Insper

Ciências Econômicas

Eduardo Pinheiro Benevides

A Influência da Macroeconomia nos Ciclos Imobiliários: Uma Análise da Crise Imobiliária Brasileira de 2015

São Paulo

2025

Eduardo Pinheiro Benevides

A Influência da Macroeconomia nos Ciclos Imobiliários: Uma Análise da Crise Imobiliária Brasileira de 2015

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de Graduação em Ciências Econômicas como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Fernando Ribeiro Leite Neto

São Paulo

2025

Benevides, Eduardo Pinheiro

A Influência da Macroeconomia nos Ciclos Imobiliários: Uma Análise da Crise Imobiliária Brasileira de 2015

Eduardo Pinheiro Benevides – São Paulo, 2025

Monografia (Bacharelado) – Insper, 2025

Orientador: Prof. Fernando Ribeiro Leite Neto

1. Políticas Macroeconômicas 2. Ciclos Imobiliários 3. Financiamento Imobiliário 4. Mercado Imobiliário

Eduardo Pinheiro Benevides

A Influência da Macroeconomia nos Ciclos Imobiliários: Uma Análise da Crise Imobiliária Brasileira de 2015

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de Graduação em Ciências Econômicas como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Fernando Ribeiro Leite Neto

Banca Examinadora

Prof. Fernando Ribeiro Leite Neto

Insper

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a influência do ambiente macroeconômico nos ciclos imobiliários, com um enfoque para a crise imobiliária brasileira desencadeada em 2015 na segunda parte do trabalho. O estudo explora como variáveis macroeconômicas, como taxas de juros, crescimento econômico, emprego e crédito imobiliário impactam os ciclos imobiliários de maneira geral, levando em consideração a visão de diferentes autores. Já no contexto brasileiro, são discutidas as particularidades do mercado imobiliário e seus principais instrumentos de *funding*, o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), o Orçamento Geral da União e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Posteriormente, é analisado em profundidade o período anterior à crise imobiliária brasileira de 2015, destacando como a conjuntura macroeconômica favorável, associada a políticas monetárias e fiscais expansionistas, maior oferta de crédito imobiliário e crescente participação governamental no setor habitacional, impulsionou um significativo ciclo de expansão, cujos desequilíbrios subsequentes culminaram na crise observada. Além disso, o trabalho também analisa detalhadamente os fatores que contribuíram para o agravamento da crise imobiliária brasileira a partir de 2015, evidenciando como a reversão abrupta das políticas econômicas e o ambiente macroeconômico restritivo impactaram severamente o mercado imobiliário nacional.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the influence of the macroeconomic environment on real estate cycles, focusing particularly on the Brazilian real estate crisis that began in 2015, explored in the second part of the study. The research investigates how macroeconomic variables such as interest rates, economic growth, employment, and real estate credit generally impact real estate cycles, considering perspectives from various authors. In the Brazilian context, the study addresses the specific characteristics of the real estate market and its primary funding instruments, including the Workers' Severance Fund (FGTS), the Federal Budget (Orçamento Geral da União), and the Brazilian Savings and Loan System (SBPE). Subsequently, the period preceding the 2015 Brazilian real estate crisis is analyzed in depth, highlighting how a favorable macroeconomic scenario, coupled with expansionary monetary and fiscal policies, increased real estate credit availability, and growing governmental participation in the housing sector, propelled a significant expansion cycle whose subsequent imbalances culminated in the observed crisis. Additionally, the study thoroughly analyzes the factors that intensified the Brazilian real estate crisis from 2015 onward, demonstrating how the abrupt reversal of economic policies and the restrictive macroeconomic environment severely impacted the national real estate market.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Habitações contratadas pelo Programa Minha Casa Minha Vida (Em Mil Unidades) 10
Gráfico 2 – Margem Bruta Tenda e MRV (2017 – 2022) 15
Gráfico 3 – Crescimento Real do PIB vs Crescimento Real do PIB da Construção Civil 1997 – 2010 (Em %)..... 21
Gráfico 4 – Taxa Básica de Juros da Economia Brasileira – SELIC (Em %).... 22
Gráfico 5 - Habitações e valores contratados pelo SBPE 2000 – 2010 (Em Mil Unidades e em Bilhões de Reais) 24
Gráfico 6 – Valor das operações de financiamento imobiliário com recursos do FGTS (Em Bilhões de Reais) 25
Gráfico 7 – Unidades residenciais lançadas na cidade de São Paulo (Em Mil unidades)..... 29
Gráfico 8 – Unidades financiadss com recursos do SBPE – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais) 30
Gráfico 9 – Volume de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos anualmente – A valores de 2019 (Em Bilhões de Reais)..... 31
Gráfico 10 – Valores do PMCMV subsidiados com recursos do OGU – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais) 33
Gráfico 11 – Valores do PMCMV financiados com recursos do FGTS – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais) 34

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fases do ciclo imobiliário 16

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 9

2. METODOLOGIA.....11

3. DESENVOLVIMENTO 12

3.1 OS CICLOS IMOBILIÁRIOS: FASES E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS QUE O INFLUENCIAM 12

3.2 O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: CONTEXTO E PARTICULARIDADES..... 18

3.3 EXPANSÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: PRIMEIRA DÉCADA DOS ANOS 2000 21

3.4 TRANSIÇÃO PARA UM AMBIENTE MACROECONÔMICO RESTRITIVO: REFLEXO NO MERCADO IMOBILIÁRIO 26

3.5 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E O AGRAVAMENTO DA CRISE IMOBILIÁRIA BRASILEIRA 32

4. CONCLUSÃO..... 35

5. REFERÊNCIAS 37

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário desempenha um papel crucial na economia brasileira, sendo um dos principais motores de crescimento econômico e geração de empregos, com impacto direto sobre o desenvolvimento urbano e a dinâmica dos investimentos no país. Ademais, a relevância de compreender o mercado imobiliário no Brasil é evidenciada tanto pela forte cultura de aquisição da casa própria entre os brasileiros, quanto pelo persistente déficit habitacional, que em 2022, segundo dados da Fundação João Pinheiro (FJP), alcançou 6,2 milhões de domicílios no país, refletindo um desafio estrutural.

Nesse sentido, ressalta-se que o setor de construção civil é conhecido por sua natureza cíclica, sendo frequentemente impactado por crises econômicas ao redor do mundo e do Brasil, como a crise imobiliária nos Estados Unidos em 2008 e a crise brasileira recente de 2015 a 2017. Esses ciclos estão fortemente ligados às políticas macroeconômicas adotadas durante o período, que, por sua vez, influenciam as políticas públicas e moldam a demanda por crédito imobiliário (Faustino; Royer, 2022).

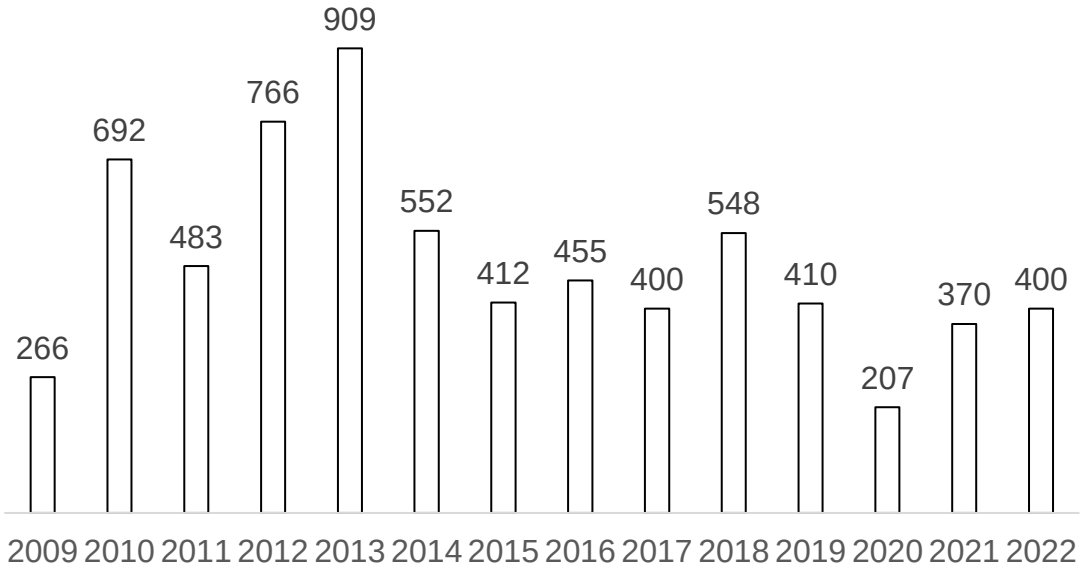
Compreender a influência da macroeconomia sobre o mercado imobiliário é fundamental para a formulação de políticas públicas, regulatórias e fiscais mais eficazes, capazes de suavizar crises no setor e, consequentemente, evitar o agravamento de crises econômicas, dada a relevância destacada do mercado imobiliário na economia. Além disso, tal conhecimento permite antecipar ciclos de expansão ou retração no mercado habitacional, fornecendo aos investidores informações estratégicas para identificar oportunidades e minimizar riscos em suas alocações de capital, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

De maneira geral, as crises imobiliárias são frequentemente determinadas por uma combinação de fatores macroeconômicos, entre os quais se destacam as políticas econômicas, a disponibilidade de crédito e o arcabouço regulatório vigente (Agnello; Schuknecht, 2009). Políticas monetárias expansionistas, como taxas de juros persistentemente baixas, incentivam a concessão de crédito imobiliário e alimentam os períodos de expansão no setor. Esse aumento de crédito, muitas vezes desregulado ou facilitado por uma supervisão inadequada,

pode induzir à formação de bolhas imobiliárias, onde os preços dos imóveis se desvinculam dos fundamentos econômicos, como o observado na crise do subprime de 2008. O papel da regulamentação é crucial, pois a falta de controles rigorosos sobre a alavancagem e as práticas de concessão de crédito durante os períodos de expansão amplia os riscos de crises mais severas.

Ademais, a magnitude das crises imobiliárias tende a ser diretamente proporcional à intensidade do período de expansão que as precedeu (Agnello; Schuknecht, 2009). Períodos de expansão longos e acentuados frequentemente resultam em crises igualmente prolongadas e severas, refletindo os desequilíbrios gerados pelas políticas macroeconômicas adotadas, como a expansão excessiva do crédito facilitada por juros baixos e a falta de regulamentação adequada, exacerbando o impacto econômico durante os períodos de retração.

