

## Artigos

Recebido: 25.10.2018

Aprovado: 05.12.2018

DOI <http://dx.doi.org/10.18316/REDES.v7i1.5212>

## Crise imobiliária brasileira: a transferência de renda pelos “distratos” e créditos podres

Iara Pereira Ribeiro

Faculdade de Direito de Ribeirão Preto,  
Ribeirão Preto, SP, Brasil.<http://orcid.org/0000-0002-4085-695X>

Maria Paula Costa Bertran

Faculdade de Direito de Ribeirão Preto,  
Ribeirão Preto, SP, Brasil.<https://orcid.org/0000-0003-2140-7785>

**Resumo:** No Brasil, milhares de pessoas deram todas as suas economias para casas que nunca serão delas. Novos edifícios residenciais permanecem desabitados em áreas essenciais das cidades. Este artigo pretende mostrar que a falta de austeridade na análise do financiamento imobiliário contribui para este cenário. Os resultados da concessão de crédito a pessoas que jamais poderiam pagar até o final dos contratos são: (i) rescisões (com incorporadoras) e (ii) reintegração de posse de alienação fiduciária (com bancos), em volumes jamais vistos. O artigo foi estruturado em dados públicos sobre endividamento imobiliário e familiar, literatura especializada em gestão de sociedades empresárias de construção civil, dados jornalísticos sobre as resoluções contratuais de financiamento imobiliário e decisões judiciais. Os resultados indicam que o fornecimento de financiamento imobiliário para pessoas que não puderam cumprir os contratos no longo prazo contou com pelo menos três tipos de estímulo: altas taxas de corretagem, promessas de altos retornos para os investidores das empresas do setor de construção civil e a espiral de aumento dos preços dos imóveis, que se alimentava do acesso fácil ao crédito.

**Palavras-chave:** Financiamento Imobiliário; Resolução; Endividamento; Contrato de Longo Prazo; Alienação Fiduciária.

### Brazilian housing crisis: the transfer of income through breach of contracts and bad credits

**Abstract:** In Brazil, thousands of people have given all their savings to homes that will never be theirs. New residential buildings remain uninhabited in essential areas of Brazilian cities. This paper aims to show that the lack of austerity in the analysis of real estate financing has contributed to this scenario. The results of granting credit to people who could not afford it are: (i) contracts breached in impressive amounts and (ii) the recovery of properties given as collateral to banks in massive volumes. This paper was structured on public data on real estate and

household indebtedness, the specialized literature on management of construction companies, journalistic data on the breach of financing contracts and judicial decisions. The results indicate that the supply of real estate financing for people who could not fulfill the contracts in the long term counted on at least three kinds of stimulus: high brokerage rates, promises of high returns to investors of real estate companies and the increasing prices of real estate, made possible by the undue credit offer.

**Keywords:** Real Estate Financing; Breach of Contract; Transfer of Income; Indebtedness; Long Term Contract; Fiduciary Alienation.

Antes eu era só pobre.  
Agora sou pobre e cheio de dívidas”.  
Frase anônima brasileira.

## Introdução

De cada dois imóveis financiados vendidos no Brasil, um foi “devolvido” às incorporadoras entre os anos de 2015 e 2016. (PASQUALIN, 2016, p. 66). Paralelamente às quebras de contratos com as incorporadoras, houve um significativo aumento da tomada dos imóveis dados em garantia pelos bancos. Estima-se que os cinco maiores bancos brasileiros tenham hoje mais imóveis (equivalente a R\$ 10 bilhões) que o estoque da maior incorporadora brasileira (equivalente a R\$ 6,4 bilhões) (MANDI; PINHEIRO, 2017).

Fatalidade econômica, desemprego, diminuição de renda da população, expansão das políticas públicas de financiamento habitacional e recessão são fatores naturalmente responsáveis por esse cenário. O artigo soma a esses fatores a falta de rigor na análise do crédito como critério determinante dos altos índices de quebras de contrato e execução dos imóveis alienados fiduciariamente. Muitos indivíduos não poderiam, pelos critérios tradicionalmente esperados, ter iniciado um financiamento imobiliário de longo prazo. Mas entre os anos de 2004 a 2014, no mínimo três razões motivaram uma oferta de crédito pouco rigorosa: promessas aos investidores dos mercados de capitais, aumento dos preços futuros dos imóveis e recrudescimento do interesse sobre as comissões de corretagem.

A oferta de crédito imobiliário pouco rigorosa estruturou um mecanismo de transferência da poupança (e parte da renda) dos indivíduos para as incorporadoras ou para os bancos. Esse mecanismo sofre uma ruptura em 2014, momento em que a população deixa de ter poupança e renda a serem transferidas, pois expressivo volume de adquirentes perdeu renda (e/ou emprego). Sem renda, vários financiamentos imobiliários deixaram de ser pagos. As incorporadoras e os bancos também se prejudicaram. As incorporadoras tiveram que arcar com as despesas de ressarcimento envolvendo a ruptura dos contratos e lidar com o aumento de seus estoques. Os bancos tiveram que criar mecanismos para gerir o grande volume de imóveis retomados. O notável prejuízo para as pessoas, porém, é o enfoque privilegiado deste trabalho.

Do ponto de vista da população, houve duas consequências: a perda da pretensão aquisitiva sobre os imóveis e a impossibilidade de recuperação dos valores já pagos. Vejamos: quando o adquirente do bem imóvel não paga as parcelas de seu financiamento imobiliário para a incorporadora, o contrato se resolve

e é devolvida ao adquirente apenas uma porcentagem do valor desembolsado. Esta é a primeira forma de transferência de renda. A outra forma ocorre quando o banco vende um imóvel alienado fiduciariamente por preço menor que o originalmente contratado, restituindo ao adquirente original valor menor do que o montante que já pagou.

