adopted in the country, which end up affecting public policies and the pattern of demand for real estate credit. However, it is during the contraction cycle that agents in the real estate market press for changes in the sector's regulation, which tend to impact the next expansion cycle.*

**Keywords:** housing loan; housing policy; Brazilian housing finance system; real estate market.



## Introdução

O protagonismo do mercado imobiliário nas duas últimas décadas é destacado como fator-chave para compreender os ciclos da economia brasileira no período. A expansão do crédito imobiliário em conjunto com as modificações nas fontes de financiamento, o desenvolvimento de programas habitacionais, a expansão e transformações das empresas que operam no setor compõem parte importante da trajetória econômica do País em período recente.

Nesse sentido, compreender os ciclos de expansão, estabilidade e retração do financiamento imobiliário habitacional nos permite destacar importantes considerações sobre o desenvolvimento da política de habitação, bem como suas implicações sobre a produção do espaço urbano. É central, contudo, identificar o papel do capital imobiliário e das empresas do setor da construção civil no processo, para a compreensão do impacto e relevância dos fundos públicos na sustentação do setor.

Como base do processo de urbanização acelerada no Brasil, Cano (2011) destaca que o capital mercantil, característico de regiões atrasadas e subdesenvolvidas, assume novas formas e busca novas atividades, em especial vinculadas ao poder público, com destaque para atividades vinculadas ao capital imobiliário, construção civil, atividades imobiliárias e especulação urbana. Em linha com essa interpretação, Lessa (1981) considera que o capital imobiliário no Brasil possui duas faces, uma mercantil, que vai depender da circulação de mercadorias apoiada numa articulação orgânica com o Estado; e outra, financeira, envolvida

na mobilização de capital necessária para sua reprodução e, em seguida, a criação de ativos financeiros vinculados a essa mobilização.

Contudo, faz-se necessário acrescentar as transformações ocorridas na organização dos capitais envolvidos na produção imobiliária e na produção do espaço urbano. Desenvolve-se, na literatura pertinente ao tema, uma gama de estudos com o objetivo de compreender essas transformações no atual estágio de reprodução do sistema capitalista, caracterizado por elevados ganhos financeiros, que se articulam em múltiplas perspectivas com os movimentos da produção e da economia real. Acrescentamos, ainda, a necessidade de avaliarmos essas perspectivas através das especificidades da economia brasileira, bem como o contexto recente de expansão e crise econômica.

Nesse sentido, destacamos que o setor da produção e incorporação imobiliária no Brasil também passa por importantes transformações, associando-se às modificações em curso na economia global. Lencioni (2014) descreve o processo de concentração e centralização do capital ocorrido nas empresas do setor no Brasil, que permitiram o ciclo de expansão identificado entre 2007 e 2014. Para a autora, o processo de concentração ocorre de maneira quantitativa e pode ser identificado no setor imobiliário através da abertura de capitais das empresas na bolsa de valores, na elevação do acesso ao crédito, caracterizando-se por expansão das atividades, do mercado e dos equipamentos e trabalhadores vinculados à produção. Já, a centralização de capital, a autora descreve como um processo qualitativo de transformação das empresas do setor imobiliário, em especial através de aquisição, associação e fusão das empresas. Lencioni (ibid.)

destaca, ainda, que esses processos podem ser identificados como a principal forma de penetração em novos mercados, fator determinante no setor imobiliário em período recente.

Tais processos conduzem a novas dinâmicas do mercado que articulam a política habitacional com os setores da construção civil e do mercado residencial, em especial a partir dos anos 2000 (Shimbo, 2017). Essas novas dinâmicas implicam transformações na gestão das empresas do setor, particularmente após a abertura de capitais ocorrida em meados da década de 2000, que alteram os modelos de produção e custos das empresas, em atendimento aos interesses tanto dos investidores internacionais como da política habitacional.

Destacamos, assim, a necessidade de compreender a complexidade e a articulação dos capitais envolvidos na produção imobiliária, com vistas à sua perspectiva histórica e às alterações recentes, estas conduzidas pela abertura de capitais das grandes empresas do setor, bem como maior aproximação de métricas de rentabilidade associadas ao capital financeiro. Como destacam Mioto e Penha Filho (2019), a partir da abertura de capital, as determinações do capital fictício ganham ainda mais destaque na produção do espaço no País, apontando como os negócios vinculados à terra e a produção podem representar valorização financeira das empresas que atuam no segmento.

Se a complexidade dos capitais envolvidos no setor imobiliário é condição fundamental para compreender a produção do espaço urbano no País, a fragmentação e a articulação de diferentes tipos de capitais, pensados inclusive a partir do sistema de crédito e promoção da política habitacional, devem ser entendidas como variável central. Segundo Mioto e Penha Filho

Isso conduz ao fato de que se por um lado o capital fictício permitiu a expansão da atividade do capital de incorporação é o capital portador de juros que garante a continuidade da valorização do capital de incorporação. Desse modo, bloqueios de crédito no sistema bancário tendem a contrair tanto a demanda como a oferta de novas habitações. (Ibid., pp. 53-54)

Como destacado por Harvey (2013), seria impossível promover investimentos de longo prazo, como no ambiente construído, bem como acessar o consumo individual de mercadorias de longa duração, como habitação, sem o desenvolvimento de mecanismos de financiamento, inclusive através do Estado e a dívida pública.

Colocam-se, como central para as interpretações do presente trabalho, as dinâmicas do sistema de crédito, particularmente a estrutura desenvolvida para o financiamento de longo prazo no Brasil, em especial o crédito imobiliário. Como afirmam Belluzzo e Galípolo (2019), a expansão e a contração do crédito pertencem à dinâmica capitalista e não podem ser entendidos como distorções ou anomalias da dinâmica econômica. Para os autores, ainda é necessário compreender a importância do crédito e suas relações com a demanda efetiva, uma vez que a decisão dos gastos dos empresários em bens de produção acaba por ser avaliada pelo sistema de crédito.

A especificidade do caso brasileiro reside, sobretudo, na estrutura que sustentou o financiamento habitacional no País desde meados do século XX e que dialoga com características intrínsecas ao nosso desenvolvimento econômico. Conforme apresentado por Tavares (1999), o Estado brasileiro não foi capaz de promover a constituição de um capital financeiro privado e nacional, fracassando na

consolidação de um mercado de capitais, em especial no financiamento de longo prazo. Tal problema acabou solucionado, ao menos em parte, pelos fundos parafiscais de poupança forçada dos trabalhadores, como o FGTS.

Ressaltam-se, ainda, no período contemporâneo, as conexões entre os mecanismos de crédito e financiamento público e os processos de financeirização, com impactos no ambiente construído através das relações entre recursos públicos e privados (Klink e Barcellos de Souza, 2017).

Destacamos, por fim, que a dinâmica histórica dos mecanismos de financiamento no País incorpora-se às transformações do atual estágio do sistema capitalista e à inserção do País na dinâmica econômica mundial (Paulani, 2012). Precisamente sobre o mercado imobiliário e os instrumentos de financiamento, essas transformações podem ser identificadas nas mudanças ocorridas na gestão das empresas da construção civil, como destacam Mioto e Penha Filho (2019), ou mesmo as alterações no funcionamento do FGTS, apontadas por Royer (2016).

É nesse contexto que buscamos analisar o financiamento imobiliário no Brasil entre 2003 e 2020, de forma a avançar na compreensão do seu impacto no desenvolvimento das políticas habitacionais, das articulações com a política econômica e das implicações sobre as cidades brasileiras. Para tal, este artigo está organizado em três partes, além desta introdução e das considerações finais. A primeira parte busca apresentar dados do financiamento do setor imobiliário, em conjunto com o principal programa habitacional desenvolvido no período, o Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV). A segunda parte pretende avaliar as relações entre

o financiamento imobiliário e a condução da política econômica no período. Por fim, a terceira parte busca analisar o processo de inflexão ocorrido no setor entre 2015 e 2020, destacando as peculiaridades da chamada crise do setor imobiliário.

## O financiamento habitacional no Brasil (2003-2020)

Como destaca a literatura nacional sobre o tema, em especial Fix (2011), Rufino (2016) e Shimbo (2016), a partir dos anos 2000 ocorre um alinhamento inédito entre os principais agentes da produção imobiliária no Brasil. A atuação do Estado, não apenas na disponibilização do crédito e recursos financeiros, mas também através de suas instituições e desenvolvimento de nova legislação, modificou o patamar da produção habitacional no País (Royer, 2016; Shimbo, 2016).