Gráfico 1- Habitações contratadas pelo Programa Minha Casa Minha Vida (Em Mil Unidades)



Fonte: Governo Brasileiro, Dados do Minha Casa Minha Vida. Elaboração própria.

No Brasil, essa dinâmica foi evidente. A expansão entre 2007 e 2013 e a forte retração a partir de 2014 podem ser percebidas no gráfico 1, os quais informam o número de unidades contratadas pelo Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), principal programa habitacional brasileiro no período. O ciclo de expansão imobiliária, marcado por políticas monetárias e fiscais expansionistas

que ampliaram o acesso ao crédito imobiliário, precedeu a crise observada. A recuperação econômica subsequente foi uma das mais lentas da história, ocorrendo de maneira gradual e sem conseguir restaurar plenamente os níveis de atividade anteriores, mesmo antes dos impactos trazidos pela pandemia de 2020 (Pires; Borges; Borça, 2019). Essa crise foi desencadeada por uma combinação abrupta de austeridade fiscal, aumento das taxas de juros e redução substancial do crédito habitacional.

Ademais, é importante destacar que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro no início do século XXI, impulsionado pelo surgimento de instrumentos como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e pela expansão do número de incorporadoras listadas na B3, foi um fator relevante que contribuiu para diversificar as fontes de financiamento das empresas do setor durante o período expansivo. Contudo, apesar de oferecerem alternativas ao crédito tradicional, esses instrumentos financeiros permaneceram parcialmente dependentes da disponibilidade geral de crédito habitacional e da confiança do investidor, que por sua vez são diretamente influenciadas pela política econômica governamental e pelas condições macroeconômicas vigentes (Mioto; Penha Filho, 2019). Dessa forma, embora o mercado de capitais tenha potencial para suavizar os impactos negativos da crise imobiliária ao reduzir a exposição direta das empresas ao crédito público e bancário tradicional, ele não foi suficiente para eliminar totalmente os efeitos das restrições decorrentes das políticas públicas implementadas no período analisado, aspecto que será detalhadamente explorado ao longo deste trabalho.

2. METODOLOGIA

A metodologia deste trabalho será baseada em uma revisão de literatura, que visa compilar e analisar criticamente estudos e artigos acadêmicos relevantes sobre a influência das políticas macroeconômicas no mercado imobiliário.

Inicialmente, será apresentada uma abordagem teórica sobre os ciclos imobiliários, abordando suas fases, determinantes e o impacto de variáveis macroeconômicas como juros, crescimento econômico, inflação, emprego e acesso ao crédito. A análise será feita a partir da visão de diferentes autores e

escolas de pensamento, dessa forma, o trabalho abordará de maneira geral as interações entre variáveis macroeconômicas e os ciclos imobiliários, sem se restringir a um contexto geográfico ou temporal específico, estabelecendo uma base teórica sólida para as discussões posteriores.

Posteriormente, o enfoque será mais direcionado ao mercado imobiliário brasileiro, explorando suas particularidades e analisando as interações entre as variáveis macroeconômicas e o comportamento do setor no contexto nacional. Primeiro serão delineadas as características estruturais e institucionais que diferenciam o mercado brasileiro, como a dependência de políticas públicas e a centralidade de instrumentos como o FGTS e o SBPE. Após isso, será analisado o período de 2000 a 2013, caracterizado pela expansão do setor imobiliário. A interação entre as variáveis macroeconômicas, políticas econômicas e as particularidades do Brasil serão analisadas à luz das teorias gerais discutidas previamente, evidenciando como o mercado nacional respondeu às condições econômicas e institucionais daquele período, antes do acontecimento da crise.

3. DESENVOLVIMENTO

3.1 OS CICLOS IMOBILIÁRIOS: FASES E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS QUE O INFLUENCIAM

Os ciclos imobiliários estão entre os fenômenos econômicos mais analisados pela literatura devido à sua relevância para a economia global e seu impacto direto no bem-estar das populações. Eles se repetem por todas as economias do mundo, refletindo a interação de fatores econômicos, sociais e políticos que afetam tanto a oferta quanto a demanda de imóveis. Entre as variáveis mais frequentemente identificadas pela literatura como determinantes para os ciclos imobiliários destacam-se as taxas de juros, o crescimento econômico, a taxa de emprego, a inflação e o acesso ao crédito. Esses elementos não apenas moldam o comportamento dos agentes econômicos, mas também condicionam a dinâmica das fases do ciclo (Agnello; Schuknecht, 2009). Antes de adentrar nas características específicas de cada fase do ciclo imobiliário, é fundamental compreender como essas variáveis macroeconômicas atuam como determinantes fundamentais na evolução do setor.

As taxas de juros figuram como uma das variáveis mais relevantes na determinação dos ciclos imobiliários (Agnello; Schuknecht, 2009), dado o impacto direto sobre o custo do crédito habitacional e a acessibilidade dos consumidores e investidores. Taxas de juros reduzidas tornam os financiamentos imobiliários mais acessíveis, incentivando a aquisição de imóveis e fomentando o início de novos empreendimentos. Esse movimento cria um ciclo virtuoso, no qual a valorização dos ativos imobiliários eleva a riqueza percebida pelas famílias e os investimentos no setor. Em contrapartida, a elevação das taxas de juros aumenta o custo do crédito, reduzindo a demanda por imóveis e desestimulando novos projetos, o que resulta em queda nos preços e aumento das vacâncias.

Outro motor essencial para o mercado imobiliário é o crescimento econômico (Barras, 2009), no caso do Brasil medido pelo desempenho do Produto Interno Bruto (PIB). Períodos de crescimento robusto, são caracterizados pelo aumento da renda disponível, pela maior confiança dos consumidores e pelo aumento na demanda por imóveis residenciais e comerciais. Esse ambiente favorável fomenta novos lançamentos e sustenta a valorização dos ativos. Contudo, o enfraquecimento do crescimento reduz o apetite por investimentos e compromete o dinamismo do setor, intensificando as pressões sobre os preços e a vacância.

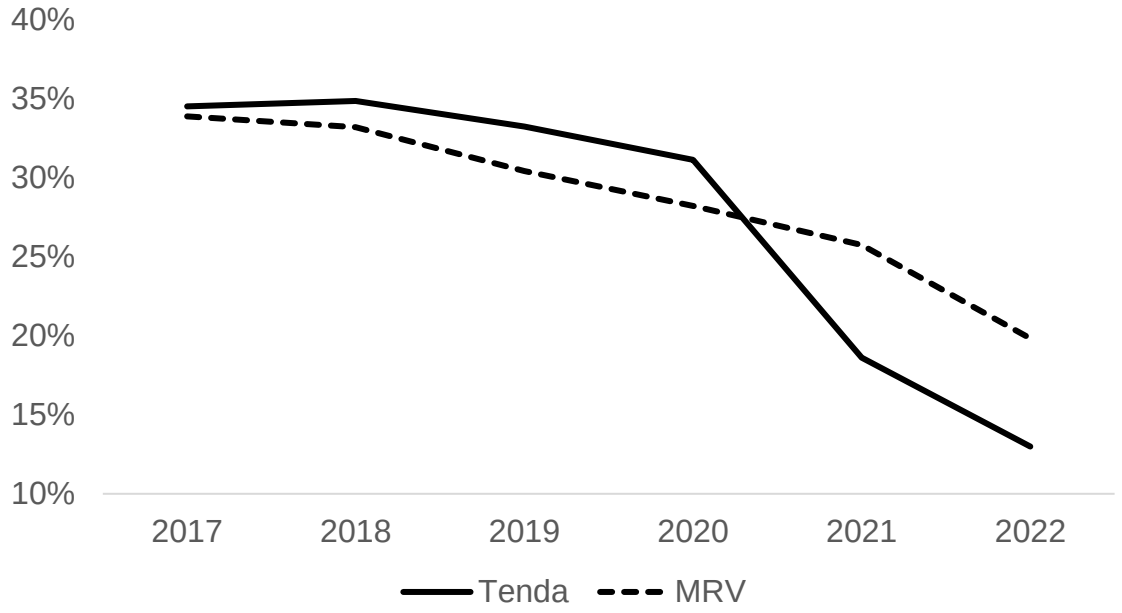
A taxa de emprego também desempenha um papel central nos ciclos imobiliários, dada sua relação direta com a capacidade das famílias de adquirir imóveis e com o desempenho dos mercados comerciais. Em períodos de emprego crescente, a confiança dos consumidores é reforçada e sustenta o aumento da demanda por imóveis (Wheaton; Torto; Evans; 1997), resultando na valorização dos preços e na intensificação da atividade de construção. Por outro lado, o aumento do desemprego restringe o acesso ao mercado imobiliário, eleva as taxas de inadimplência e desestimula novos lançamentos, agravando a desaceleração econômica.

A inflação constitui outra variável fundamental (Pyhrr, 1999), com impactos tanto nos custos de construção quanto no valor dos ativos imobiliários. O impacto da inflação pode ser dividido entre inflação esperada e inflação inesperada, cada uma com implicações específicas para o setor (Oyedele,

2019). A inflação esperada permite que os agentes econômicos ajustem suas expectativas e estratégias, preservando a atratividade do mercado imobiliário como um investimento seguro. Em cenários de inflação moderada e previsível, os imóveis frequentemente são percebidos como uma reserva de valor estável, protegendo os investidores contra a erosão do poder aquisitivo e promovendo investimentos sustentáveis no setor.

Por outro lado, a inflação inesperada apresenta desafios mais complexos, pois introduz incertezas que dificultam o planejamento e a precificação de ativos. Esse tipo de inflação tende a aumentar abruptamente os custos de construção e manutenção, comprimindo as margens de lucro das incorporadoras e dificultando o lançamento de novos empreendimentos, bem como os que estão em construção. Um choque de inflação nos custos de construção pode desencadear uma crise generalizada em incorporadoras, caso não seja bem administrado. Isso ocorre principalmente em razão da natureza do fluxo de caixa do setor, no qual uma parcela importante das vendas é realizada antes da efetiva construção do projeto, ou seja, caso o produto tenha sido mal precificado em relação à inflação futura dos custos dos materiais ou mão de obra, a incorporadora pode enxergar sua margem de lucro cair de forma abrupta, de modo que isso levaria a falência da empresa. Uma evidência recente que corrobora com Oyedele, foi o choque de inflação de construção ocorrido após a pandemia, influenciado por uma queda na cadeia de suprimentos durante a paralização das atividades. MRV e Tenda, duas das principais incorporadoras brasileiras, estavam mal ajustadas para enfrentar esse choque de inflação inesperada, o que ocasionou forte impacto nos seus resultados financeiros e reduziu significativamente os lançamentos que essas gigantes deveriam ter realizado nos anos de 2022 e 2023. O gráfico 2, o qual mostra a evolução da margem bruta (Lucro Bruto dividido pela Receita Líquida) dessas companhias antes e após o período de pandemia, deixa claro o forte impacto do choque inflacionário.