Estas formas de transferência de renda não são um fenômeno desprezível, considerando o volume de rescisões<sup>1</sup> com as incorporadoras e de execuções da garantia com os bancos.

Este artigo se organiza em três partes. A primeira trata do contexto de financiamento imobiliário no Brasil a partir da criação sistematizada das linhas de acesso ao crédito. O enfoque é avaliar os padrões clássicos de análise de risco. A segunda parte explica a peculiar engenharia financeira e contratual adotada pelo setor de construção civil no período que compreende o início da bonança brasileira (2004, aproximadamente) até 2014. Destacam-se, de um lado, as motivações para uma oferta de crédito que nomeamos de *meticulosamente incauta*. De outro, os motivos para a ruptura desse modelo. Elaboramos a ideia de que o crédito imobiliário era concedido fora dos parâmetros classicamente esperados porque a grande garantia do adimplemento era a riqueza dos tomadores como um todo, pois naquele momento a prosperidade econômica bastava como análise de crédito. A terceira parte explicita o mecanismo de transferência de renda. Depois de mais de uma década de crescimento econômico e relativa distribuição de renda, perguntamos: o que sobrou da era de bonança? Como a vida das pessoas melhorou? O que os brasileiros têm agora, que não tinham no início dos anos 2000? Acreditamos que a epígrafe do trabalho sugere uma resposta.

### Contexto do financiamento imobiliário brasileiro

Os imóveis podem ser adquiridos à vista, situação em que o comprador possui o dinheiro antecipadamente, ou de maneira parcelada. Como o Brasil é um país com má distribuição de renda, as compras de imóveis à vista não são incomuns, mas normalmente se destinam às moradias para as pessoas ricas. Há duas formas de aquisição parcelada, pelo Sistema Financeiro da Habitação ou pelo Sistema Financeiro Imobiliário.

O chamado Sistema Financeiro da Habitação (SFH), criado em 1964, é caracterizado pela regulamentação estatal das condições de financiamento imobiliário, incluindo taxa de juros e prazos. Os recursos que o abastecem são originados de duas fontes: do montante dos investimentos individuais depositados na “caderneta de poupança” e do fundo composto compulsoriamente pelos empregadores, para proteger os empregados em caso de demissão, chamado de “Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS”<sup>2</sup>. Nesse sistema os bancos privados podem ter acesso a esses recursos (caderneta de poupança

---

<sup>1</sup> O termo “distrato” se tornou célebre nos últimos anos para a ruptura dos contratos de financiamento imobiliário, mas preferimos o termo “rescisão”, por maior representatividade na nomenclatura jurídica.

<sup>2</sup> Com a liberação dos recursos inativos do FGTS no ano de 2017, pelo Presidente Michel Temer, a disponibilidade desta modalidade de financiamento tende a diminuir muito. Formalmente, porém, ainda é uma das formas de acesso ao financiamento imobiliário.

e FGTS) para intermediar financiamentos imobiliários, bem como têm autonomia sobre alguns aspectos dos contratos (especialmente sobre a quem oferecer ou recusar o crédito). Todavia, não estão autorizados a determinar livremente todas as cláusulas desses financiamentos. Em termos práticos, a regulamentação do governo federal faz com que esse modelo seja uma espécie subsidiada de financiamento, cujos juros máximo e mínimo variam conforme a renda das famílias e do valor dos imóveis. Por isso, doravante, as referências ao SFH serão feitas pela expressão “sistema com custeio popular”. Nesse sistema estão incluídas as operações contratadas com recursos públicos que subsidiam os contratos, de acordo com a renda da família, como por exemplo, o famoso Programa Minha Casa Minha Vida (CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, 2017, p. 3).

Já o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), por sua vez, permite a livre negociação entre as partes, sem regulamentação das condições de financiamento. Neste sistema de mercado, o financiamento pode ser concedido exclusivamente pelos bancos ou por um modelo de financiamento conjunto, concedido parcialmente, em um momento pela construtora e depois pelo banco (CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, 2017, p. 3). O chamaremos de “sistema com custeio financeiro”.

A lógica do financiamento por qualquer dos sistemas, de custeio popular ou de custeio financeiro, implicaria, por premissas econômicas clássicas, atendimento às seguintes condições: (i) que a família possuísse capacidade de pagamento mensal regular para habitação ao longo de anos; (ii) que essa capacidade fosse, no mínimo, equivalente à prestação do financiamento; (iii) que a família possuísse poupança prévia suficiente, equivalente à diferença entre o preço da habitação e o valor disponibilizado pelo agente financeiro para o crédito, conforme a quota máxima de financiamento que o agente define (ELOY, 2013, p. 52). Este valor de poupança prévia normalmente atinge 30% do valor total do imóvel (PASQUALIN, 2016, p. 17).

Em termos ideais, a capacidade real de cada família de contrair um financiamento habitacional seria definida pelos agentes financeiros, que, para tanto, deveriam considerar o perfil de gastos da família com despesas mensais habituais e demais compromissos financeiros de médio e longo prazo já assumidos, além da estabilidade dessa renda.