Faz-se necessário, também, compreender a participação do Estado como agente na produção do espaço urbano e como garantidor das iniciativas capitalistas no setor imobiliário. Para Shimbo (ibid.), o papel do Estado foi articulado através de três mecanismos: programas de financiamento ao consumidor e produção; leis e resoluções; e criação de instituições. A articulação dos três mecanismos foi responsável por criar um ambiente propício à expansão do setor imobiliário a partir de meados da década de 2000. Cabe ressaltar que a regulação e o desenvolvimento de programas e políticas públicas ao longo dos anos 1990 e 2000 cumpriram papel fundamental na expansão do mercado imobiliário brasileiro após 2009 (Royer, 2016).

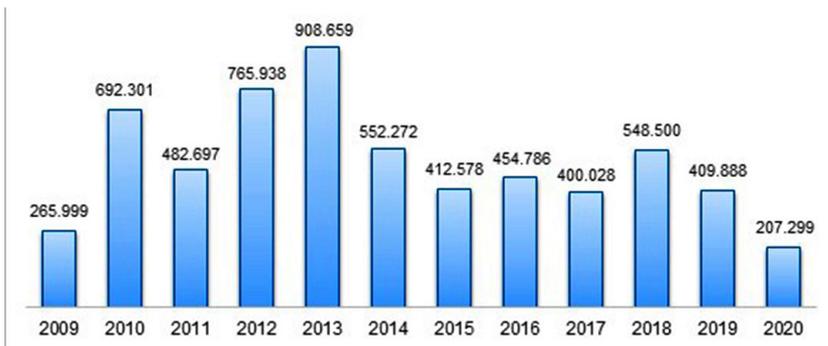
Como opção metodológica, optou-se por analisar o financiamento imobiliário habitacional a partir das fontes de recursos que organizam o Sistema Financeiro de Habitação,<sup>1</sup> a saber: o Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), apoiado no Orçamento Geral da União (OGU); o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Em complemento, destacamos as contratações realizadas no âmbito do PMCMV, dada sua importância no período, tanto no volume de recursos envolvidos e sua relação com a política econômica, quanto seu impacto no setor da construção civil.

Inicia-se por uma análise dos recursos e unidades contratadas no âmbito do PMCMV por conta da importância que tem o programa para o setor no período analisado por este artigo, como se verá adiante. É sabido que

o PMCMV tem seu *funding* nos recursos do FGTS e nos recursos do OGU, contando, ainda, com recursos do antigo FDS e outros aportes existentes no âmbito do FAR que não apenas o FGTS e o OGU (Eloy, Costa e Rossetto, 2013; Royer, 2014; Locatelli, 2020).

O Gráfico 1 destaca o número de unidades contratadas através do PMCMV entre 2009 e 2020. No auge das contratações do PMCMV, em 2013, foram contratadas mais de 908 mil unidades habitacionais, enquanto, no período posterior, já sob os impactos da desaceleração econômica e da mudança nos rumos das políticas de estímulo para o setor da construção civil, as contratações diminuem de maneira significativa. Destaca-se, ainda, que em 2020<sup>2</sup> foram contratadas pouco mais de 207 mil unidades habitacionais, o menor valor desde sua criação em 2009.

Gráfico 1– Unidades habitacionais contratadas no PMCMV (2009-2020)



Fonte: SISHAB/MDR. Posição 31/12/2020. Consulta em 5 fev 2021. Elaboração própria.

Gráfico 2 – Valores contratados no PMCMV por ano em bilhões (R\$)\*



\* Valores atualizados pelo IPCA para dez./2020

Fonte: SISHAB/MDR. Posição 31/12/2020. Consulta em 5 fev 2021. Elaboração própria.

É possível identificar a mesma tendência de redução quando se analisa o volume de recursos envolvidos na contratação do Programa, conforme o Gráfico 2. Após o ano de 2013, que apresentou o maior volume de recursos envolvidos na contratação do Minha Casa Minha Vida, com R\$97,78 bilhões, o período 2014-2019 apresentou redução de aproximadamente R\$30 bilhões ao ano, em média, com contratações na ordem de R\$60 bilhões. Novamente, as modificações na condução do Programa impactaram o volume de recursos contratados no ano de 2020, em torno de R\$30 bilhões, mesmo patamar de seu ano de criação.

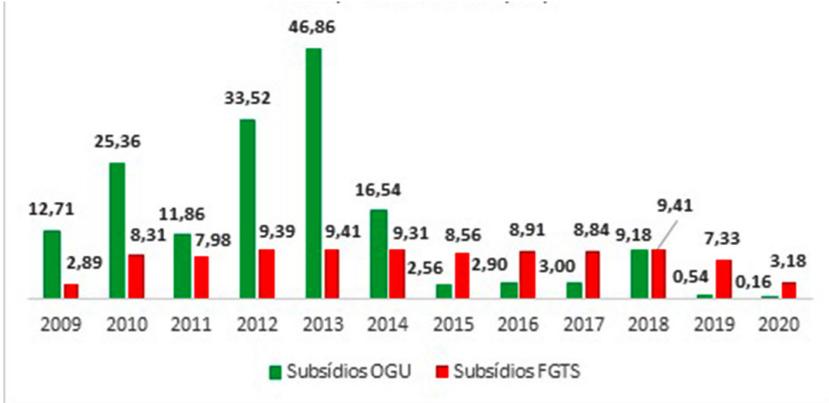
O Gráfico 3<sup>3</sup> apresenta os valores de subsídios aportados no Programa Minha Casa Minha Vida, de acordo com a origem de recursos. Destaca-se, a princípio, a expressiva redução de recursos do Orçamento Geral da União (OGU) na parcela de subsídios. Após mais de R\$20 bilhões de recursos do OGU aplicados em 2012 e mais de R\$30 bilhões

aplicados em 2013, verifica-se redução já a partir de 2014 (R\$11bilhões).

A redução mais expressiva, contudo, ocorre a partir de 2015, já em linha com as políticas de austeridade econômica adotadas pelo Governo naquele momento. O subsídio do Orçamento Geral da União foi de apenas R\$1,8 bilhão em 2015, mantendo-se em valores reduzidos a partir de então, com pequena elevação no ano de 2018. Em linha com o processo de desestruturação do PMCMV, os subsídios com recursos do OGU foram praticamente inexpressivos entre 2019 e 2020.

Esses dados também são importantes para apontar a relação entre a política macroeconômica e a evolução do setor imobiliário no período pós-2014, como veremos adiante. O subsídio do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) mantém-se estável ao longo de praticamente todo o período de existência do Programa. Nesse sentido, identifica-se o FGTS como fonte de recursos que sofre menor impacto da crise econômica.

Gráfico 3 – Valores dos subsídios no PMCMV (2009-2020) em bilhões (R\$)\*

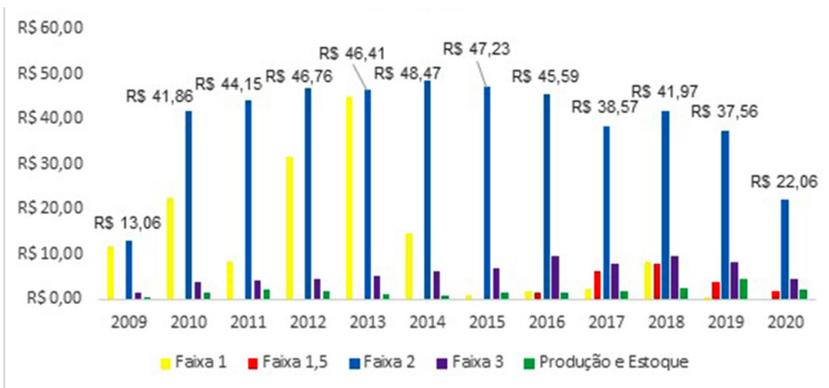


\* Valores atualizados pelo IPCA para dez/2020.  
 Fonte: Ministério do Desenvolvimento Regional. Posição 30 nov 2020. Elaboração própria.

O número de unidades habitacionais contratadas pelo PMCMV segue a mesma tendência, como detalhado no Gráfico 4.<sup>4</sup> O volume de unidades na Faixa 2 permanece estável ao longo de todo o período do Programa, enquanto as unidades da Faixa 1, que apresentavam maior

volume antes de 2013, foram pouco expressivas no período de crise. Além disso, cabe ressaltar a participação da Faixa 2, que apresenta uma combinação de subsídios do OGU e do FGTS, o que permitiu a manutenção dos valores contratados mesmo no período de crise econômica

Gráfico 4 – Valores contratados no PMCMV por faixa em bilhões (R\$)\*



\* Valores atualizados pelo IPCA para dez/2020.  
 Fonte: SISHAB/MDR. Posição 31/12/2020. Consulta em 5 fev 2021. Elaboração própria.