Gráfico 2 – Margem Bruta Tenda e MRV (2017 – 2022)



Fonte: Mueller, Real Estate Finance, 2017. Elaboração própria.

Além disso, a inflação inesperada geralmente está associada a momentos de políticas monetárias mais restritivas, por exemplo, o aumento das taxas de juros, que como já destacado, dificultam ainda mais o cenário imobiliário agravando o ciclo de queda.

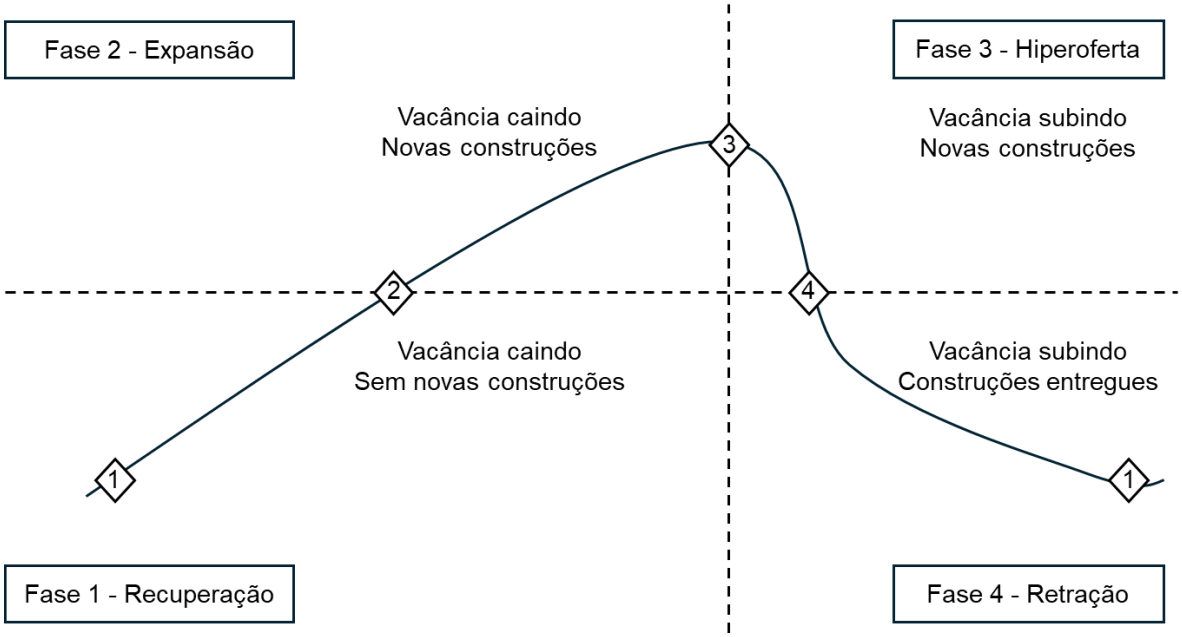
O acesso ao crédito é amplamente reconhecido como um dos principais determinantes dos ciclos imobiliários, sendo analisado por diversos autores. Wheaton (2003) enfatiza como a oferta de crédito influencia diretamente o comportamento do mercado imobiliário, ao facilitar tanto a aquisição de imóveis quanto o financiamento de empreendimentos. Essa visão é reforçada por Davis e Zhu (2004), que destacam a relação entre o crédito bancário e os ciclos imobiliários comerciais, mostrando como as flutuações nos preços dos imóveis afetam a concessão de crédito e a estabilidade financeira. Em ambos os casos, o crédito é tratado como um elemento central que conecta a dinâmica do mercado imobiliário à estabilidade do sistema financeiro mais amplo.

No entanto, a dinâmica do mercado imobiliário apresenta uma característica singular, que é o longo prazo para a conclusão de obras e projetos. Esse fator cria uma defasagem temporal entre o início do investimento e a entrega dos imóveis ao mercado, o que pode intensificar os efeitos dos ciclos

econômicos. Durante períodos de expansão, o aumento da demanda e o consequente otimismo no setor incentivam novos lançamentos, mas esses empreendimentos muitas vezes só são concluídos em um momento de retração. Assim, uma mudança nas condições macroeconômicas pode fazer com que os imóveis sejam entregues em um ambiente de menor demanda, exacerbando quedas nos preços e pressionando ainda mais os incorporadores.

Logo, dada a existência desse longo prazo para construção de projetos, enquanto parte da literatura divide os ciclos em somente expansão e retração, geralmente os ciclos imobiliários também são divididos em quatro fases distintas: recuperação, expansão, hiperoferta e recessão (Mueller, 1995). Wheaton (2003) destaca que esses ciclos não são apenas resultados de fatores exógenos, como políticas macroeconômicas ou choques externos, mas também de características intrínsecas ao setor imobiliário. O longo prazo necessário para planejamento e construção de empreendimentos, aliado à rigidez da oferta, contribui para desajustes significativos entre oferta e demanda. Esses desajustes estruturais frequentemente amplificam a magnitude dos ciclos.

Figura 1 – Fases do ciclo imobiliário



Fonte: Mueller, Real Estate Finance, 2017. Elaboração própria.

Na fase de recuperação, o mercado começa a se estabilizar após um período de retração severa. Os preços dos imóveis, que anteriormente estavam

em queda, passam a se estabilizar, com os primeiros sinais de valorização modesta. A taxa de ocupação também começa a melhorar, à medida que os estoques existentes são gradualmente absorvidos. Entretanto, a construção de novos empreendimentos permanece limitada, refletindo a cautela dos agentes econômicos. Variáveis macroeconômicas como taxas de juros em queda e o retorno gradual do crescimento econômico desempenham um papel central nessa fase, incentivando a retomada das transações imobiliárias. Além disso, a inflação moderada contribui para melhorar a confiança dos investidores, enquanto o acesso ao crédito, embora ainda restrito, começa a mostrar sinais de flexibilização.

A fase de expansão é marcada por um crescimento robusto da demanda por imóveis, impulsionado por condições econômicas favoráveis. O crescimento acelerado do PIB, associado ao aumento significativo do emprego, reforça a confiança dos consumidores e amplia a renda disponível, promovendo a valorização dos preços dos imóveis. As taxas de juros permanecem em níveis moderados, incentivando a concessão de crédito e possibilitando o início de novos empreendimentos para atender à procura crescente. Durante essa fase, a inflação moderada e controlada estimula ainda mais o setor, enquanto o crédito abundante sustenta a dinâmica de crescimento. Essa etapa representa um ciclo virtuoso no mercado imobiliário, em que os investimentos e o consumo se retroalimentam, consolidando o otimismo no setor.

Na fase de hiperoferta, a construção de novos empreendimentos supera a demanda efetiva do mercado. Esse descompasso geralmente é resultado da defasagem temporal característica do setor imobiliário, no qual os empreendimentos lançados durante a expansão são entregues em um ambiente de demanda enfraquecida. As taxas de juros começam a subir, pressionadas por preocupações com o controle da inflação e a estabilidade econômica, tornando o crédito mais caro e seletivo. O crescimento econômico apresenta sinais de desaceleração, enquanto o aumento da vacância reduz os níveis de confiança dos agentes econômicos. Nesse contexto, a inflação pode começar a pressionar os custos de produção, comprimindo as margens de lucro das incorporadoras e restringindo novos investimentos.

Por fim, a fase de recessão é caracterizada por uma contração acentuada no mercado imobiliário. Os preços dos imóveis caem significativamente, as taxas de vacância atingem níveis elevados e o volume de transações imobiliárias é drasticamente reduzido, enquanto mais obras que estavam sendo construídas em tempos de bonança passam a ser entregues. As taxas de juros permanecem altas, restringindo severamente o acesso ao crédito, enquanto o crescimento econômico desacelera ou se torna negativo, agravando o desemprego. Nesse ambiente, a inflação elevada pode intensificar os desafios enfrentados pelo setor, ao aumentar os custos de produção e pressionar ainda mais os resultados financeiros dos incorporadores. A retração, combinada com essas variáveis macroeconômicas adversas, aprofunda a crise no mercado imobiliário e reduz a atividade de construção ao mínimo necessário. Entretanto, como parte da natureza cíclica do mercado imobiliário, a fase de recessão eventualmente dá lugar à recuperação, reiniciando o ciclo.

3.2 O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: CONTEXTO E PARTICULARIDADES

Antes de analisar os ciclos imobiliários do Brasil em detalhes, é essencial compreender o contexto específico do mercado imobiliário brasileiro. Diferente de mercados mais desenvolvidos, o Brasil apresenta características singulares marcadas pela dependência de políticas públicas e forte atuação do Estado no financiamento habitacional. Este panorama é fundamental para entender como fatores econômicos e institucionais moldam o setor, influenciando sua dinâmica e ciclos.

Desde meados do século XX, o sistema financeiro brasileiro careceu de uma robusta capacidade privada para fornecer crédito imobiliário de longo prazo, o que levou à criação de mecanismos estatais como o FGTS e o SBPE. Esses instrumentos têm sido essenciais para viabilizar o financiamento habitacional e o crescimento do setor imobiliário (Cubero; Mendonça, 2020). O FGTS, composto por contribuições compulsórias dos trabalhadores, oferece recursos estáveis para programas habitacionais voltados às famílias de baixa e média renda. Por sua vez, o SBPE utiliza os recursos captados pelas cadernetas de poupança, sendo uma importante fonte de crédito habitacional para classes mais

altas, embora vulnerável às flutuações econômicas e às alterações nas taxas de juros (Macedo, 2024).

Entre as políticas habitacionais brasileiras, destaca-se o programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), que se tornou o principal mecanismo de ampliação do acesso à moradia para a população de baixa renda. Implementado em 2009, o MCMV foi estruturado com base na integração entre políticas fiscais e recursos do FGTS, demonstrando como a alocação de recursos públicos direcionados é essencial para viabilizar habitações populares. Nas faixas de menor renda, particularmente na Faixa 1, a dependência do orçamento público é a mais evidente, uma vez que os subsídios concedidos às famílias são integralmente financiados pelo Orçamento Geral da União (OGU), principal funding do Fundo de Arrendamento Residencial, conhecido como FAR. A continuidade e o alcance do programa estão diretamente condicionados à disponibilidade de recursos fiscais (Faustino; Royer, 2022), evidenciando a centralidade das políticas fiscais no financiamento habitacional brasileiro.