As despesas mensais familiares são geralmente declaradas pela própria família, mas são aferidas por checagem de documentos e simuladas por modelos financeiros. Essa estimativa não é tarefa trivial do ponto de vista metodológico, posto que a capacidade financeira muda conforme a composição familiar e a consequente renda *per capita*, o custo de vida em cada região, as condições em que o crédito é ofertado e os preços dos imóveis (ELOY, 2013, p. 55). Esse processo individualizado de análise resulta na definição do comprometimento de renda com a prestação que pode ser suportado pela família. Resulta também, consequentemente, na qualificação (ou não) para um determinado financiamento. Esse processo integra a inteligência de risco de crédito de cada agente e segue modelos próprios.

A lei determina, para os financiamentos pelo sistema de custeio popular, comprometimento compatível com a renda. Diz o texto legal: “O nível de comprometimento de renda familiar dos adquirentes em operações no âmbito do SFH e as condições de sua comprovação serão fixados pelo agente financeiro [... e...] os limites de financiamento serão estabelecidos pelos agentes financeiros em função de análise de capacidade de pagamento”<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1980. Art. 11 da Resolução do Banco Central do Brasil 1980/1993. CONSELHO CURADOR Redes: R. Eletr. Dir. Soc., Canoas, v. 7, n. 1, p. 139-157, abr. 2019.

Idealmente, o desenho da política de crédito para financiamento de moradias, quer no modelo subsidiado, quer no modelo de mercado, deveria requerer que se estimasse a capacidade das famílias de arcar com despesas habitacionais e de contrair financiamento habitacional. Da mesma forma, idealmente deveria haver uma segmentação da população para os diversos graus de subsídios e os juros de diferentes patamares.

Apesar da racionalidade esperada dos mecanismos de análise de crédito, entendemos que parte significativa da crise dos contratos no setor imobiliário decorreu de usos meticulosamente incautos do processo de avaliar as pessoas elegíveis para obtenção do crédito<sup>4</sup>.

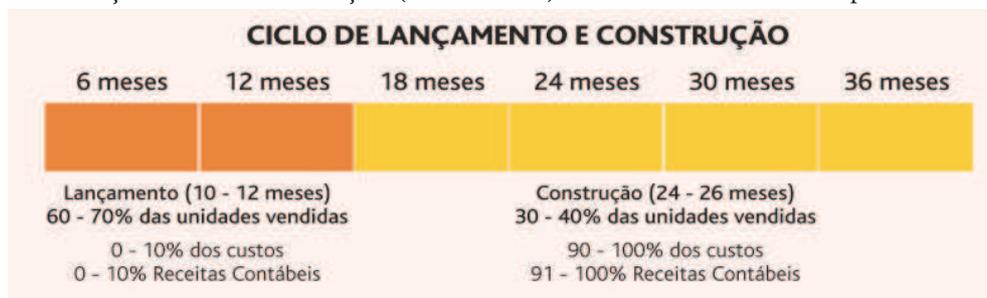
### Estrutura do projeto financeiro das habitações

A estrutura de venda de imóveis nos últimos anos no Brasil teve duas características importantes. Uma foi que o *boom* imobiliário se deu com imóveis novos, construídos simultaneamente aos contratos de financiamento. A outra, que os projetos financeiros normalmente envolveram uma fase de financiamento diretamente com as construtoras, durante a construção das moradias, e uma fase de financiamento diretamente com os bancos, quando as moradias já estavam prontas para serem habitadas.

Nesse modelo, na primeira fase, os bancos financiam diretamente as incorporadoras, para que estas tenham recursos para erguer as edificações. Paralelamente, as incorporadoras começam a receber as parcelas dos adquirentes. Essa fase dura em média 36 meses e coincide com o tempo necessário para que os adquirentes paguem cerca de 30% do valor das habitações.

Considera-se que o período de 36 meses para “levantar as paredes” não é um prazo tecnicamente necessário, em termos de engenharia. Na verdade, o período de 36 meses para concluir as edificações corresponde ao tempo médio necessário para que o consumidor pague o mínimo de cerca 30% do valor final da unidade habitacional (ABRAINC, 2015)<sup>5</sup>.

**Figura 1.** Ciclo de lançamento e construção (ABRAINC). Fonte: ABRAINC, 2015, p. 11.



DO FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO, 2012. Resolução CCFGTS 702/2012.

<sup>4</sup> Para aprofundamento do tema: tese de livre-docência “**Caros enganos:** entre o discurso da confiança e a intenção de inadimplência” de Maria Paula Bertran-Muñoz, 2015.

<sup>5</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS – ABRAINC. Guia - O Ciclo da Incorporação imobiliária, 2015. Disponível em: [http://abrainc.org.br/wp-content/uploads/2015/08/cartilha\\_guia\\_incorporacoes\\_rev\\_08\\_07.pdf](http://abrainc.org.br/wp-content/uploads/2015/08/cartilha_guia_incorporacoes_rev_08_07.pdf). Acesso em 22 de julho de 2017.

A segunda fase tem início quando as habitações ficam prontas e as chaves são entregues. Neste momento, por meio de um novo contrato, os bancos pagam o valor total da habitação às incorporadoras, que realizam os lucros sobre a habitação e se retiram da relação contratual, que se mantém apenas entre bancos e adquirentes. Após a retirada da incorporadora, a propriedade da habitação é transferida para o banco, sem posse, no mecanismo da alienação fiduciária. O adquirente perde a posse caso atrase as parcelas do empréstimo. Espera-se que os compradores sejam capazes de pagar o restante do imóvel (em média 70%), ao longo de um período longo, que pode variar de 15 a 35 anos (ABRAINC, 2015, p. 26).

Figura 2. Etapas do negócio e fluxo de investimentos (ABRAINC). Fonte: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS – ABRAINC, 2015, p. 12.