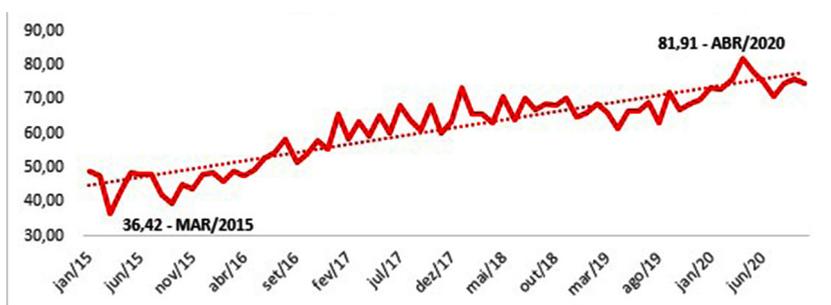
Nesse sentido, cabe ressaltar o papel do PMCMV ao promover a inserção de uma parcela da população de média renda no mercado habitacional. A inclusão dessa demanda se dá a partir da utilização de fundos públicos e semipúblicos, como forma de aumentar o atendimento de moradia através do mercado privado (Fix e Arantes, 2009; Cardoso et al., 2011).

Outro aspecto importante com relação ao PMCMV diz respeito a sua importância para o setor imobiliário, em especial a partir da crise econômica e da consolidação das políticas de austeridade fiscal. Tal fato pode ser identificado ao analisarmos a participação do Programa, em comparação ao total de unidades vendidas, conforme o Gráfico 5. Ainda que com algumas oscilações, a trajetória de elevação do percentual de unidades do MCMV no total de unidades vendidas é identificada ao longo do período 2015-2020, com participação superior a 60% das unidades vendidas a partir de janeiro/2017, chegando a superar 81% em abril de 2020, nos primeiros meses da pandemia de Covid-19.<sup>5</sup>

Os recursos do SBPE, compostos pelas aplicações disponíveis nas cadernetas de poupança, apresentaram significativa queda nos valores contratados no período 2015-2018, retomando trajetória ascendente a partir de 2019, como mostra o Gráfico 6. Entre 2011 e 2014, os valores contratados superaram os R\$120 bilhões, a valores de dezembro de 2020, com grande inflexão a partir de 2015 e mantendo-se na faixa dos R\$55 bilhões entre 2016 e 2018, em média. Destaca-se, contudo, significativa elevação no ano de 2020, graças às modificações nas condições de financiamento, que discutiremos adiante.

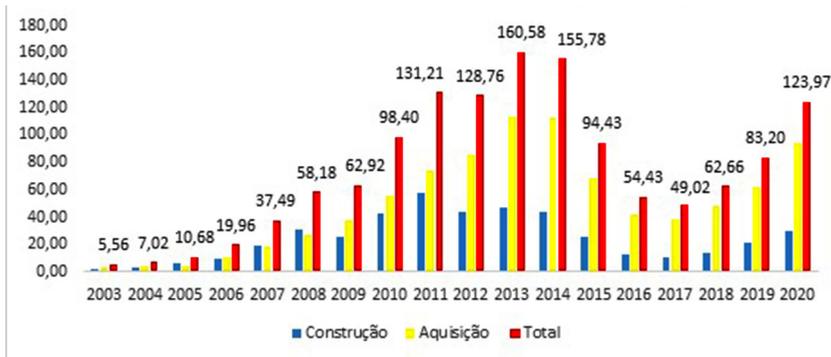
Já o Gráfico 7 apresenta o número de unidades habitacionais contratadas com recursos do SBPE. Entre 2013 e 2014, foram contratadas aproximadamente 530 mil unidades ao ano, maior resultado do período, que ainda apresentou contratações expressivas entre 2010 e 2012. A redução dos valores contratados foi acompanhada de redução do número de unidades no período após 2014. Entre 2016 e 2019 foram contratadas, em média, 225 mil

Gráfico 5 – Participação do MCMV nas unidades vendidas – (%)



Fonte: Abrainc/Fipe. Elaboração própria.

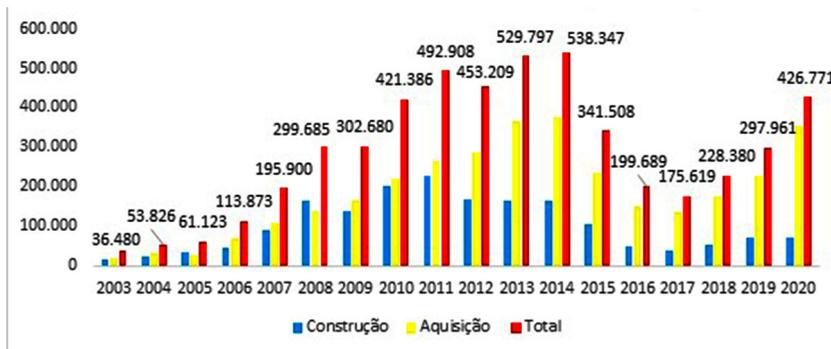
Gráfico 6 – Valores contratados – SBPE (2003-2020)



Valores atualizados pelo IPCA para dez/2020.

Fonte: Abecip. Elaboração própria.

Gráfico 7 – Unidades contratadas – SBPE (2003-2020)



Fonte: Abecip. Elaboração própria.

unidades ao ano, resultado inferior ao ano de 2008. Novamente, destaca-se importante elevação no número de unidades habitacionais contratadas no ano de 2020.

Importante ressaltar que o número de unidades contratadas no ano de 2017, propagado por importantes *players* do mercado como

um ano de crise profunda do setor (Quintão, 2017), foi superior em 54% em relação ao ano de 2006, designado como um ano de retomada histórica dos lançamentos imobiliários, ilustrando o caráter cíclico desse mercado e o novo patamar adquirido a partir do aporte do fundo público e da escala alcançada nos anos 2009-2014.

Além disso, os recursos contratados com fonte do FGTS, em seus principais programas,<sup>6</sup> apresentaram trajetória ascendente até 2014 e mantiveram aplicações expressivas mesmo no período de crise. Como alternativa aos recursos do OGU e do SBPE, que diminuíram ao longo do período 2014-2018, os recursos do FGTS mantiveram-se como parte fundamental do financiamento do setor habitacional.

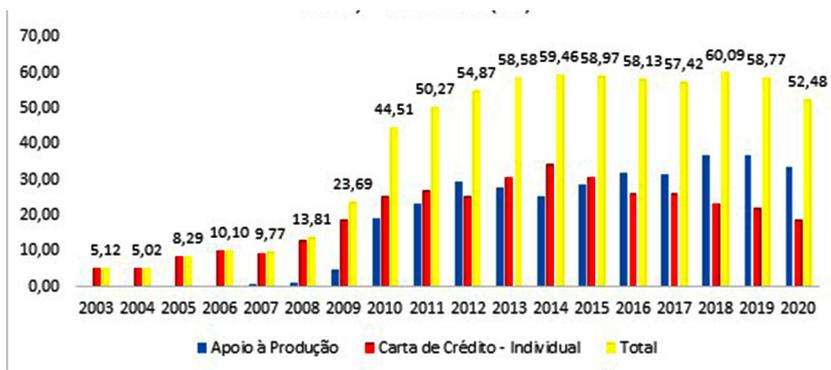
Como descreve o Gráfico 8, os valores contratados através do FGTS apresentam expressiva elevação após 2009. Em média, os financiamentos apresentavam valores próximos a R\$10,50 bilhões, no período 2005-2008. Enquanto, em 2011, atingem valores acima de R\$50 bilhões, ambos em valores de dezembro 2020. Entre 2011 e 2020, o ritmo de crescimento dos valores contratados diminui, sem, contudo, reduzir esse patamar. No entanto, se compararmos o desempenho do FGTS e do SBPE, identificamos que, em 2020,

o patamar no qual o FGTS vinha se sustentando cai enquanto o volume emprestado pelo SBPE sobe.