A forte atuação estatal no setor habitacional tem permitido avanços significativos na redução do déficit habitacional, mas também expõe o setor a vulnerabilidades relacionadas a mudanças nas prioridades fiscais e restrições orçamentárias (Cubero; Mendonça, 2020). Em períodos de expansão fiscal, a alocação de recursos públicos direcionados ao financiamento habitacional tende a estimular a construção civil, aquecer o mercado imobiliário e ampliar a inclusão habitacional, especialmente para as faixas de renda mais baixas. Esse cenário cria condições favoráveis para o crescimento do setor, com efeitos multiplicadores sobre a economia como um todo. Por outro lado, em períodos de retração fiscal, cortes em subsídios e a redução de recursos disponíveis para programas habitacionais podem limitar severamente o alcance dessas iniciativas, restringindo o acesso ao crédito e desacelerando a atividade no setor.

Outro aspecto relevante do mercado imobiliário brasileiro é a rigidez estrutural de sua oferta, marcada por longos prazos para o planejamento e execução de empreendimentos. Em comparação a países desenvolvidos, as construções no Brasil levam, em média, o dobro do tempo das europeias e até três vezes mais que as americanas. Essa demora acentua os desajustes entre oferta e demanda nos ciclos imobiliários (Wheaton, 2003). Durante períodos de

expansão, a oferta limitada contribui para a valorização excessiva dos imóveis, enquanto em retrações, projetos iniciados em cenários de alta demanda são entregues em um mercado já enfraquecido, gerando hiperoferta e queda nos preços. Logo, amplifica ainda mais as oscilações nos ciclos e aumenta a vulnerabilidade do setor a choques econômicos.

Além disso, o Brasil enfrenta disparidades regionais significativas no acesso ao crédito habitacional e na distribuição de investimentos imobiliários. Regiões mais desenvolvidas, como o Sudeste e o Sul, concentram a maior parte dos lançamentos e financiamentos, enquanto áreas menos favorecidas, como o Norte e o Nordeste, enfrentam maior déficit habitacional e menor oferta de crédito. Essa desigualdade regional é reforçada pela concentração de recursos em mercados considerados mais rentáveis, o que limita o impacto de políticas públicas em regiões com menor densidade econômica (Faustino; Royer, 2022).

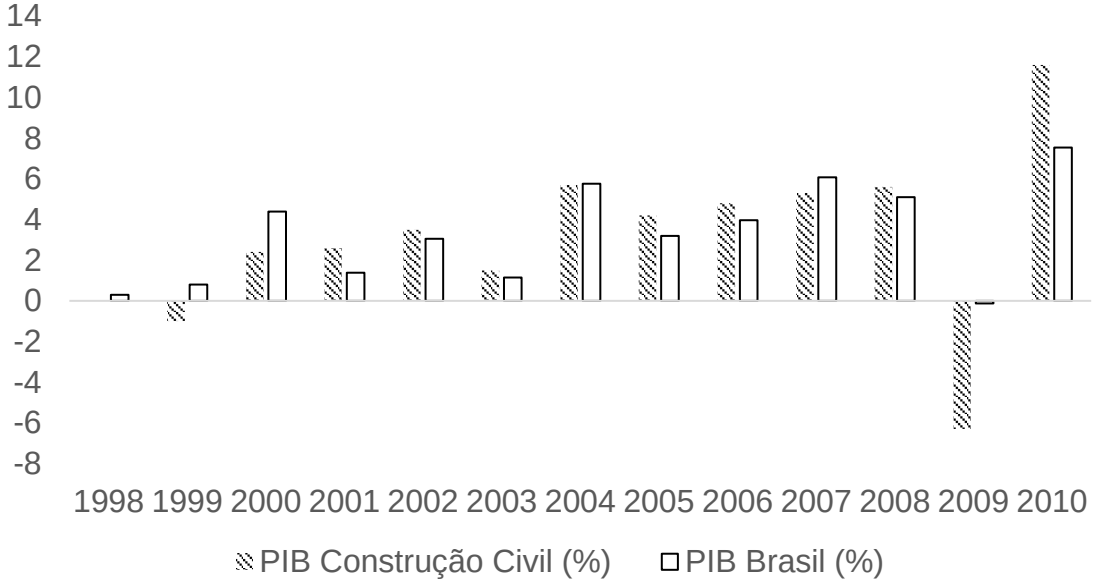
A financeirização do setor imobiliário brasileiro trouxe mudanças significativas ao conectar diretamente o setor ao mercado de capitais (Mioto; Penha Filho, 2019). Esse movimento, representado principalmente pela abertura de capital de grandes incorporadoras e pelo uso crescente de instrumentos financeiros, como Certificados de Recebíveis Imobiliários CRIs e Letras de Crédito Imobiliário LCIs, ampliou a diversificação das fontes de financiamento disponíveis às empresas, reduzindo parcialmente a dependência do crédito público e bancário tradicional. Por outro lado, apesar de potencialmente suavizar os efeitos das crises imobiliárias por meio dessa diversificação, a maior integração ao mercado financeiro também aumentou a exposição das incorporadoras às volatilidades externas e às flutuações econômicas internas.

Portanto, o mercado imobiliário brasileiro é moldado por uma complexa interação entre políticas públicas, financiamento estatal e fatores econômicos. A centralidade das políticas fiscais no financiamento habitacional, exemplificada pelo MCMV, e a dependência de recursos direcionados destacam a vulnerabilidade do setor a choques econômicos e mudanças regulatórias. Essa compreensão é essencial para a análise das dinâmicas específicas dos ciclos imobiliários, que serão exploradas em profundidade nos tópicos subsequentes.

3.3 EXPANSÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: PRIMEIRA DÉCADA DOS ANOS 2000

A primeira década dos anos 2000 foi marcada por um período de significativa expansão do mercado imobiliário brasileiro, impulsionado por condições macroeconômicas favoráveis e por políticas públicas voltadas ao financiamento habitacional. Esse cenário refletiu a interação positiva entre variáveis importantes para o setor, como já detalhado, que foram taxas de juros, crescimento econômico, inflação controlada, aumento do emprego e, principalmente, acesso ampliado ao crédito imobiliário. No entanto, ao aplicar essas variáveis ao contexto brasileiro, evidenciam-se características particulares que moldaram o padrão de expansão do setor.

Gráfico 3 – Crescimento Real do PIB vs Crescimento Real do PIB da Construção Civil 1997 – 2010 (Em %)



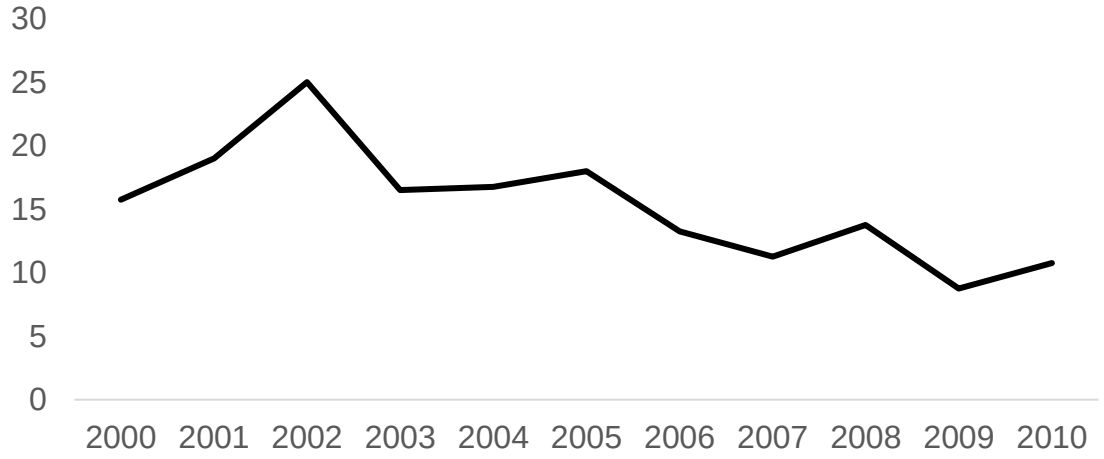
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

A estabilização econômica proporcionada pelo Plano Real e consolidada ao longo da década de 2000 foi essencial para o crescimento do mercado imobiliário. Entre 2000 e 2010, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro cresceu em média 3,6% ao ano segundo o IBGE, refletindo uma economia em expansão sustentada por alta demanda interna e pela valorização das commodities no mercado internacional. Esse crescimento, evidenciado no gráfico 3, elevou o poder de compra das famílias e incentivou a construção civil, que se tornou um

dos principais setores da economia. A confiança dos consumidores e investidores também aumentou, criando um ambiente favorável para o financiamento de projetos habitacionais e comerciais.

Outro fator determinante foi a trajetória de queda das taxas de juros no período em questão, como observado no gráfico 4. Apesar do Brasil ser um país de altas taxas de juros no relativo, a taxa básica de juros (Selic) passou de patamares de 20% a.a. no início dos anos 2000 para 8,75% em 2010, o menor nível histórico até então. Essa redução reduziu significativamente o custo do crédito habitacional, tornando os financiamentos mais acessíveis para as famílias brasileiras. Taxas de juros mais baixas não apenas estimulam a aquisição de imóveis, mas também tornam o mercado imobiliário mais atrativo para investidores (Agnello; Schuknecht, 2009), redirecionando capitais de aplicações financeiras tradicionais para o setor de imóveis.

Gráfico 4 – Taxa Básica de Juros da Economia Brasileira – SELIC (Em %)



Fonte: BACEN. Elaboração própria.

A geração de empregos foi outro motor importante da expansão imobiliária. Entre 2003 e 2013, a taxa de desemprego caiu de 11,7% para 5,4%, e houve uma formalização crescente do mercado de trabalho (IBGE). A maior segurança financeira proporcionada pelo emprego formal permitiu que um número crescente de famílias tivesse acesso a financiamentos habitacionais, pois a comprovação de renda é um requisito essencial para a concessão de crédito. A melhoria na renda das famílias também impulsionou a demanda por imóveis, tanto para habitação própria quanto para investimentos, criando um

ciclo virtuoso que fortaleceu a construção civil e o mercado imobiliário como um todo. Além disso, a estabilidade inflacionária também desempenhou um papel central na manutenção da previsibilidade econômica e no estímulo ao planejamento de longo prazo. Durante a década de 2000, a inflação média anual oscilou entre 3% e 6,5%, permanecendo, em grande parte, dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo regime de metas do Banco Central do Brasil (Banco Central do Brasil, 2020). Esse controle foi essencial para preservar o poder de compra das famílias e proporcionar segurança aos investidores, tornando os imóveis uma alternativa atraente como reserva de valor.