**Três motivos para a falta de austeridade na análise de crédito: corretagem, imagem ao mercado de capitais e aumento de preços futuros**

Os problemas que geram as quebras de contrato começam logo na primeira fase do projeto financeiro. A comercialização de um empreendimento pode ser iniciada após o registro notarial, momento em que a incorporadora imobiliária firma publicamente o tipo e as características do imóvel que pretende construir. A partir do registro notarial, a incorporadora faz o lançamento do seu produto e inicia a comercialização das unidades através de ações de *marketing*. Entre elas, podemos citar a exposição do produto em diversas mídias, a utilização de material promocional, a apresentação de maquetes e plantas baixas em *stand* de vendas e a construção de espaços que simulam os apartamentos depois de prontos, ricamente decorados, com o intuito de suscitar ao cliente o desejo de aquisição do imóvel e de tudo o que ele representa.

A condução do processo de venda dos apartamentos de um prédio pode acontecer por intermédio de dois tipos de agentes: equipe própria de vendas e equipe terceirizada de vendas. A equipe da própria sociedade empresária normalmente reflete um treinamento específico em negociação e conhece particularidades dos apartamentos que estão vendendo. Equipes terceirizadas têm um panorama do setor

imobiliário como um todo, pois tentam vender apartamentos de diversas incorporadoras. Trazem aos clientes informações sobre o que é oferecido pelas concorrentes e sobre como os imóveis das concorrentes se comportam em preços e vendas.

Os serviços de venda recebem qualificação jurídica própria no Brasil (corretagem) e dão ensejo a uma comissão de cerca de 6% do valor final do imóvel. O profissional responsável pelas vendas aproxima, estimula, convence, afasta dúvidas e dificuldades. A motivação para a venda dos apartamentos não está vinculada ao sucesso final do negócio. A comissão é devida, mesmo que o adquirente nunca venha a morar no imóvel, ou não consiga pagar o financiamento até o final (PASQUALIN, 2016, p. 35).

Os corretores não podem decidir sozinhos sobre as vendas, pois as incorporadoras precisam avaliar a capacidade de crédito dos interessados. As incorporadoras deveriam, teoricamente, avaliar se os interessados teriam condições financeiras para um contrato de longo prazo com segurança. Idealmente, as incorporadoras deveriam avaliar a viabilidade dos interessados para a segurança dos valores que: (i) vão diretamente para si (os custos da construção, ao longo de cerca de três anos, representando em média 30% do valor final do imóvel) e; (ii) serão, em segundo momento, destinados aos bancos (os custos de financiamento, ao longo de 15 ou 30 anos, representando cerca de 70% do valor final do imóvel).

Além da corretagem, ou de outro modo, do interesse imediato sobre os 6% da comissão no momento da venda, até 2014, havia mais dois incentivos para que a análise dos cadastros de crédito fosse displicente.

O primeiro desses incentivos era “cumprir metas anunciadas ao mercado de capitais, para fazer resultados artificiais de balanço” (LIMA JR., 2014, p. 24). Segundo um dos maiores especialistas em finanças imobiliárias brasileiro, Professor Lima Jr. da Escola Politécnica da USP, “(...) restou flagrante a identificação da presença de capitais de especulação no mercado residencial de São Paulo, sem que as empresas tenham exercitado poder moderador de buscar vendas para o mercado final e não para investidores (especuladores)” (2014, p. 24).

Fato relevante destinado aos investidores de uma das maiores construtoras brasileiras, em 2009, ilustra o argumento. Nota-se que no ano de 2009 a companhia já fazia projeções para 2012:

A sociedade empresária autora desse fato relevante não é destinatária de acusações de qualquer natureza. Sua comunicação ao mercado de capitais apenas ilustra um fenômeno que a literatura aponta como generalizado nas incorporadoras e que motivaram a necessidade de contínuo crescimento da venda dos imóveis.

Aparentemente, as vendas irresponsáveis, baseadas em análises de crédito que não asseguravam a certeza do adimplemento, eram estimuladas para criar uma falsa e sedutora imagem sobre a construção civil brasileira. Os altos números de vendas deveriam ser uma vitrine, atraente o bastante para manter o interesse dos investidores nas empresas do setor de construção civil. A venda dos imóveis deveria responder à produção de valor do capital adiantado, de forma sempre ampliada. Era preciso pensar (i) nos lucros presentes das empresas imobiliárias, (ii) na renda do capital adiantado pelos detentores dos recursos, que investiram nas empresas imobiliárias e (iii) na atração de mais investimentos para o setor. Para dar conta

da valorização e da remuneração de rendas, a lógica instaurada em todas as etapas do negócio imobiliário, dos canteiros de obras aos gerentes, do *marketing* às vendas, era a lógica da produção em escala e da necessidade de sua contínua expansão (MARTINS, 2010, p. 55). A efetiva capacidade de pagamento dos financiamentos em longo prazo era um elemento secundário no cenário. Esta afirmação é coerente com os atuais números de distrato e de imóveis tomados pelos bancos.

Figura 3. Anúncio da Cyrela. Fonte: MARTINS, 2010, p. 36.

“A Cyrela Brazil Realty (...) comunica aos seus acionistas e ao mercado em geral sua projeção de lançamentos e vendas contratadas para os anos de 2011 e 2012 e ratifica as projeções de lançamentos e vendas contratadas para os anos de 2009 e 2010 (...)”.