Já em número de unidades habitacionais contratadas, o FGTS mantém trajetória estável, inclusive no período de crise, como aponta o Gráfico 9. Entre 2011 e 2020, o FGTS financiou, em seus principais Programas, aproximadamente 500 mil unidades habitacionais ao ano, servindo como importante suporte ao Programa Minha Casa, Minha Vida. Como destacam Palladini e Pereira (2018, p. 888):

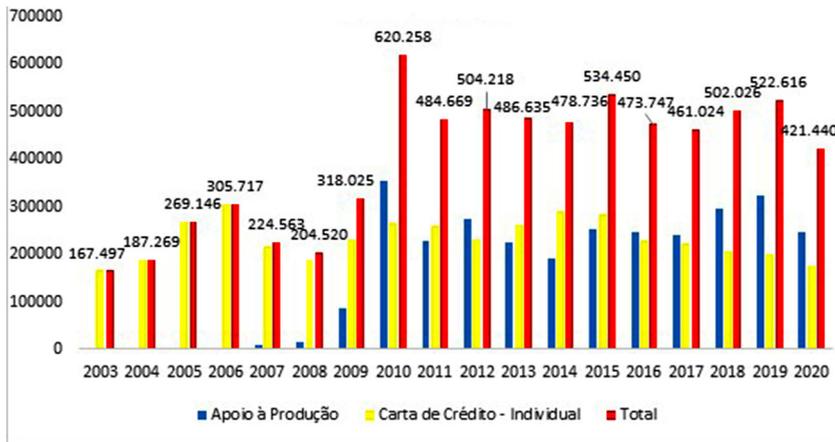
O elevado volume de recursos públicos e da poupança de fundos semipúblicos (FGTS) canalizados para o programa permitiu que se suprisse a ausência de demanda efetiva (ou seja, com capacidade de pagamento) em volume suficiente para dar vazão aos estoques e à alta capacidade instalada que as empresas de construção haviam constituído no período anterior à crise.

Gráfico 8 – Valores contratados por Programa – FGTS (2003-2020) bilhões de (R\$)\*



\* Valores atualizados pelo IPCA para dez/2020.  
Fonte: CBICDADOS. Elaboração própria.

Gráfico 9 – Unidades habitacionais contratadas por Programa – FGTS (2003-2020)



Fonte: CBICDADOS. Elaboração própria.

## Considerações sobre o financiamento imobiliário e a política econômica no período 2015-2020

A crise que impactou a economia brasileira afetou diretamente o comportamento dos agentes vinculados ao mercado imobiliário. É sabido que esse mercado tem uma relação direta com os principais indicadores macroeconômicos, em especial a taxa de juros (Mendonça, 2013). O ano de 2014 marca o início da desaceleração econômica no Brasil, ainda que o crescimento tenha sido de 0,5% no ano, a atividade econômica já dava sinais de desaceleração. Em 2015 e 2016, com importantes mudanças na condução da política macroeconômica, o País apresenta queda da atividade econômica, de 3,5% e 3,3%, respectivamente. A retomada da atividade ocorre de maneira bastante lenta, com crescimento de 1,3%, 1,8% e 1,4% nos anos de

2017, 2018 e 2019. Já sob reflexos da pandemia de Covid-19, no ano de 2020, a queda foi de 4,1%.

A tímida retomada da atividade econômica entre 2017 e 2019 ainda não superava as quedas ocorridas nos anos de 2015 e 2016, sendo o País novamente atingindo por forte recessão em 2020.<sup>7</sup> Como destacam Pires, Borges e Borça (2019), a atual crise econômica apresentava a mais lenta retomada da história antes mesmo dos impactos da pandemia em 2020.

Sicsú (2019) avança na interpretação sobre a retomada da atividade econômica, em especial ao analisar outros indicadores, além do produto. Para o autor, exemplos de outras crises indicam que a recuperação não ocorre apenas pela retomada do produto, mas, sim, a partir de outros dados importantes. Assim, destaca que indicadores como a taxa de desemprego, em conjunto com o índice de trabalhadores com carteira assinada, o nível de capacidade ociosa, a parcela de investimento

e a acumulação de capital apontam para a manutenção da estagnação da economia brasileira. A partir dessa interpretação, o autor considera que a economia brasileira, no período 2014-2018, enfrenta um quadro de depressão, cuja característica e processo de retomada tornam-se ainda mais complexos.

Com relação ao setor imobiliário, cabe ressaltar que as modificações da condução da política macroeconômica afetam a atividade do setor. Como descrito por diversos autores, a exemplo de Carvalho (2018), a redução do papel do Estado brasileiro como indutor do investimento através na nova política macroeconômica definida a partir de 2011 representa forte impacto na redução da atividade econômica.

Os investimentos públicos destacam-se como forte componente na expansão econômica ocorrida no Brasil entre 2007-2014. Durante esse período, parte expressiva dos investimentos públicos ocorreu em atividades vinculadas ao setor de infraestrutura urbana (Programa de Aceleração do Crescimento) e na construção de unidades habitacionais (Programa Minha Casa Minha Vida). Nesse sentido, o investimento público cumpriu papel fundamental no crescimento da atividade imobiliária e pode ser apontado como aspecto fundamental para identificar a redução da atividade do setor imobiliário pós-2015.

É necessário, contudo, ressaltar a característica do financiamento habitacional em um contexto geral do financiamento de longo prazo no País. Compreende-se que o sistema público foi historicamente responsável pela condução do financiamento de longo prazo no país, incluindo o financiamento imobiliário. Tal fato ocorre, em especial, a partir da mobilização de grandes bancos públicos de fomento, bem como do mecanismo de direcionamento

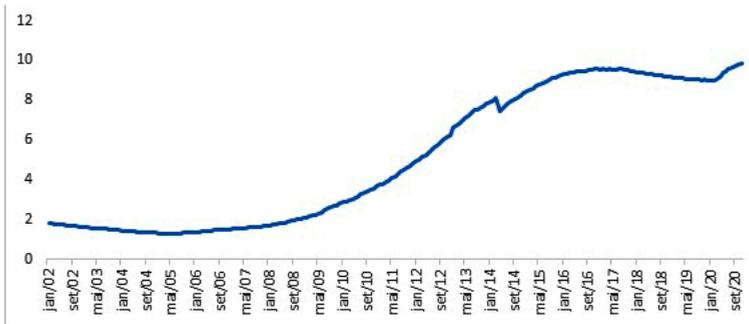
de crédito, através de fundos fiscais e parafiscais de poupança (Mendonça et al., 2018).

Faz-se necessário destacar, entretanto, que parte das condições necessárias para a expansão do crédito imobiliário a partir de meados dos anos 2000 deu-se com base na estrutura de programas desenvolvidos na década anterior. A expansão das políticas de habitação ocorre, em especial, a partir de programas desenvolvidos na década de 1990 com a reestruturação do FGTS pós-Collor (Royer, 2014; Faustino, 2014). A escala atingida pelo financiamento habitacional pós-2004, porém, deu-se a partir das mudanças na condução da política econômica que permitiram o crescimento do financiamento imobiliário e, conseqüentemente, da execução dos programas habitacionais (Faustino, 2014).

Como exemplo, destacamos alguns programas criados na década de 1990, como o Carta de Crédito Individual e o Apoio à Produção, ambos programas de aplicação do FGTS, que cumpriram papel de destaque no período de expansão. Foram necessárias, porém, alterações na condução da expansão do crédito, diminuição nas taxas de juros, elevação do orçamento do FGTS e novos arranjos institucionais como forma de promover o aumento dos recursos aplicados nesses programas (Cubero e Medonça, 2020).

A elevação do crédito imobiliário no período, conforme o Gráfico 10, reflete as alterações destacadas acima. Segundo Deos e Mendonça (2016), é possível identificar três períodos distintos sobre o crédito imobiliário no Brasil em período recente. No primeiro momento, entre 2005 e 2008, a expansão do crédito ocorre a partir dos bancos privados, em especial com modificações regulatórias, estrutura institucional e exigibilidade

Gráfico 10 – Crédito imobiliário/PIB (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

de direcionamento de recursos. Entre 2009 e 2014, os bancos públicos assumem o protagonismo do crédito imobiliário, em um momento em que este cresce em ritmo superior ao crédito total no País. Tal fato ocorre, particularmente, com a modificação da condução da política macroeconômica, com reorientação dos bancos públicos, principalmente com a diminuição do crédito privado durante a crise financeira de 2008.<sup>8</sup> Por fim, o terceiro período, a partir de 2015, é definido com a reversão das operações de crédito imobiliário, inserida em um contexto de crise econômica, em conjunto com uma contração da política monetária e fiscal, bem como com uma nova postura dos bancos privados e reorientação da atuação dos bancos públicos.

Contudo, no âmbito do imobiliário, cabe compreender a dinâmica dos investimentos em habitação, cujo financiamento cumpre papel de destaque como estímulo ao crescimento

econômico. Dentre as possíveis interpretações sobre essa condição, destacamos algumas análises recentes sobre a condução da política econômica e seus componentes vinculados ao financiamento imobiliário.