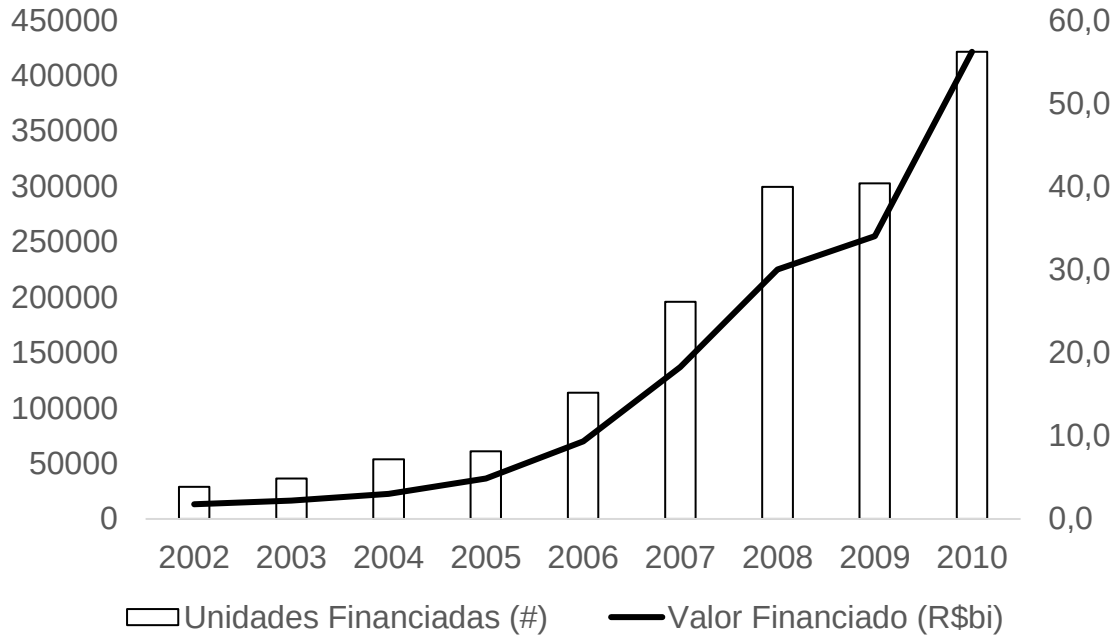
Aliado a um cenário de conjuntura macroeconômica favorável, o crédito habitacional experimentou uma verdadeira transformação nesse período, sendo, na verdade, o principal motor da expansão do setor na primeira década dos anos 2000. Essa transformação foi possível graças a um alinhamento inédito entre os principais agentes do mercado imobiliário no Brasil (Faustino; Royer, 2022), incluindo o Estado, que desempenhou papel central ao criar instrumentos financeiros, novas legislações e instituições que viabilizaram um ambiente de alta liquidez e segurança jurídica.

A introdução da alienação fiduciária em 1997, consolidada nos anos seguintes, representou um marco na estruturação do mercado imobiliário brasileiro. Esse mecanismo reduziu os riscos para as instituições financeiras ao permitir a recuperação do bem em caso de inadimplência de forma mais rápida e menos onerosa. Segundo Mioto e Penha Filho (2019), a alienação fiduciária foi uma peça fundamental na financeirização do mercado, ao tornar o crédito habitacional mais atrativo para bancos e investidores. Esse processo foi intensificado pela criação de novos instrumentos financeiros, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que permitiram a captação de recursos no mercado de capitais e ampliaram a capacidade de financiamento.

A ampliação da participação do governo no setor habitacional foi essencial para a expansão do mercado imobiliário brasileiro. A partir de 2003, com a criação do Ministério das Cidades e a implementação de novas políticas públicas, o Estado assumiu um papel mais ativo na organização do setor, combinando financiamento ao consumidor, subsídios à produção habitacional e regulamentações que trouxeram maior previsibilidade ao mercado. Entre essas

medidas, destaca-se a Resolução do Banco Central n.º 3.259, de 2004, que obrigou os bancos a direcionarem recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo exclusivamente para o crédito habitacional, cerca de 65% desses fundos devem ser destinados ao mercado imobiliário. Essa medida resultou em um aumento expressivo das aplicações imobiliárias com recursos do SBPE, que saltaram de menos de R$ 2 bilhões em 2002 para cerca de R$ 56bilhões em 2010, como destacado no gráfico 5 abaixo.

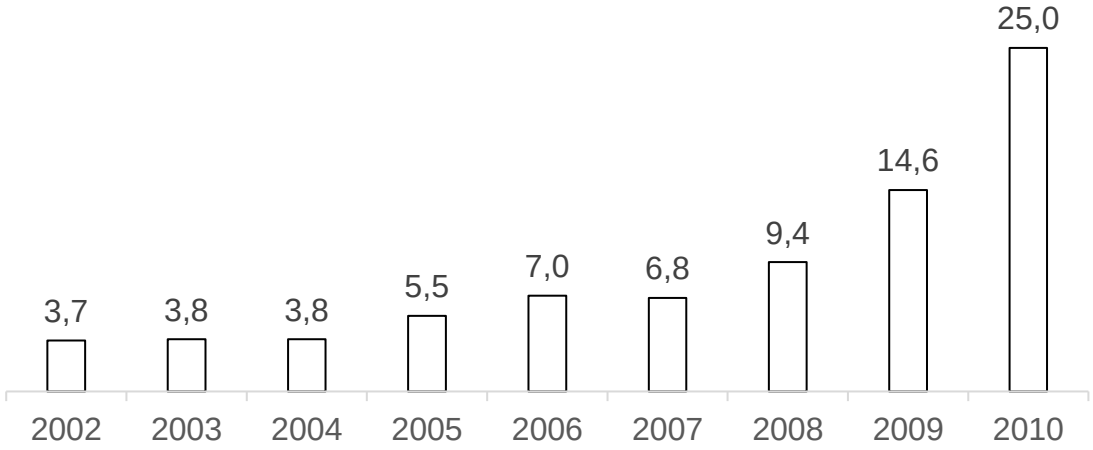
Gráfico 5 - Habitações e valores contratados pelo SBPE 2000 – 2010 (Em Mil Unidades e em Bilhões de Reais)



Fonte: Banco de Dados CBIC. Elaboração própria.

A Resolução 460 do Conselho Gestor do FGTS, de 2005, também desempenhou um papel crucial ao permitir a ampliação dos subsídios destinados à habitação de interesse social. Essa decisão praticamente dobrou o orçamento do setor habitacional e intensificou o uso do FGTS como principal fonte de financiamento para habitações populares, como pode ser evidenciado no gráfico 6. Como consequência, o volume de recursos destinados ao setor habitacional aumentou significativamente, combinando fundos como o FGTS, o Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), o Fundo de Desenvolvimento Social (FDS) e o Orçamento Geral da União (Faustino; Royer, 2022).

Gráfico 6 – Valor das operações de financiamento imobiliário com recursos do FGTS (Em Bilhões de Reais)



Fonte: Banco de Dados CBIC. Elaboração própria.

Além disso, a regulamentação do mercado trouxe maior estabilidade e confiança. A combinação de segurança jurídica, proporcionada pela alienação fiduciária, e o aumento da disponibilidade de crédito resultaram em um ciclo virtuoso no mercado imobiliário, ampliando tanto a demanda quanto a oferta de unidades habitacionais. As grandes empresas do setor imobiliário, aproveitando a nova conjuntura, expandiram suas operações por meio da abertura de capital na bolsa de valores, o que garantiu maior liquidez e permitiu a formação de bancos de terras estratégicos para futuros empreendimentos (Mioto; Penha Filho, 2019).

O alinhamento entre governo e agentes econômicos também se refletiu na criação de produtos habitacionais voltados a nichos específicos de mercado. Grandes construtoras e incorporadoras desenvolveram marcas e linhas de produtos para o segmento econômico, com destaque para programas como o Carta de Crédito Individual, que permitiram tanto a aquisição de imóveis novos quanto usados, e até mesmo a autoconstrução. Esse movimento foi impulsionado por mudanças regulatórias e pela ampliação de subsídios, que garantiram maior acesso ao crédito para famílias de baixa renda.

Esse cenário de cooperação entre agentes privados e públicos consolidou a base para o crescimento sustentado do mercado imobiliário na primeira década dos anos 2000. A articulação entre políticas públicas, como o fortalecimento do

SFH, e instrumentos financeiros inovadores, como os CRIs, ampliou significativamente o mercado habitacional, tornando o crédito acessível a uma parcela maior da população. Essa expansão, contudo, trouxe consigo desafios estruturais, como a dependência de subsídios públicos para sustentar o modelo.

Logo, a conjuntura econômica saudável, combinado com políticas governamentais expansionistas e avanços regulatórios e se mostraram decisivos para o período de expansão do mercado imobiliário brasileiro nos anos 2000, fase caracterizada por alta demanda, aumento de preços e intensificação da atividade de construção.

3.4 TRANSIÇÃO PARA UM AMBIENTE MACROECONÔMICO RESTRITIVO: REFLEXO NO MERCADO IMOBILIÁRIO

O contexto econômico brasileiro já vinha apresentando sinais de deterioração desde o segundo mandato do presidente Lula (2007-2010). Embora o Brasil tenha encerrado esse período com crescimento econômico expressivo de 7,53% em 2010, beneficiado por políticas anticíclicas em resposta à crise financeira global de 2008, essa expansão foi acompanhada por crescentes desequilíbrios macroeconômicos (Giambiagi, Villela, Hermann, 2016), os quais se aprofundaram ao longo dos anos seguintes.

No primeiro mandato da presidente Dilma Rousseff (2011-2014), observou-se um claro agravamento desses desequilíbrios. Apesar de iniciar o governo com uma postura relativamente ortodoxa, com elevação das taxas de juros e controle fiscal moderado, houve uma guinada significativa a partir do segundo semestre de 2011, a qual pode ser caracterizada por políticas econômicas heterodoxas. Nesse período, o governo adotou medidas como redução forçada da taxa básica de juros e intervenções cambiais agressivas com o objetivo de depreciar o real e estimular o crescimento econômico (Mesquita, 2015).