GUIDANCE	2009	2010	2011	2012
Lançamentos (R\$ bilhões)	4,6 a 5,1	6,9 a 7,7	8,3 a 9,1	10,5 a 11,5
Vendas (R\$ bilhões)	4,6 a 5,1	6,2 a 6,9	7,6 a 8,4	9,7 a 10,7

“(...) Adicionalmente, a Companhia comunica suas projeções de margem bruta, margem de Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) e margem líquida, em termos consolidados para os exercícios de 2009, 2010, 2011 e 2012, segundo os padrões contábeis vigentes.”

Margem bruta	33% a 37%
Lucro EBITDA	20% a 24%
Margem líquida	14% a 16%

O último incentivo para realizar vendas com análises pouco rigorosas da capacidade financeira dos adquirentes a ser abordada neste trabalho era o fato de que o alto número de vendas viabilizava o aumento do preço médio das habitações.

Preços especulativos são definidos como aqueles que têm margem de resultado sensivelmente acima daquela que pode ser inferida quando é possível medir o preço justo, em uma determinada conjuntura de mercado (LIMA JR, 2014, p. 02).

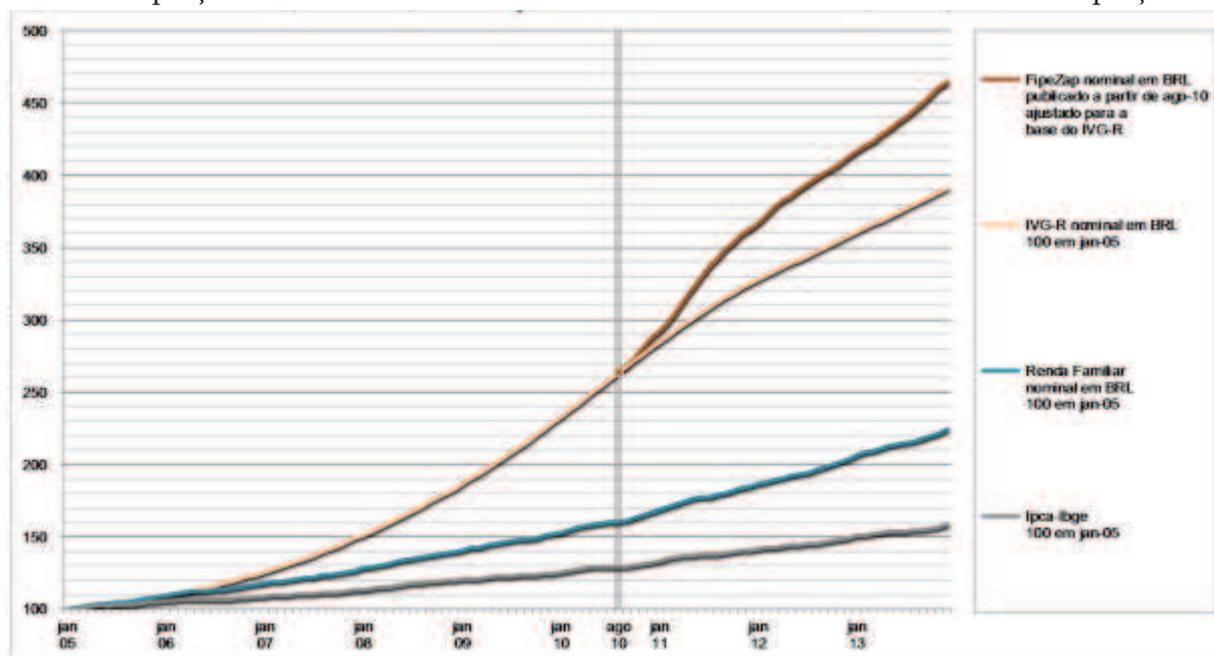
O diagnóstico que se pode fazer para o Brasil é que a conjuntura de mercado possibilitou praticar preços acima do preço justo. Isto foi provocado por uma demanda reprimida, vários anos de marasmo econômico no Brasil, com ausência de acesso da população a mecanismos sistemáticos de financiamento de moradia. Mas isto também foi provocado pela dispersão de percepções equivocadas sobre os preços futuros das habitações.

Os desequilíbrios de demanda aconteceram com a venda de grandes volumes de habitações a indivíduos que, pelos padrões de diligência média, jamais poderiam ser aprovados na fase de análise de concessão de crédito. Enquanto o Brasil crescia, as rescisões (distrato) se mantinham em um número

controlado. A expansão da economia escondia a falta de capacidade econômica das famílias em longo prazo. Após 2014, o número de distrato se multiplicou porque, entre outros fatores, a grande demanda pelos imóveis se deu em bases artificiais quanto à capacidade de quitação desses contratos.

A dispersão de percepções equivocadas sobre os preços futuros das habitações decorreu da aceitação, pelo mercado, de preços cada vez maiores. O gráfico abaixo mostra o crescimento, em valores nominais, de 04 índices: Fipe-Zap, IVG-R e renda familiar (em valores nominais em Reais) e índice de inflação IPCA-IBGE (valores ajustados para a mesma base – 100 em janeiro de 2005)<sup>6</sup>.

**Figura 4:** Índices de preços Fipe-Zap, IVG-R e renda familiar e inflação IPCA-IBGE. Fonte: LIMA JR. Movimentos de preços de imóveis residenciais no Brasil: crônica da bolha anunciada e os preços adiante.



Lima Jr. inicia o gráfico em janeiro de 2005 porque, segundo ele, a partir deste momento é que o panorama de oferta imobiliária se altera no Brasil. É o momento de ingresso dos expressivos montantes de capital estrangeiro nas empresas imobiliárias brasileiras (2014, p. 05). Pode ser visto um grande desajuste entre as duas primeiras curvas e as duas últimas curvas.