Orair (2016) afirma que é possível identificar períodos distintos na condução da política fiscal durante o ciclo expansionista da economia brasileira (2006-2014). Para o autor, o período entre 2006 e 2010 pode ser compreendido através do direcionamento dos recursos para investimentos públicos, enquanto, no período 2011-2014, ocorre maior crescimento dos subsídios. Já, a partir de 2015, o autor destaca o início de uma estratégia contracionista da política, em meio à tentativa de ajuste fiscal. Essa distinção permite compreender aspectos importantes da relação entre o financiamento imobiliário na trajetória econômica recente, a partir dos dados apresentados na parte anterior do presente trabalho.

É possível avaliar o financiamento imobiliário no período e compreender os efeitos multiplicadores do investimento a partir de seu caráter de investimento público ou subsídio. A definição apresentada por Orair (ibid.) aponta que os investimentos realizados através do OGU no PMCMV possuem caráter de subsídios em análise sobre a política fiscal. Contudo, Dweck e Teixeira (2017) afirmam que esses investimentos possuem efeitos multiplicadores semelhantes aos investimentos públicos, uma vez que podem ser interpretados, do ponto de vista macroeconômico, como uma obra pública e com comportamento praticamente idêntico à formação bruta de capital fixo, já que não existiriam sem o aporte desses recursos. Ainda segundo esses autores, a parcela referente aos recursos do OGU, vinculados ao FAR/MCMV, apresentou expressiva participação no investimento do Governo Federal. Segundo eles, o investimento do Governo Federal, no período 2009-2014, sem a inclusão do FAR/MCMV foi de 0,99% do PIB, em média, e de 1,13%, incluindo os recursos aplicados através do FAR/MCMV.

Tal fato permite considerações importantes sobre a relação entre o financiamento imobiliário e os resultados da política econômica. Para Magacho e Rocha (2019), os investimentos em infraestrutura e habitação tiveram papel de destaque no período de crescimento econômico compreendido entre 2010 e 2014, bem como podem ser identificados como componentes importantes da queda da atividade econômica a partir de 2015.

Com relação aos recursos do FGTS, Cubero e Medonça (2020) ressaltam o papel do Fundo como componente da política de expansão fiscal e sua relevância no financiamento habitacional e de infraestrutura. As autoras

apontam que o FGTS foi utilizado como parte das ações voltadas à expansão do crédito até o ano de 2015, quando se inicia forte política de austeridade. Destacam, ainda, como o redirecionamento das ações do Estado, a partir de 2016, já no Governo de Michel Temer, altera o formato de utilização do FGTS como fonte de financiamento da habitação e atendimento de demandas sociais. As mudanças ocorridas no âmbito da regulação e da aplicação do FGTS, porém, devem ser objeto de pesquisa detida.

## O setor imobiliário habitacional pós-2015: crise ou acomodação?

A partir das considerações desenvolvidas nas seções anteriores, buscamos avaliar os impactos das modificações sobre o mercado imobiliário, articulando os dados do financiamento e das modificações na política econômica sobre o setor da construção civil. Para tal, destacamos o papel do Estado e dos fundos paraestatais utilizados no financiamento do setor imobiliário, suas articulações com a política habitacional e econômica do período. As oscilações das fontes de financiamento, identificadas na comparação entre o período de euforia e o atual ciclo de retração, também apontam algumas interpretações sobre o processo. Destaca-se, primeiramente, a expressiva queda de recursos do Orçamento Geral da União no Programa Minha Casa Minha Vida. Entre 2009, ano de lançamento do Programa, e 2014, o fim do ciclo de expansão, foram contratados, pelo Governo Federal, mais de R\$146,85 bilhões, com recursos do OGU, enquanto, no período entre 2015 e 2018, foram

contratados R\$18,3 bilhões, de acordo com o Ministério do Desenvolvimento Regional, a valores de dezembro de 2020.

Esses dados são importantes para identificar a concertação que permitiu o ciclo de expansão verificado anteriormente. Se, por um lado, a dinâmica macroeconômica era capaz de influenciar positivamente o setor, por outro lado, a transferência de recursos públicos, através dos subsídios para o PMCMV, cumpriu papel de destaque. Nesse sentido, a desaceleração econômica, em conjunto com as políticas de austeridade, que modificam as formas de direcionamento dos recursos dentro do orçamento público, certamente impede uma retomada nos moldes do padrão anterior, mas não impediu o setor de manter contratações expressivas tanto em número de unidades quanto em valores, se comparadas com o período anterior ao PMCMV.

Como destacado por Guaritá (2018), as modalidades Faixa 2 e 3 do PMCMV seguem a mesma estrutura de risco da construção e incorporação tradicional, enquanto a modalidade Faixa 1, que apresenta grande volume de recursos subsidiados através do Orçamento Geral da União, permite uma nova estrutura de produção e valorização do capital investido pelas construtoras. A autora destaca que a forma de remuneração das obras não ocorre no término do empreendimento como na construção/incorporação tradicional, mas, sim, a partir da estruturação do PMCMV – Faixa 1, com pagamentos mensais, conforme andamento do cronograma de obras, ou seja, parte do lucro do empreendimento é pago mensalmente. Nesse sentido, ao analisar o Retorno sobre o Investimento (ROI), de empreendimentos vinculados à Faixa 1, é possível identificar um elevado grau de alavancagem nos

empreendimentos, com pequena, ou mesmo nenhuma, participação de capital próprio das empresas, o que pode elevar de maneira significativa a rentabilidade (ibid.).

A partir dessa perspectiva, é possível identificar o impacto negativo da retirada dos subsídios do Orçamento Geral da União para o setor imobiliário, compondo parte importante da diminuição da atividade. É necessário ressaltar, entretanto, que o grupo de empresas envolvidas nas diferentes faixas do PMCMV não é homogêneo. Assim, ainda que parte das empresas tenha sido afetada pela redução das contratações na Faixa 1 do Programa, as demais faixas continuaram sustentadas por outras fontes de financiamento, como o FGTS.

Uma característica importante para compreender o financiamento imobiliário no período do PMCMV diz respeito ao foco do mercado privado, definido por Shimbo (2016) como “segmento econômico”. A autora destaca que esse segmento era pouco atraente para grande parte das empresas incorporadoras e construtoras, mas que, graças ao aporte de capital recebido com a abertura dessas empresas na bolsa de valores, em conjunto com a expansão do financiamento oferecido pelos programas governamentais através do SFH, foi responsável pelo período de grande expansão entre 2009 e 2014. Penha Filho e Mioto (2017) destacam, ainda, que grandes empresas do setor imobiliário optaram por incorporar o segmento econômico ao seu portfólio. Tal fato ocorre através de incorporação de empresas que já possuíam domínio desse mercado ou com atuação própria.

De acordo com os autores citados, com a diminuição dos recursos para o PMCMV, algumas empresas optam por alterar sua atuação de mercado, revendo suas estratégias

e retomando seu foco de atuação nos segmentos de alto padrão. Nesse sentido, empresas, como a MRV, que manteve atuação no segmento econômico, nas Faixas 2 e 3 do PMCMV, utilizando recursos de financiamento do FGTS, continuaram apresentando resultados bastante positivos mesmo no período de retração.

Com relação ao FGTS, na primeira parte deste trabalho, identificou-se a trajetória relativamente estável de sua participação no financiamento ao longo do período de retração do mercado imobiliário. Os recursos do FGTS não sofrem da mesma forma as restrições ocorridas no âmbito macroeconômico em comparação com os recursos fiscais do Orçamento Geral da União. Tal fato foi responsável por amenizar as restrições das outras fontes de financiamento destacadas anteriormente e por manter ativos lançamentos imobiliários. A manutenção da produção no PMCMV, bem como o crescimento de algumas empresas que optaram por esses segmentos, ocorreu graças aos recursos do Fundo (Castelo, 2020b).

Outra importante fonte para o setor imobiliário, a principal delas em termos de recursos e unidades habitacionais contratadas, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), apresentou, no período 2014-2019, resultados bastante inferiores ao período de expansão (de 2007 a 2013). Em avaliação sobre os impactos da política monetária sobre o financiamento e outras variáveis que afetam o mercado imobiliário, Mendonça (2013) destaca que, no caso brasileiro, o crédito direcionado acaba por sustentar o financiamento imobiliário, ao contrário do que se imaginaria em um cenário de elevação dos juros. Dessa forma, segundo o autor, é necessário compreender que

o impacto da política monetária não se dá na oferta de financiamento, mas, sim, na interação entre a oferta e a demanda por financiamento.