Essas políticas, no entanto, resultaram em graves consequências para os fundamentos macroeconômicos brasileiros. A deterioração foi exacerbada pela significativa redução da produtividade da economia, resultado de uma “nova matriz econômica” (como era chamada a lógica de política econômica do governo Dilma), a qual não obteve sucesso em estabilizar a economia. A

produtividade, em particular, teve sua menor taxa de incremento sob a gestão Dilma, refletindo a ausência de reformas estruturais iniciadas ainda no governo Lula e uma baixa eficácia dos investimentos produtivos, que evidenciaram a centralidade dos problemas relacionados à produtividade.

A inflação passou a acelerar progressivamente, ultrapassando sistematicamente as metas estabelecidas pelo Banco Central, ao mesmo tempo em que expectativas inflacionárias se desancoraram. A inflação mais alta reduziu o poder de compra dos consumidores e aumentou a incerteza no ambiente econômico. Ao mesmo tempo, o crescimento econômico desacelerou acentuadamente, passando de uma expansão robusta em 2010 para taxas próximas da estagnação a partir de 2012.

A situação fiscal também sofreu piora expressiva durante o primeiro mandato de Dilma (Mesquita, 2015). O aumento acentuado dos gastos públicos, combinado com uma política fiscal expansionista caracterizada por amplas desonerações tributárias e crescentes subsídios, elevou o déficit público e ampliou o endividamento do governo. A chamada "contabilidade criativa", manobras contábeis utilizadas pelo governo para atingir artificialmente as metas fiscais, deterioraram ainda mais a credibilidade das políticas econômicas brasileiras junto ao mercado internacional, resultando na perda do grau de investimento pelas agências internacionais de rating.

Se o primeiro mandato de Dilma Rousseff já havia sido marcado por profundas dificuldades macroeconômicas, o segundo mandato (iniciado em 2015) foi ainda mais problemático. Logo após a reeleição, o governo reconheceu a insustentabilidade das políticas anteriores, adotando inicialmente uma agenda ortodoxa com a nomeação de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda. Essa mudança repentina, no entanto, foi insuficiente para reverter a crise econômica e ainda aprofundou a crise política, resultando em uma rápida perda de apoio político e popular.

Durante o segundo mandato, a economia brasileira entrou oficialmente em recessão profunda, com queda acentuada no PIB e aumento do desemprego. A inflação atingiu patamares elevados, chegando a superar 10% em 2015, enquanto a taxa básica de juros subiu rapidamente para conter as pressões

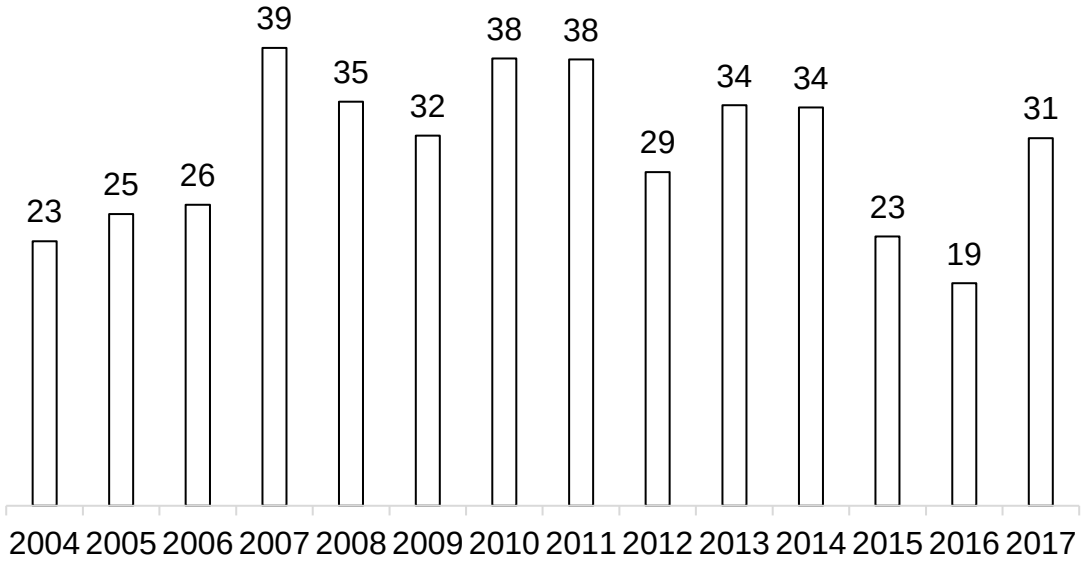
inflacionárias. A situação fiscal, já grave, piorou ainda mais, com o déficit público aumentando significativamente devido à combinação de receitas tributárias em queda e despesas públicas ainda elevadas.

Dessa maneira, a transição para um ambiente macroeconômico restritivo foi caracterizada por uma deterioração geral dos fundamentos econômicos brasileiros, com baixo crescimento, inflação alta, aumento dos juros, queda na produtividade e descontrole fiscal, culminando em uma crise econômica e política no país.

Esses desequilíbrios macroeconômicos tiveram impactos diretos e severos sobre o mercado imobiliário brasileiro. Como previsto anteriormente neste trabalho, as variáveis econômicas resultantes dessa deterioração resultariam inevitavelmente em uma crise imobiliária (Agnello; Schuknecht, 2009).

A combinação de alta inflação e redução do poder de compra dos consumidores levou a uma retração significativa da demanda por imóveis, refletindo-se em quedas superiores a 50% nos lançamentos imobiliários entre 2015 e 2017 no Brasil de acordo com a Abrainc, situação também observada na cidade de São Paulo (gráfico 7), importante balizador do mercado imobiliário brasileiro. O aumento da taxa básica de juros encareceu o crédito imobiliário e restringiu o acesso a financiamentos, reduzindo ainda mais a capacidade das famílias de adquirirem imóveis, teoria já analisada neste trabalho. Além disso, a desaceleração econômica e o aumento do desemprego contribuíram diretamente para um aumento expressivo da inadimplência, afetando negativamente a concessão de crédito pelos bancos e tornando-os mais cautelosos e conservadores em relação ao mercado imobiliário.

Gráfico 7 – Unidades residenciais lançadas na cidade de São Paulo (Em Mil unidades)



Fonte: SECOVI-SP. Elaboração própria.

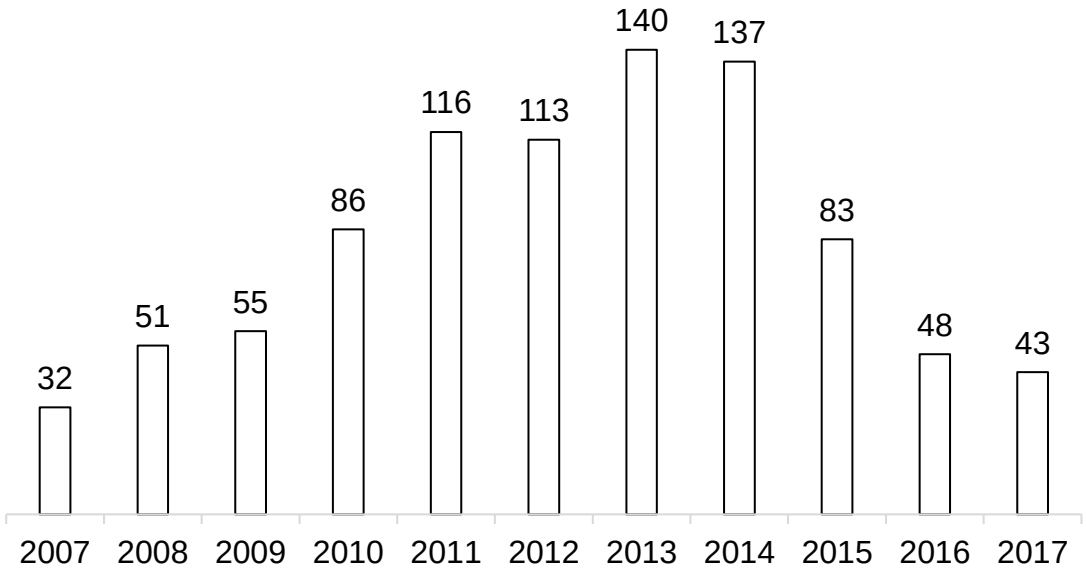
Nesse cenário adverso, as incorporadoras foram forçadas a reduzir seus lançamentos e focar na venda de estoques existentes, ocasionando um aumento dramático dos distratos, que ultrapassaram 40% das vendas entre 2015 e 2016, segundo dados da Abrainc. Com o excesso de oferta e a baixa demanda por imóveis, os preços residenciais sofreram uma desvalorização real superior a 20% nas principais cidades brasileiras.

Além disso, o setor da construção civil enfrentou redução substancial de suas atividades, resultando na perda de mais de um milhão de empregos diretos e indiretos. Esse impacto negativo propagou-se rapidamente para outros setores relacionados, como materiais de construção, engenharia, arquitetura e móveis, ampliando ainda mais os efeitos recessivos sobre a economia brasileira como um todo. Dessa forma, o ambiente macroeconômico restritivo pós-2014 exerceu influência determinante sobre a crise do mercado imobiliário brasileiro, cujos impactos foram sentidos profundamente em diversos segmentos econômicos.

Cabe destacar também que a restrição ao crédito imobiliário, consequência direta da cautela dos bancos frente ao aumento dos riscos associados ao mercado, resultou em uma expressiva redução no volume financeiro contratado pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

durante o período. A queda substancial nos valores financiados evidenciou não apenas a redução na demanda por crédito, mas também a postura defensiva das instituições financeiras, que reduziram deliberadamente suas exposições ao setor imobiliário devido à conjuntura econômica desfavorável. A redução drástica nos financiamentos do SBPE contribuiu ainda mais para o aprofundamento da crise imobiliária brasileira pós-2014.