As duas primeiras curvas cresceram juntas até agosto de 2010. A partir de 2010, a primeira curva (FIPE-Zap) cresceu mais que a curva (IVG-R). Isto significa que os preços pedidos pelos proprietários e

<sup>6</sup> Sendo eles: (a) FIPE-ZAP - Índice que compila os preços de oferta de imóveis em 11 regiões metropolitanas brasileiras; (b) IVG-R, do Banco Central - Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados. Mensura os valores dos imóveis residenciais no Brasil, em tendência de longo prazo. Para cálculo do índice, utilizam-se os valores de avaliação dos imóveis vinculados a contratos de financiamento imobiliário, entre instituições financeiras e pessoas físicas, com hipoteca ou alienação fiduciária, nas principais regiões metropolitanas; (c) CURVA DE RENDA FAMILIAR. Apresenta-se acima da curva de inflação, mas muito abaixo das curvas de preços dos imóveis residenciais; (d) IPCA, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Índice que mede a inflação dos produtos que suprem as necessidades básicas dos consumidores brasileiros, incluindo gastos com alimentação, transporte, habitação, saúde e cuidados pessoais, vestuário, comunicação, educação etc.

pelas incorporadoras aumentaram muito. O valor pretendido não indica o efetivo valor de venda, mas demonstra que as pessoas queriam vender os imóveis por valores cada vez maiores. A curva do índice Fipe-Zap claramente mostra a dispersão de percepções erradas sobre o mercado imobiliário. A curva do IVG-R mostra os efetivos preços de venda.

Salta aos olhos a comparação das duas curvas superiores com as duas curvas inferiores. A renda das pessoas (terceira curva) cresceu acima da inflação dos produtos básicos de consumo, mas ambas estão muito abaixo dos preços pedidos (Fipe-zap) e dos preços pelos quais os imóveis foram de fato vendidos (IVG-R).

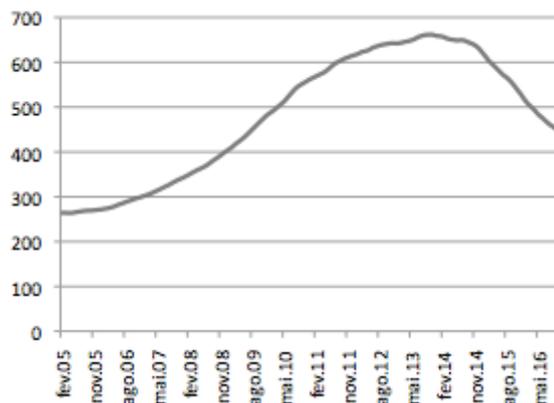
O diagnóstico de que os imóveis tinham se valorizado acima inflação dos produtos básicos de consumo e da renda das pessoas é evidente. Mas afirmar que os preços dos imóveis eram irrealis ou artificiais, por sua disparidade com o comportamento da inflação e do aumento de renda, foi algo rejeitado pela literatura especializada.

O principal argumento para rejeitar a irrealidade dos preços era apontar que os índices de inflação específicos do setor imobiliário eram muito mais altos que os índices de inflação dos produtos básicos de consumo. Os itens medidos para determinar a inflação específica dos produtos imobiliários (cimento, ferro, terrenos, mão-de-obra da construção civil etc.) são muito diferentes dos itens medidos para determinar a inflação do consumo médio das famílias (baseada nos preços da alimentação, transporte, habitação, saúde e cuidados pessoais, vestuário, comunicação, educação etc.). Esse argumento foi difundido no Brasil, com o objetivo de negar a existência de uma bolha imobiliária (LIMA JR, 2014, p. 17).

Passados alguns anos da negação da bolha de preços, pode-se deduzir que toda a cadeia produtiva da construção civil esteve contaminada por preços especulativos. Não apenas as incorporadoras cobravam mais do que seus apartamentos valiam, mas os trabalhadores pediam salários maiores que o “salário justo”. Os donos de terrenos pediam preços maiores que o “preço justo”. Os fabricantes de insumos pediam mais que o “preço justo”. Até 2014, a lógica vigente era aquela do preço que se aumenta pela mera expectativa de aumento da demanda. Vender muitos apartamentos aumentou o preço dos apartamentos. E vender muitos apartamentos aumentou o preço de se construir apartamentos. A efetiva quitação dos apartamentos nos contratos que previam o pagamento em prazos longos era ponto que, à época, ainda não interferia nessas espirais inflacionárias.

Instalada a crise econômica, a espiral de preços dos imóveis parou. E retrocedeu. Em 2018, os preços praticados no Brasil eram os mesmos praticados em 2009. No período entre junho de 2014 e junho de 2016 houve queda real de 29% no preço dos imóveis, que voltaram aos patamares do ano de 2009 (ALMEIDA, 2016, p. 22), como se pode visualizar no gráfico abaixo.

**Figura 5.** IVG-R DE 2005 a 2016. **Fonte:** Elaboração das autoras, com dados do Sindicato da Construção – SINDUSCON.



São muitas as justificativas para a redução dos preços dos imóveis. Um primeiro conjunto de explicações, autônomo em relação às práticas do mercado, agrupa: (i) a redução de renda das pessoas, (ii) a diminuição da confiança das pessoas para assumirem compromissos de longo prazo, (iii) o medo do desemprego. Um segundo conjunto de explicações decorre das marcas que o comportamento do mercado imobiliário imprimiu até antes da crise: (iv) o elevado número de distrato (e conseqüente devolução de imóveis) aumentou o número de estoques das empresas, (v) a sensação de que os preços praticados, mesmo chegando aos níveis de 2009, ainda se compõem de fatores especulativos.