Ao longo do período analisado, destaca-se a modificação na política econômica adotada no País, em especial a trajetória da taxa de juros referência, a Selic. Em março de 2010, o Banco Central inicia uma trajetória de elevação da Taxa Selic, que se encontrava em 8,75% ao ano, chegando a 12,50% em julho de 2011. A partir de então, ocorre importante inflexão na política monetária e se inicia um período de queda da taxa de juros, culminando com um valor de 7,25% ao ano em março de 2013. Esse período coincide com a fase de expansão do mercado imobiliário, como identificamos na seção “O financiamento habitacional no Brasil (2003-2020)”.

A adoção de uma política monetária contracionista a partir de então, que eleva a Taxa Selic de forma persistente até julho de 2015, atingindo o valor de 14,25% ao ano, mantido até outubro de 2016, ocorre concomitantemente com a queda da atividade econômica e a recessão dos anos de 2015 e 2016. Em estudo econométrico sobre o impacto da taxa de juros no mercado imobiliário, Mendonça (2013) destaca que a elevação da taxa de juros afeta negativamente a concessão de crédito habitacional e do produto da construção civil, ao mesmo tempo que eleva a inadimplência dos financiamentos. De acordo com o autor

Um choque na taxa de juros induz a queda do PIB levando à queda na inflação. Também, o aumento da taxa de juros provoca o aumento da inadimplência. Todos esses efeitos atuam em conjunto para provocar queda no preço dos imóveis que ocorre de modo defasado. O aumento na inadimplência pode se dar por dois

motivos principais. O possível aumento do desemprego, por força da retração do PIB, em conjunto com a elevação da taxa de juros leva à redução da capacidade de honrar as hipotecas. (Ibid., p. 481)

Esses impactos ajudam a compreender a trajetória do mercado imobiliário no período pós-2015. Ainda que os recursos do FGTS tenham se mantido estáveis, como suporte da Faixa 2 do PMCMV, a dinâmica macroeconômica acabou por afetar os financiamentos com recursos do SBPE. Como destacado nos Gráficos 11a e 11b, a taxa de juros dos financiamentos elevou-se tanto para mutuários (pessoa física), quanto para empresas (pessoa jurídica).

Destaca-se, ainda, que o cenário de elevação de juros ocorre em um momento de aumento do desemprego e de queda da renda média da população.<sup>9</sup> Esse cenário de elevação da taxa de juros, com queda da atividade

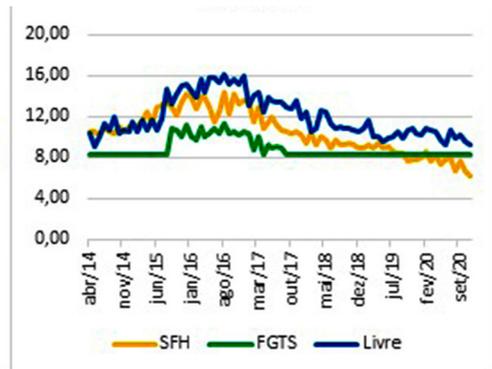
econômica, emprego e renda, bem como o custo de oportunidade de outros investimentos,<sup>10</sup> podem ser apontados como fatores responsáveis pela oscilação ocorrida no mercado imobiliário. E é, nesse momento, entre 2015 e 2017, que ocorre maior pressão do setor para alterações na legislação, com a justificativa de retomada das atividades.

Destacam-se, nesse sentido, por exemplo, a aprovação da Lei de Distratos (lei n. 13.786/2018) e a resolução n. 4.676/2018 do Banco Central do Brasil. Modificações na legislação que organizava os distratos de compra de imóveis eram uma demanda antiga dos representantes do setor e ganharam ainda mais relevância no período de diminuição da atividade.<sup>11</sup> No auge da retração, os distratos foram considerados o principal problema para retomada do setor. Como descreve Abrainc (2017), os distratos ocorreram com a queda da renda da população, mas, em especial, com a

Gráfico 11a – Taxa de juros (pessoa física)  
Financiamento imobiliário



Gráfico 11b – Taxa de juros (pessoa jurídica)  
Financiamento imobiliário



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração própria.

desistência de investidores em um cenário de elevação de juros e, conseqüentemente, de outras oportunidades de investimentos.

De forma a atender a demanda do setor, foi promulgada, em dezembro de 2018, a Lei de Distratos. Dentre diversas medidas, a lei modifica o valor da taxa paga pelo comprador em caso de desistência na compra de imóvel, variando entre 25% e 50% do total já desembolsado. Disciplina, também, o prazo de devolução dos valores por parte das empresas, podendo atingir o prazo de 30 dias após a conclusão da obra.

Nesse sentido, a pressão pela retomada dos investimentos com recursos do SBPE também promoveu alteração na regulação. A resolução n. 4.676 do Banco Central do Brasil, de 31 de julho 2018, alterou o direcionamento dos recursos da poupança para o mercado habitacional a partir de janeiro de 2019.

A nova resolução, bastante comemorada por representantes do setor imobiliário, restringe as regras que comprovam as operações para atendimento dos critérios de exigibilidade do direcionamento dos recursos da caderneta de poupança para o mercado imobiliário. As operações deixam de estar condicionadas por limites de valor de avaliação do imóvel financiado, de taxa de juros e de estruturas de atualização, permitindo-se, inclusive, a atualização dos financiamentos por índices de preço (CBIC, 2018). Por fim, destaca-se o término da destinação obrigatória de 80% dos recursos aplicados para investimentos no âmbito do SFH, com ampliação no período-base dos saldos avaliados, passando de 12 para 36 meses. De acordo com Eloy, Paiva e Gonçalves (2019), essa alteração implica exigibilidade menor no direcionamento de recursos sempre que o saldo da poupança for crescente.

Contudo, cabe ressaltar o cenário ocorrido no ano de 2020, ao longo da pandemia de Covid-19. Contrariando outros setores econômicos, o mercado imobiliário apresentou considerável impulso, mesmo em cenário de grave crise econômica. Destaca-se, primeiramente, a trajetória de queda da Taxa Selic, iniciada em outubro de 2016, que atinge a mínima histórica de 2% ao ano em agosto de 2020.<sup>12</sup>

Tal fato, como destacado anteriormente, acaba por influenciar a demanda por financiamento imobiliário, que também apresentou redução nas suas taxas de juros, atingindo o menor valor da série histórica, promovendo considerável expansão da demanda, com inclusão de novos mutuários. Ao mesmo tempo, durante o ano de 2020, ocorreu a maior captação líquida da série histórica da caderneta de poupança, o que também modifica o volume de recursos disponíveis para financiamento.

Nesse sentido, cabe ressaltar que a queda da atividade no setor imobiliário, ocorrida após 2015, guarda relação próxima com a política econômica adotada no período. A política monetária contracionista e a queda da atividade econômica, em conjunto com a redução do principal programa habitacional do País, que em larga medida sustentou o período de expansão, podem ser apontados como responsáveis pela retração.

A demanda por financiamento habitacional sofre desde 2003 ciclos de expansão e retração (Mendonça, 2013). Este último ciclo de retração, no período 2015-2019, sofre fortes impactos da trajetória econômica do período. Contudo, como destacamos anteriormente, foi o momento em que o setor conseguiu promover significativas alterações na regulação das atividades imobiliárias, que acabam por promover vantagens às empresas do setor,

sem, contudo, ser responsável por garantias para retomada da trajetória de expansão, mais vinculadas às dinâmicas macroeconômicas.

Os patamares de financiamento habitacional por ano, na década de 1990, com recursos tanto do FGTS quanto do SBPE, são bem inferiores aos executados no período da chamada crise recente do setor. Caracteriza-se o período 2014-2020, portanto, mais como uma retração ou mesmo uma estabilização do número de lançamentos imobiliários. O setor, como se sabe, é cíclico (Castelo, 2020a), mobilizando e desmobilizando insumos e mão de obra de forma cada vez mais acelerada (Miotto, Castro, Sigolo, 2019). Dessa forma, o setor imobiliário parece ter se movimentado ainda mais no período deste estudo, no sentido do avanço de sua agenda de desregulamentação, em pauta desde a criação do SFI em 1997.

## Considerações finais

Este artigo buscou analisar o financiamento imobiliário no Brasil entre 2003 e 2020, de forma a avançar na compreensão do seu impacto no desenvolvimento das políticas habitacionais, articulações com a política econômica e implicações sobre as cidades brasileiras. Analisando o financiamento imobiliário habitacional a partir das fontes de recursos que organizam o Sistema Financeiro de Habitação (FAR, OGU, FGTS e SBPE), destacamos, neste artigo, as contratações realizadas no âmbito do PMCMV, dada sua importância no período, tanto no volume de recursos envolvidos e sua relação com a política econômica, quanto no seu impacto no setor da construção civil.