Gráfico 8 – Unidades financiadss com recursos do SBPE – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais)

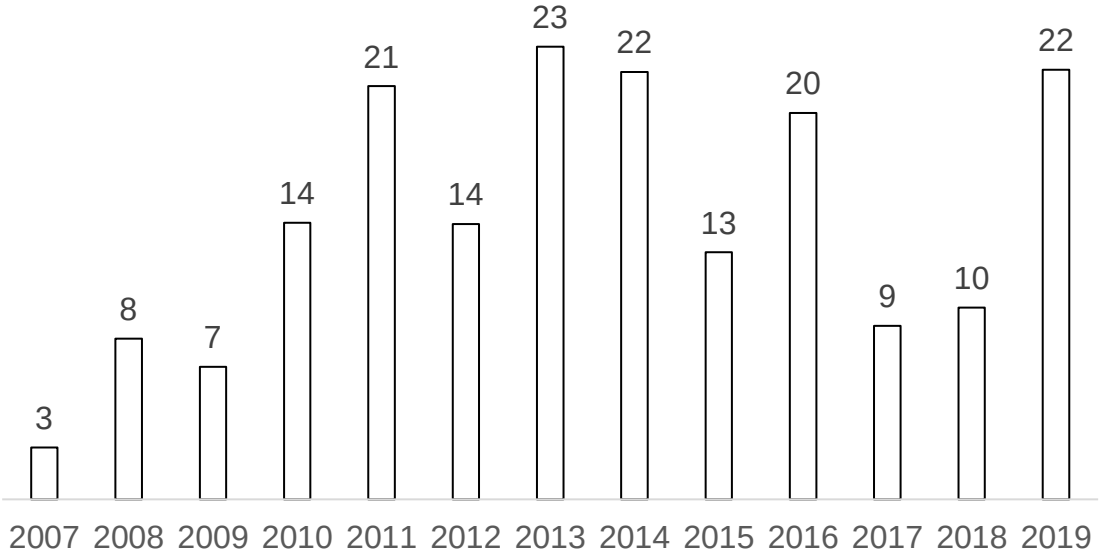


Fonte: ABECIP, BCB e Caixa. Elaboração própria.

Sobre a dinâmica do mercado de capitais, fica evidente que seu desenvolvimento constituiu uma importante alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro, reduzindo parcialmente a dependência tradicional de fontes públicas, como FGTS e SBPE. Como pode ser observado no gráfico 9, o volume de Certificados de Recebíveis Imobiliários CRIs apresentou crescimento expressivo ao longo dos anos, especialmente a partir de 2010, atingindo valores elevados como R$ 23 bilhões em 2013. Esse aumento refletiu tanto uma maior maturidade dos instrumentos financeiros disponíveis quanto a crescente confiança dos investidores institucionais e individuais em ativos lastreados no setor imobiliário. Entretanto, é importante salientar que o mercado de capitais não ficou imune à crise econômica iniciada em 2015, quando houve uma queda substancial no volume de emissões de CRIs, demonstrando

claramente a sensibilidade desse instrumento às oscilações macroeconômicas e ao menor apetite dos investidores em períodos de incerteza. Apesar disso, nota-se que a recuperação do mercado de capitais imobiliário tende a ocorrer de forma relativamente mais rápida quando comparada à recuperação do financiamento público tradicional. Tal característica evidencia a relevância estratégica do mercado de capitais para a resiliência e recuperação do setor imobiliário em momentos de crise

Gráfico 9 – Volume de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos anualmente – A valores de 2019 (Em Bilhões de Reais)



Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

Por último, cabe destacar que são nos períodos de retração econômica e crise imobiliária que os principais agentes do mercado imobiliário, os quais são as grandes incorporadoras, pressionam o governo por modificações regulatórias que minimizem o impacto da crise nos seus resultados financeiros (Faustino; Royer, 2022). Tal afirmação também foi verdade durante a crise brasileira de 2015, mudanças as quais acabaram por impulsionar mais o período de expansão após a crise analisada, conforme previsto por Agnello e Schuknecht.

Dentre as principais mudanças que ocorreram durante a crise, podem ser citadas a Lei de Distratos e a resolução n. 4.676/2018 do BACEN. Sobre a lei dos distratos, cabe destacar que essa regulação trouxe segurança jurídica para as incorporadoras ao estabelecer limites claros para o cancelamento de

contratos de compra e venda de imóveis na planta. Antes dessa lei, os consumidores tinham maior liberdade para rescindir contratos, gerando riscos financeiros significativos para as incorporadoras, especialmente em períodos de baixa liquidez e retração nas vendas. Com a nova legislação, definiu-se que o comprador que desistisse do imóvel perderia até 50% dos valores já pagos à incorporadora, o que diminuiu o volume de distratos e reduziu substancialmente os riscos financeiros enfrentados pelas empresas durante a crise imobiliária.

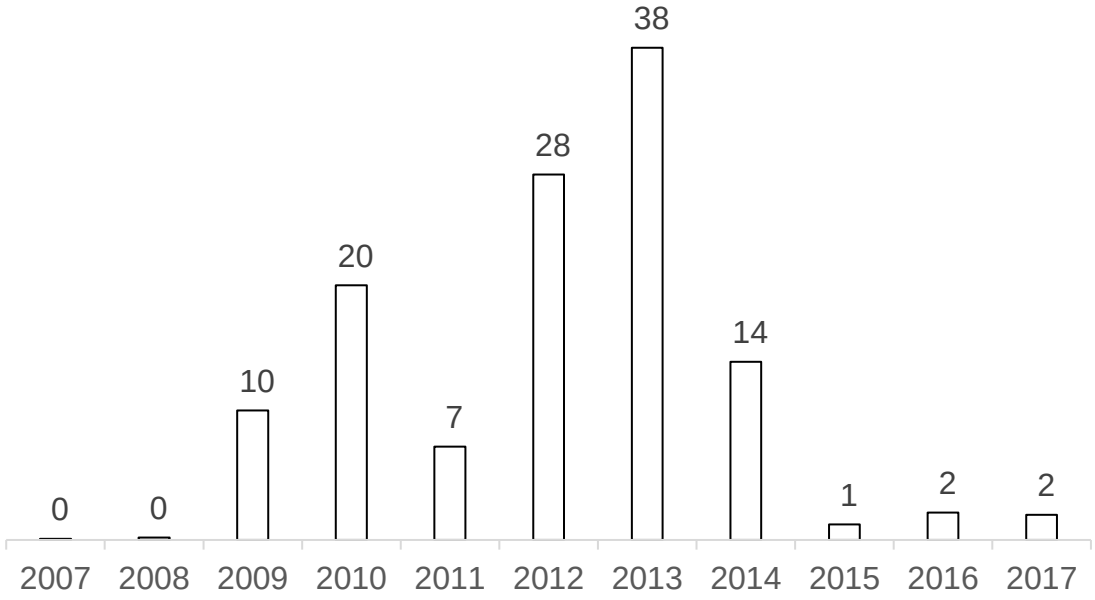
Já a Resolução nº 4.676/2018 do BACEN alterou as regras para os financiamentos imobiliários ao permitir que instituições financeiras utilizassem recursos da poupança para conceder crédito não apenas no âmbito do SFH, mas também no Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que contempla imóveis de valores mais elevados e concede maior liberdade para definição das taxas de juros. Essa flexibilização possibilitou que incorporadoras acessassem uma gama mais ampla de compradores, estimulando a recuperação das vendas ao ampliar as opções de financiamento disponíveis ao mercado. Em suma, ambas as medidas foram decisivas para garantir condições mais favoráveis às incorporadoras num momento em que estavam fragilizadas pela crise, contribuindo diretamente para a retomada da expansão do mercado imobiliário brasileiro no período subsequente.

3.5 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E O AGRAVAMENTO DA CRISE IMOBILIÁRIA BRASILEIRA

Como visto no tópico anterior, a deterioração dos fundamentos e das variáveis macroeconômicas foram determinantes para explicar o comportamento recessivo observado entre os agentes do mercado imobiliário brasileiro. Contudo, considerando as peculiaridades específicas desse mercado já destacadas anteriormente neste trabalho, cabe ressaltar que a crise foi ainda mais intensificada por mudanças específicas na condução das políticas fiscais adotadas pelo governo brasileiro. Estas políticas, inicialmente voltadas para estimular a expansão do setor imobiliário, sofreram uma reversão brusca como resposta à necessidade urgente de reequilibrar as contas públicas, aprofundando ainda mais os efeitos negativos sobre o setor.

Nesse sentido, uma das mudanças mais relevantes foi a redução acentuada dos subsídios habitacionais oriundos do OGU, especialmente aqueles destinados ao Programa Minha Casa Minha Vida por meio do FAR, como detalhado no gráfico 10. As políticas econômicas clássicas do populismo macroeconômico latino-americano (Mesquita, 2015) já não eram mais sustentáveis.

Gráfico 10 – Valores do PMCMV subsidiados com recursos do OGU – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais)



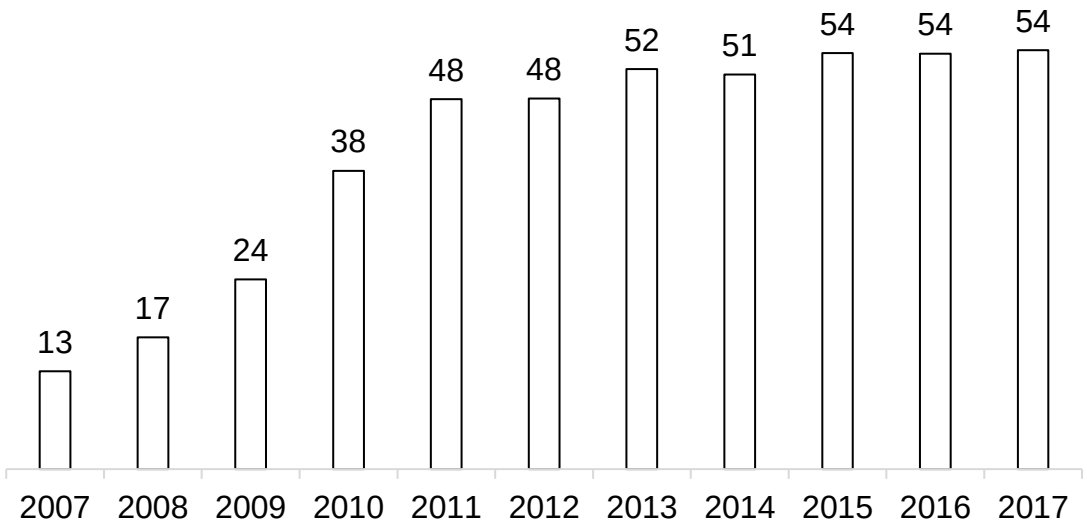
Fonte: Governo Brasileiro, Dados do Minha Casa Minha Vida. Elaboração própria.

De acordo com dados do MCMV disponibilizados pelo ministério das cidades, os valores contratados de unidades do PMCMV pelo OGU alcançaram seu pico em 2013, totalizando mais de R$35 bilhões de reais. Recapitulando a explicação sobre o racional de política econômica do governo Dilma, fica evidente que os altos valores de subsídios observados durante o primeiro mandato fazem parte da medida de uma tentativa de estimular crescimento econômico mesmo em uma economia com fracos fundamentos. A partir de 2015, quando o governo percebe que não há sustentação na continuidade de políticas de estímulo em meio a desequilíbrio fiscal e inflacionário, inicia-se uma adoção de políticas de austeridade fiscal. Dessa maneira, os subsídios provenientes do OGU foram drasticamente reduzidos para menos de R$ 2 bilhões já em 2015, permanecendo em níveis baixos nos anos subsequentes.