#### **Um motivo para parar de emprestar: ganhar mais em outro negócio (com menos riscos)**

A segunda fase do projeto financeiro imobiliário do Brasil é determinante, hoje, de grande parte das quebras de contrato. A segunda fase da estrutura contratual típica tem início, como já mencionado, quando as habitações ficam prontas e as chaves são entregues. Nesse momento, a incorporadora recebe do banco o valor ainda devido e se retira da estrutura contratual. O adquirente não tem mais a possibilidade de devolver o imóvel à incorporadora.

A propriedade do imóvel é transferida para o banco, em alienação fiduciária. O adquirente se vincula aos valores contratados com o banco. O banco passa a ser o credor do imóvel por vários anos. Caso o devedor atrase o pagamento de uma parcela em 30 dias (o mercado costuma tolerar atrasos de 60 dias), o imóvel é imediatamente retomado pelo banco. Após o banco recuperar a posse do imóvel, ele o vende em leilões.

Nos últimos anos, tem sido comum que o adquirente pague 30% do valor do imóvel para a construtora, nutra a expectativa de se mudar para a nova habitação (escolhida até três anos antes), prepare a mudança e se apresente para receber as chaves. Na iminência do recebimento das chaves, porém, descobre que o crédito bancário foi rejeitado, ou aprovado em valores menores que os necessários para financiar o imóvel.

Um diagnóstico da literatura indica que: (i) os documentos solicitados não oferecem todas as informações necessárias para dar suporte à decisão da incorporadora e (ii) a avaliação feita pela

incorporadora (que aprovou o cliente) não usou os mesmos critérios dos bancos (que negou crédito ao cliente) (PASQUALIN, 2016, p. 45). Achamos que esse diagnóstico é insuficiente, por um lado, e errado, por outro.

Acerca da hipótese dos documentos não oferecerem as informações necessária para suporte à decisão da incorporadora, é preciso apontar que a análise de documentos retrata uma situação estática, do momento de solicitação do crédito. Compromissos vinculantes por mais de 30 anos não poderiam ser determinados pelo retrato estático de um curto período de bonança (2004 até 2014). Esse não é um conhecimento refinado. Pelo contrário, faz parte das reflexões elementares sobre o setor imobiliário brasileiro<sup>7</sup>.

Sobre a hipótese de que os bancos usariam critérios diferentes dos das incorporadoras, é preciso lembrar que o problema da falta de financiamento pelos bancos só começa a partir de 2014. Antes, com situação de pleno emprego e renda crescente, o encadeamento entre os financiamentos (primeiro com a incorporadora e depois com o banco) era praticamente automático. Esses argumentos atestam a insuficiência do diagnóstico da literatura. Ainda que documentos tenham sido falhos e os sistemas de análise de crédito tenham sido divergentes, esses fatores não justificam sozinho o enorme número de contratos rescindidos.

Ao invés de insuficientes, temos como hipótese que o diagnóstico da literatura seja mesmo errado. Acreditamos que, no afã de formalizarem muitas vendas, as incorporadoras tenham estabelecido critérios de análise de crédito conscientemente irresponsáveis, orientados pelo crescimento econômico do país como um todo, mas não pelas características individuais dos tomadores. Os bancos acompanharam esse procedimento de alargamento de concessão de crédito desleixada (acerca das características dos indivíduos), mas meticulosa acerca da situação macroeconômica do país<sup>8</sup>. Ambos, incorporadoras e bancos, apostaram que a expansão da renda dos brasileiros seria capaz de garantir o fluxo da maior parte dos financiamentos. O problema apareceu apenas quando a riqueza parou de fluir (PAULA, 2017a).

Alguns dados contextualizam o momento em que a riqueza parou de fluir. Entre 2009 e 2014 houve pleno emprego no Brasil (IBGE, 2017). Em 2017, o desemprego ultrapassou os 13%, com mais de 14 milhões de pessoas procurando trabalho (AMORIM, 2014). A quantificação de desemprego consulta indivíduos que se declaram procurando emprego há mais de 30 dias. As pessoas que já desistiram de procurar emprego, categoria nomeada de “desalentados” pelo IBGE, não são contabilizadas. A soma dos desempregados com os desalentados, massa da população que deixou de ter renda para pagamento de crédito, somava 21,1% em janeiro de 2017 (MOTA, 2017).

Além do aumento do desemprego, as notícias indicam que o rendimento dos indivíduos caiu 9,1%, em 2017, em comparação a 2014 (VETTORAZZO; PERRIN, 2017).

A oportunidade de sair do processo de concessão de crédito meticulosamente desleixado foi mais fácil para os bancos que para as incorporadoras. Os bancos contaram com o lapso temporal de três anos,

---

<sup>7</sup> O tema é desenvolvido por Claudia Eloy na tese de doutorado em “O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil”, em 2013.

<sup>8</sup> Tema desenvolvido por BERTRAN-MUÑOZ em 2015 na tese “**Caros enganos**: entre o discurso da confiança e a intenção de inadimplência”.

tempo médio de construção das moradias e, principalmente, com melhores oportunidades de ganho no tradicional (e extremamente rentável) sistema de compra de títulos da dívida pública brasileira.