Identificamos que os recursos contratados do FGTS, em seus principais programas, apresentaram trajetória ascendente até 2014, mantendo aplicações expressivas mesmo no período posterior, considerado de retração do mercado imobiliário. Como alternativa aos recursos do OGU e do SBPE, que diminuíram ao longo do período 2014-2018, os recursos do FGTS mantiveram-se como parte fundamental do financiamento do setor habitacional. O subsídio do Orçamento Geral da União manteve-se em valores reduzidos a partir de 2015, em linha com o processo de desestruturação do PMCMV, e eles foram praticamente inexpressivos entre 2019 e 2020. Ainda que com algumas oscilações, a trajetória de elevação do percentual de unidades do PMCMV no total daquelas vendidas é identificada ao longo do período 2015-2020, com participação superior a 60% das unidades vendidas a partir de janeiro/2017, chegando a superar 81% em abril de 2020, nos primeiros meses da pandemia de Covid-19.

Esses dados também são importantes para apontar a relação entre a política macroeconômica e a evolução do setor imobiliário no período pós-2014. Com relação ao setor imobiliário, cabe ressaltar que as modificações da condução da política macroeconômica afetam a atividade do setor. Como descrito por diversos autores, a exemplo de Carvalho (2018), a redução do papel do Estado brasileiro como indutor do investimento, através na nova política macroeconômica definida a partir de 2011, representa forte impacto na redução da atividade econômica.

Os investimentos públicos destacam-se como forte componente na expansão econômica ocorrida no Brasil entre 2007-2014. Durante esse período, parte expressiva dos investimentos públicos ocorreu em atividades

vinculadas ao setor de infraestrutura urbana (Programa de Aceleração do Crescimento) e na construção de unidades habitacionais (Programa Minha Casa Minha Vida). Nesse sentido, o investimento público cumpriu papel fundamental no crescimento da atividade imobiliária e pode ser apontado como aspecto fundamental para identificar a redução da atividade do setor imobiliário pós-2015.

A concertação que garantiu o ciclo de expansão do mercado imobiliário até o ano de 2014 se desestrutura a partir de então. Nesse sentido, a desaceleração econômica em conjunto com as políticas de austeridade, que modificam as formas de direcionamento dos recursos dentro do orçamento público, certamente impedem uma retomada nos moldes do padrão anterior, mas não impediram o setor de manter contratações expressivas tanto em número de unidades quanto em valores, se comparadas com o período anterior ao PMCMV.

Destacamos, por fim, que os ciclos de expansão e retração da atividade imobiliária caminham em linha com as opções da política econômica, como verificado nas últimas duas décadas. Reforçamos que o ciclo de retração ocorrido após 2014 guarda pouca relação com o ambiente regulatório do mercado imobiliário, mas sofre com as ações do setor na busca por modificações que permitam maior ganho no ciclo futuro. É, nesse momento, entre 2015 e 2018, que ocorre maior pressão do setor para alterações na legislação com a justificativa de retomada das atividades. Destacam-se nesse sentido, por exemplo, a aprovação da Lei de Distratos (lei n. 13.786/2018) e a resolução n. 4.676/2018 do Banco Central do Brasil. Dessa forma, o setor imobiliário parece ter se movimentado ainda mais no período de estudo, no sentido do avanço de sua agenda de desregulamentação, em pauta desde a criação do SFI em 1997.

[I] <https://orcid.org/0000-0002-1706-8082>

Universidade de São Paulo, Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Programa de Pós-Graduação em Arquitetura e Urbanismo. São Paulo, SP/Brasil.  
raphael.faustino@usp.br

[II] <https://orcid.org/0000-0002-0510-3346>

Universidade de São Paulo, Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Programa de Pós-Graduação em Arquitetura e Urbanismo. São Paulo, SP/Brasil.  
luroyer@usp.br

## Notas

- (1) O financiamento habitacional também pode ser realizado através do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). De acordo com Fioravante e Furtado (2018), o SFI foi responsável por 17,28% dos financiamentos imobiliários entre 2011 e 2016. Por esse motivo, o presente trabalho optou por analisar o financiamento imobiliário apenas do SFH.
- (2) Cabe ressaltar que, em agosto de 2020, o programa foi reformulado e apresentado com o nome de Casa Verde Amarela, utilizando-se, a princípio, das mesmas rubricas/programas do FGTS já existentes.
- (3) Em consulta ao Ministério do Desenvolvimento Regional (MDR), para elaboração deste trabalho, os valores de subsídios informados para o ano de 2020 encontravam-se consolidados apenas até o mês de setembro.
- (4) O PMCMV previa a contratação de unidades habitacionais em quatro faixas a depender da renda do beneficiário. Contudo, em revisão metodológica realizada pelo Ministério do Desenvolvimento Regional (MDR), alterou-se a forma de disponibilizar as informações referentes ao Programa. Reproduzimos nota do MDR após consulta dos autores sobre a revisão metodológica. “Nesse sentido, considerando a nova metodologia utilizada para o levantamento das informações do Programa, destacamos que, no âmbito do PMCMV, os empreendimentos lastreados com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), quando contratados pelas empresas do setor da construção civil com a instituição financeira, são aptos a serem financiados com benefícios oferecidos pelo Programa, que podem variar de acordo com as faixas de renda dos mutuários, que podem ser enquadradas em 1,5, 2 ou 3. Por conseguinte, é possível que um empreendimento possua unidades habitacionais (UH) que foram contratadas com mutuários das diferentes faixas de renda, não sendo viável a categorização de todo o empreendimento em uma única faixa de renda. Por esse motivo, aquelas UHs provenientes das contratações efetuadas com as construtoras, ainda não comercializadas ou comercializadas para fora do Programa, foram classificadas como ‘em produção’, no caso de unidades em construção, ou ‘em estoque’, no caso de unidades já produzidas.”
- (5) Os dados apresentados pela Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (Abrainc), na série “Indicadores Abrainc/Fipe do Mercado Imobiliário”, congregam informações das empresas participantes da Associação, formada por 53 das maiores incorporadoras do País.
- (6) Os Programas Carta de Crédito Individual e Apoio à Produção foram responsáveis por 91,82% dos recursos contratados pelo FGTS, em valores nominais, bem como 87,28% das Unidades Habitacionais, no período 2003-2020. Assim, optou-se por não acrescentar os demais Programas do FGTS nos Gráficos 8 e 9.
- (7) O PIB per capita brasileiro, em 2020, é equivalente ao do ano de 2009.
- (8) Deos e Mendonça (2016) destacam que, no ano de 2009, o crédito habitacional entre bancos públicos e privados era equivalente. Ao término do ciclo de expansão da atuação dos bancos públicos, já em 2014, o volume de recursos das instituições públicas era 3,4 vezes maior.
- (9) De acordo com o IBGE, a taxa de desemprego sobe de 6,5% no último trimestre de 2014 para 13,7% no primeiro trimestre de 2017. Disponível em: [https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm\\_source=landing&utm\\_medium=explica&utm\\_campaign=desemprego](https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=desemprego). Acesso em: 22 fev 2021.

- (10) De acordo com Costa et al. (2016), as finanças comportamentais podem explicar o comportamento dos agentes do mercado imobiliário. Os autores destacam que a lógica dos investidores é baseada no custo de oportunidade definido a partir de uma gama diversa de possibilidades de investimentos.
- (11) Ver <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/03/02/decanos-avaliam-a-maior-crise-do-setor.ghml> e <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2015/07/22/distratos-aumentam-com-a-piora-da-economia.ghml>. Acesso em: 23 fev 2021.
- (12) Em março de 2021, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a Taxa de Juros pela primeira vez em seis anos, para 2,75%.