Essa redução abrupta de subsídios comprometeu diretamente a viabilidade financeira dos empreendimentos imobiliários, principalmente para as faixas de renda mais baixas, cuja demanda depende fortemente do apoio governamental. Com o corte significativo dos subsídios, houve uma queda imediata e expressiva nas contratações do PMCMV, levando a uma retração generalizada nos lançamentos imobiliários e aumento da pressão sobre os estoques das incorporadoras, que enfrentavam crescentes dificuldades financeiras (Magacho, Rocha, 2019).

Paralelamente, como observado no gráfico 11, embora os recursos do FGTS tenham permanecido relativamente estável como fonte de financiamento habitacional, dada sua estrutura independente do orçamento fiscal e, portanto, não afetando diretamente o déficit público, sua capacidade de compensar totalmente as perdas advindas do OGU mostrou-se insuficiente diante da magnitude dos cortes mencionados (Orair, 2016). Essa estabilidade relativa do FGTS foi importante, mas insuficiente para contrabalançar os efeitos negativos provocados pela redução abrupta dos recursos do OGU.

Gráfico 11 – Valores do PMCMV financiados com recursos do FGTS – A valores de 2017 ajustados por IPCA (Em Bilhões de Reais)



Fonte: ABECIP, BCB e Caixa. Elaboração própria.

O regime fiscal brasileiro, baseado desde 1999 em metas anuais de resultado primário, demonstrou, a partir de 2015, uma clara tendência anti-

investimento. A exemplo dos cortes no OGU destinados ao programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), o governo intensificou medidas restritivas com o objetivo de alcançar resultados primários positivos, o que resultou em cortes profundos nos investimentos públicos, especialmente aqueles relacionados à infraestrutura urbana e habitacional. Esse contexto também incluiu aumentos em impostos e contribuições que afetaram indiretamente o setor imobiliário, como a elevação do PIS/COFINS sobre materiais de construção e o aumento do ITBI em diversas cidades brasileiras, elevando os custos operacionais das construtoras e comprometendo ainda mais a atratividade dos novos empreendimentos imobiliários. Essas medidas fiscais restritivas contribuíram diretamente para deteriorar as expectativas econômicas dos agentes de mercado e reduzir significativamente a demanda por imóveis. Consequentemente, a expressiva redução do investimento público aprofundou ainda mais a crise econômica, considerando que investimentos governamentais possuem elevado efeito multiplicador e poderiam ter mitigado a desaceleração econômica observada no período.

4. CONCLUSÃO

A análise detalhada conduzida neste trabalho confirmou a profunda relação existente entre variáveis macroeconômicas e os ciclos imobiliários, demonstrando que esses ciclos são sensivelmente impactados por mudanças nas condições econômicas gerais. Conforme amplamente discutido, fatores como crescimento econômico, taxas de juros, inflação, nível de emprego e oferta de crédito determinam diretamente a dinâmica de expansão e retração do mercado imobiliário, condicionando decisões tanto de investidores quanto de consumidores finais. Como apontam Agnello e Schuknecht (2009), ciclos prolongados de expansão, impulsionados por políticas macroeconômicas expansionistas, frequentemente resultam em ajustes recessivos igualmente acentuados, cenário amplamente verificado no caso brasileiro, sobretudo após o boom imobiliário da primeira década do século 21.

O país passou por uma significativa expansão no mercado imobiliário entre 2003 e 2013, apoiado em um ambiente macroeconômico altamente favorável, caracterizado por crescimento robusto do PIB, redução progressiva das taxas de juros, geração consistente de empregos formais e maior oferta de

crédito, especialmente por meio dos mecanismos de financiamento habitacional dependentes do setor público, como o FGTS e o SBPE (Mioto; Penha Filho, 2019). Todavia, esse período expansivo foi abruptamente interrompido com a deterioração macroeconômica ocorrida a partir de 2014, marcada por políticas econômicas instáveis, elevação acelerada da taxa de juros, crescimento do desemprego e uma inflação descontrolada (Giambiagi; Villela; Hermann, 2016). Esses fatores não apenas desestimularam o consumo imobiliário, como também comprometeram severamente o acesso ao crédito, desencadeando uma retração profunda e prolongada do setor.

Além da evidente correlação entre a dinâmica macroeconômica e os ciclos imobiliários no país, outro fator crucial identificado neste estudo foram as particularidades estruturais do financiamento imobiliário brasileiro, caracterizado por uma elevada dependência do sistema público e das políticas fiscais do governo federal. Esta dependência, conforme analisado no tópico 3.5, revelou-se especialmente problemática em períodos de crise fiscal e econômica. Quando o governo brasileiro precisou adotar medidas severas de ajuste fiscal a partir de 2015, os cortes substanciais no orçamento destinado ao PMCMV, principalmente na parcela subsidiada pelo Orçamento Geral da União, tiveram efeitos imediatos e devastadores sobre o mercado imobiliário popular, reduzindo drasticamente os lançamentos e levando incorporadoras à situação financeira fragilizada (Magacho; Rocha, 2019).

Essa situação tornou evidente que a fragilidade do modelo brasileiro não estava apenas ligada ao ciclo econômico em si, mas também à vulnerabilidade decorrente da alta exposição do mercado imobiliário às decisões políticas e à sustentabilidade fiscal do governo federal. A combinação das políticas macroeconômicas desfavoráveis com uma redução abrupta de subsídios e investimentos públicos intensificou o impacto da crise sobre as empresas e os consumidores finais, demonstrando o quanto o mercado imobiliário brasileiro é especialmente suscetível a variações econômicas e ajustes fiscais governamentais (Orair, 2016).

Finalmente, outro aspecto relevante ressaltado neste estudo refere-se ao papel regulatório desempenhado durante os momentos críticos dos ciclos imobiliários. Durante a crise, grandes incorporadoras pressionaram por

mudanças regulatórias com objetivo de mitigar os impactos financeiros da retração econômica (Faustino, Royer, 2022). Essa atuação resultou em importantes medidas, como a Lei dos Distratos, que impôs limites à desistência de contratos imobiliários e reduziu os riscos financeiros das incorporadoras, e a Resolução nº 4.676/2018 do Banco Central, que ampliou o acesso aos recursos da poupança para financiamentos imobiliários no âmbito do SFI. Essas medidas, apesar de ocorrerem em um momento de fragilidade das incorporadoras, mostraram-se decisivas para estabilizar parcialmente o setor e criar condições para uma posterior retomada.

Em síntese, o presente trabalho demonstrou não apenas que existe uma forte relação entre ciclos imobiliários e dinâmica macroeconômica, como previsto pela literatura internacional, mas também confirmou essa relação no contexto específico brasileiro, evidenciando suas particularidades estruturais e institucionais, as quais foram fundamentais para compreender integralmente a severidade da crise imobiliária de 2015.

5. REFERÊNCIAS

AGNELLO, L.; SCHUKNECHT, L. Booms and busts in housing markets: determinants and implications. Frankfurt: European Central Bank, 2009. p. 7-25.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico das metas da Taxa Selic. Disponível em: https://www.bcb.gov.br. Acesso em: 18 maio 2025.

BARRAS, R. Building cycles: growth and instability. Journal of Property Research, v. 26, n. 4, p. 297-319, 2009.

CBIC – CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO. Dados e análises sobre o mercado imobiliário e construção civil. Disponível em: https://www.cbic.org.br. Acesso em: 23 abr. 2025.

CUBERO, M.; MENDONÇA, A. O FGTS e o financiamento habitacional e de infraestrutura urbana: avanços e recuos (2003-2018). Campinas: Instituto de Economia – UNICAMP, 2020. p. 1-22.

DAVIS, E. P.; ZHU, H. Commercial property prices and bank performance. Bank for International Settlements Quarterly Review, p. 62-72, 2004.

FAUSTINO, R.; ROYER, L. O setor imobiliário habitacional pós-2015: crise ou acomodação? Revista Cadernos Metrópole, São Paulo, p. 1-26, 28 abr. 2022.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; HERMANN, J.; CASTRO, L. B. Economia brasileira contemporânea: 1945-2015. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Contas nacionais: séries históricas do PIB. Disponível em: https://www.ibge.gov.br. Acesso em: 5 abr. 2025.

MACEDO, R. Crédito imobiliário no Brasil. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas – EPGE, 2024. p. 16-52. Mestrado Profissional em Economia Empresarial e Finanças.

MAGACHO, G. R.; ROCHA, I. L. Engines off: A Structural Decomposition of the Brazilian (De-) Growth in the 2010s. Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2019.

MESQUITA, M. Sob a luz do sol, uma agenda para o Brasil. Cap. 1: A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo, 2015.

MIOTO, B. T.; PENHA FILHO, C. A. Crise econômica e o setor imobiliário no Brasil: um olhar a partir da dinâmica das maiores empresas de capital aberto. In: KOGA, D.; MARQUES, E. (Org.). Financeirização e estudos urbanos na América Latina. São Paulo, 2019. p. 29-59.

MUELLER, G. R. Understanding real estate's physical & financial market cycles. Real Estate Finance, v. 12, n. 3, p. 51-64, 1995.

ORAIR, R. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. Brasília: Ipea, 2016.

OYEDELE, J. B. Macroeconomic theory and the implication for real estate cycles. Global Journal of Management and Business Research: F, Real Estate, Event and Tourism Management, v. 19, n. 3, p. 1-47, 2019.

PIRES, M. C.; BORGES, B.; BORÇA JR., G. Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história? Brazilian Keynesian Review, v. 5, n. 2, p. 174-202, jun. 2019.

PYHRR, S. A.; ROULAC, S. E.; BORN, W. L. Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in the global economy. Journal of Real Estate Research, v. 18, n. 1, 1999.

TAMIETTI, G. Brasil registra déficit habitacional de 6 milhões de domicílios. Fundação João Pinheiro, 24 abr. 2024. Disponível em: https://fjp.mg.gov.br/brasil-registra-deficit-habitacional-de-6-milhoes-de-domicilios/. Acesso em: 5 set. 2024.

WHEATON, C. W.; TORTO, R. G.; EVANS, P. The cyclic behavior of the Greater London office market. Journal of Real Estate Finance and Economics, v. 15, n. 1, p. 77-92, 1997.

WHEATON, W. C. Real estate "cycles": some fundamentals. Real Estate Economics, v. 31, n. 1, p. 31-50, 2003