## Referências

- ABRAINC (2017). *Análise dos efeitos econômicos e financeiros dos distratos nas compras de imóveis residenciais na planta sobre as empresas incorporadoras*. Disponível em: <https://www.abrainc.org.br/wp-content/uploads/2018/05/1932-17-Produto-2.pdf>. Acesso em: 23 fev 2021.
- BELLUZZO, L. G.; GALÍPOLO, G. (2019). *A escassez na abundância capitalista*. São Paulo, Contracorrente.
- CANO, W. (2011). “Reflexões sobre o papel do capital mercantil na questão regional e urbana do Brasil”. In: CANO, W. *Ensaio sobre a crise urbana do Brasil*. Campinas, Editora da Unicamp.
- CARDOSO, A. L. et al. (2011). Habitação de interesse social: política ou mercado? Reflexos sobre a construção do espaço metropolitano. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL. *Anais...* Rio de Janeiro, Enanpur, pp. 1-20.
- CARVALHO, L. (2018). *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. São Paulo, Todavia.
- CASTELO, A. M. (2020a). *A recuperação surpreendente da construção*. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/recuperacao-surpreendente-da-construcao>. Acesso em: 4 mar 2021.
- \_\_\_\_\_ (2020b). *Edificações: um balanço e perspectivas*. Disponível em: <https://ochbrasil.blog/2020/12/22/edificacoes-um-balanco-e-perspectivas/>. Acesso em: 30 mar 2021.
- CBIC (2018). *CMN aprova medidas de estímulo ao mercado imobiliário que terão impacto positivo na geração de emprego e reaquecerão a construção civil*. Disponível em: <https://cbic.org.br/industria/2018/07/31/cmna-prova-medidas-de-estimulo-ao-mercado-imobiliario-que-terao-impacto-positivo-na-geracao-de-emprego-e-reaquecerao-a-construcao-civil/>. Acesso em: 11 mar 2021.
- COSTA, F. N. da; GZVITAUSKI, T. R.; DIAS, M. R. S.; ROSA, R. B. C.; PINTO, D. H. (2016). *Riqueza imobiliária*. Campinas, IE-Unicamp (Texto para discussão).
- CUBERO, M. C.; MENDONÇA, A. R. R. de (2020). *OFGTSe o financiamento habitacional e de infraestrutura urbana: avanços e recuos (2003-2018)*. Campinas, IE-Unicamp (Texto para discussão).

- DEOS, S.; MENDONÇA, A. R. R. (2016). Há fragilidade financeira no mercado de crédito no Brasil? Uma contribuição para a discussão a partir da análise do segmento de crédito imobiliário. In: XXI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. *Anais...* São Bernardo, Enep/SEP, pp. 1-24.
- DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. (2017). *A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica*. Campinas, IE-Unicamp (Texto para discussão).
- ELOY, C. M.; PAIVA, H. B.; GONÇALVES, J. P. (2019). *O direcionamento de recursos da poupança para o crédito habitacional*. Disponível em: <https://ochbrasil.blog/2019/10/28/o-direcionamento-de-recursos-da-poupanca-para-o-credito-habitacional/#:~:text=Em%20setembro%20de%202019%2C%20a,red%C3%A7%C3%A3o%20de%20R%2426%20bilh%C3%B5es>. Acesso em: 22 fev 2021.
- ELOY, C. M.; COSTA, F. de C.; ROSSETTO, R. (2013). Subsídios na política habitacional brasileira: do BNH ao PMCMV. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL. *Anais...* Recife, Enanpur, pp. 1-20.
- FAUSTINO, R. B. (2014). *Avanços e limites das políticas de desenvolvimento urbano no Brasil (1988-2013)*. Dissertação de mestrado. Campinas, Universidade Estadual de Campinas.
- FIORAVANTE, D.; FURTADO, B. A. (2018). "Crédito Imobiliário". In: DE NEGRI, J. A.; ARAÚJO, B. C.; BACELETTE, R. (orgs.). *Financiamento do desenvolvimento no Brasil*. Brasília, Ipea.
- FIX, M. de A. B. (2011). *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese de doutorado. Campinas, Universidade Estadual de Campinas.
- FIX, M.; ARANTES, P. F. (2009). *Como o governo Lula pretende resolver o problema da habitação: alguns comentários sobre o pacote habitacional Minha Casa Minha Vida*. Correio da Cidadania, São Paulo.
- GUARITÁ, G. D. (2018). O valor do dinheiro no tempo: uma avaliação de empreendimentos MCMV – Faixa1. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL "FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS: OLHARES CRUZADOS EUROPA E AMÉRICA LATINA". *Anais...* São Carlos, IAU-USP.
- HARVEY, D. (2013). *Os limites do capital*. São Paulo, Boitempo.
- KLINK, J.; BARCELLOS DE SOUZA, M. (2017). Financeirização, conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. *Cadernos Metrópole. São Paulo*, v. 19, n. 39, pp. 379-406.
- LENCIONI, S. (2014). Reestruturação imobiliária: uma análise dos processos de concentração e centralização do capital no setor imobiliário. *Revista EURE - Revista de Estudos Urbano Regionales*, v. 40, pp. 29-47.
- LESSA, C. (1981). *A crise urbana e o Circuito Imobiliário*. Salvador, 1981. Mimeo.
- LOCATELLI, P. B. (2020). As disputas, o desenho e a aplicação dos recursos do FGTS entre 1998 e 2017. *Cadernos Metrópole. São Paulo*, v. 22, pp. 787-810.
- MAGACHO, G. R.; ROCHA, I. L. (2019). Engines off: A Structural Decomposition of the Brazilian (De-) Growth in the 2010s. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Anais...* Campinas, pp. 1-17.
- MENDONÇA, M. J. C. (2013). O Crédito Imobiliário no Brasil e sua Relação com a Política Monetária. *Revista Brasileira de Economia*, v. 67, n. 4, pp. 457-495.

- MENDONÇA, A. R. R. de; CUBERO, M. C.; SIBIN, B. H.; DEOS, S. (2018). Crédito habitacional: o ciclo recente teria sido possível sem o sistema público de financiamento? Dossiê V da AKB (Associação Keynesiana Brasileira). O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros? Disponível em: <https://associacaokeynesianabrasileira.org/wp-content/uploads/2018/07/dossic3aa-v-o-brasil-pc3b3s-recessc3a3o-das-origens-da-crise-c3a0s-perspectivas-e-desafios-futuros1.pdf>. Acesso em: 12 mar 2021.
- MIOTO, B. T.; CASTRO, C. C. P.; SIGOLO, L. M. (2019). Expansão e desaceleração do mercado privado formal de moradia a partir dos anos 2000 na região metropolitana de São Paulo. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, v. 21, n. 44, pp. 253-280.
- MIOTO, B. T.; PENHA FILHO, C. A. (2019). “Crise econômica e o setor imobiliário no Brasil: um olhar a partir da dinâmica das maiores empresas de capital aberto (Cyrela, PDG, Gafisa e MRV)”. In: SHIMBO L.; RUFINO, B. (orgs). *Financeirização e estudos urbanos na América Latina*. Rio de Janeiro, Letra Capital, pp. 29-59.
- ORAIR, R. (2016). *Investimento Público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal*. Brasília, Ipea (Texto para discussão n. 2215).
- PALLADINI, G. M.; PEREIRA, A. (2018). Parceria Público-Privada para construção de moradia popular: fundamentos institucionais para a expansão do mercado de habitação em São Paulo. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, v. 20, n. 43, pp. 879-903.
- PAULANI, L. M. (2012). A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. *Boletim de Economia e Política Internacional*. Brasília, Ipea, n. 10.
- PENHA FILHO, C. A.; MIOTO, B. T. (2017). Limites da concentração e centralização de capitais no imobiliário: um olhar a partir de quatro empresas incorporadoras. In: XVII ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL. *Anais...* São Paulo, pp. 1-18.
- PIRES, M. C.; BORGES, B.; BORÇA JR., G. (2019). *Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história?* Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/por-que-recuperacao-tem-sido-mais-lenta-de-nossa-historia>. Acesso em: 22 fev 2021.
- QUINTÃO, C. (2017). “Decanos avaliam a maior crise do setor” em *Valor Econômico*. Disponível em <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/03/02/decanos-avaliam-a-maior-crise-do-setor.ghtml>. Acesso em: 8 mar 2021.
- ROYER, L. de O. (2014). *Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas*. São Paulo, Annablume, v. 1.
- \_\_\_\_\_ (2016). O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, v. 18, n. 35, pp. 33-52.
- RUFINO, M. B. C. (2016). Transformação da periferia e novas formas de desigualdades nas metrópoles brasileiras: um olhar sobre as mudanças na produção habitacional. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, v. 18, n. 35, pp. 217-236.
- SICSÚ, J. (2019). Brasil: É uma depressão, não foi apenas uma recessão. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 23, pp. 1-41.

SHIMBO, L. Z. (2016). Sobre os capitais que produzem habitação no Brasil. *Novos Estudos CEBRAP*, v. 105, pp. 119-133.

\_\_\_\_\_. (2017). "Produção imobiliária, construção civil e política habitacional no Brasil: algumas categorias analíticas contemporâneas" In: PEREIRA, P. C. X. (org.). *Produção imobiliária e reconfiguração da cidade contemporânea*. São Paulo, FAU-USP, pp. 83-104.

TAVARES, M. C. (1999). "Império, território e dinheiro". In: FIORI, J. L. (org.) *Estado e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis/RJ, Vozes, pp. 449-489.

Texto recebido em 30/mar/2021  
Texto aprovado em 21/maio/2021