Assim, em 2014, 2015 e 2016, enquanto as incorporadoras lutavam pela manutenção das metas de vendas (e se aprofundavam nos métodos de concessão de crédito meticulosamente incauto), os bancos reconheceram o tamanho da crise econômica e se reposicionaram. Paralelamente, os juros pagos pelos títulos da dívida pública brasileira foram de 7,5% ao ano (em 2013) para 14,25% ao ano (em 2015). O aumento dos juros pagos pelos títulos da dívida pública tornou novamente atrativo uma tradicional, segura e passiva forma de ganho para as instituições financeiras brasileiras (UQBAR, 2017, p. 22).

No momento em que o cenário de ganhos de escala pela impontualidade se alterou, a concessão maciça de crédito à população se encerrou. As garantias dos empréstimos não eram a capacidade econômica dos adquirentes no momento de assinatura do contrato de financiamento, mas o pertencimento ao contexto de crescimento econômico. Já não era seguro ganhar pela expectativa de ganhos de escala (muitos contratos) com uma impontualidade controlada (baixo rigor de análise de crédito). Neste novo contexto, a impontualidade seria cada vez menos controlável, implicando reais riscos sistêmicos. A partir desse momento, o crédito dado pelos bancos se tornou escasso e mais caro, seja no sistema de custeio financeiro ou no sistema de custeio popular, que apesar de regulamentado pelo setor público, ainda tinha espaço para aumento da margem (QUINTÃO, 2017a).

Nesse sentido, “observa-se uma combinação entre aguda retração na oferta de crédito (...) acompanhada de maior seletividade (...) e forte aumento no *spread* bancário (...)” (PAULA, 2017b, p. 92) “o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida cresceu de (...) 2005 para (...) 2015, no contexto de um vigoroso ciclo de crédito, vindo a declinar a partir de final de 2015 (...), o que evidencia um gradual processo de desalavancagem em curso, em que famílias e empresas adiam gastos com consumo e investimento.” (PAULA, 2017b, p. 91).

Os dados indicam “(...) a permanência de um circuito de ‘*overnight*’ na economia brasileira (...) para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes econômicos (...), que compensam, ao menos parcialmente, as perdas nas suas receitas. De fato, (...) o crescimento dos saldos de LFTs (títulos públicos indexados a taxa Selic) somada às operações compromissadas do Banco Central do Brasil – BCB (operações de compra ou venda de títulos públicos com compromisso de revenda ou recompra em uma data futura) foi de 54,1% em termos reais de junho de 2014 a dezembro de 2016. Acrescente-se ainda que a dívida pública bruta — conceito que exclui dívida mobiliária na carteira do BCB e inclui suas operações compromissadas — cresceu de 52% do PIB em abril de 2014 para 69,6% em dezembro de 2016” (PAULA, 2017b, p. 91). Assim, os grandes bancos — que respondem por cerca de 90% do total dos ativos do setor — mantiveram sua lucratividade elevada em meio à crise econômica.

Os recursos antes destinados aos empréstimos geraram um excesso de liquidez para os bancos. Esse excesso de liquidez foi redirecionado para aplicações em títulos públicos, cujos altos juros renderam desde o início da crise aproximadamente 14% ao ano e sendo também redirecionado para distribuição de lucros entre os acionistas. “A explicação para o aumento do pagamento de dividendos é simples: com a retração

do crédito e lucros vultosos mesmo em contexto de crise, os bancos passaram a trabalhar com ‘capacidade ociosa’ no balanço. Como não veem oportunidades para usar esses recursos adicionais na concessão de financiamentos, ou em alguma grande aquisição, as instituições optaram por distribuir esse dinheiro aos acionistas” (PINHEIRO, 2017). Vale lembrar que a estrutura societária dos bancos brasileiros é bastante singular. Os acionistas majoritários dos principais bancos privados brasileiros são membros das famílias fundadoras dos bancos. A redução da oferta do crédito à população para este tipo de distribuição de lucro é algo notável em termos de alocação de recursos na sociedade.

### **A transferência de renda pelo financiamento imobiliário pouco rigoroso**

A estrutura de financiamento imobiliário fez com que muitas famílias transferissem poupança e renda (enquanto tinham renda, no período de crescimento econômico) para incorporadoras e bancos. Várias destas famílias não terão um imóvel, nem recuperarão suas poupanças e rendas. Esta situação ilustra um mecanismo de transferência de recursos da população para o setor imobiliário e, principalmente, para o setor bancário. Considerando-se os grandes números de famílias e valores envolvidos, é possível falar que se trata de uma distorção importante.

Pessoas quebram os contratos com as incorporadoras porque: (i) perderam emprego ou renda; (ii) não conseguiram crédito com os bancos; ou (iii) suas dívidas imobiliárias são maiores que os atuais valores dos imóveis.

Durante a fase de construção dos imóveis, indicamos no mínimo três motivos para concessão pouco rigorosa de crédito: (i) ganho das comissões por vendas; (ii) promessas ao mercado de capitais e (iii) aumento dos preços dos próprios imóveis.

Na fase de financiamento com as incorporadoras, a transferência de renda da população ocorre (i) na perda dos valores pagos como comissão e (ii) na perda parcial dos valores de entrada e prestações iniciais (cerca 30% do valor do imóvel, baseados em preços de imóveis, às vezes, artificialmente altos).

Quando acionadas judicialmente (ou mesmo amigavelmente) as incorporadoras são obrigadas a devolver uma parte significativa do valor pago. Há variações a depender da localidade, mas há consenso de que as determinações judiciais obrigam as incorporadoras a devolver entre 75% e 90% dos valores pagos. Jamais são devolvidos os 6% da corretagem (PASQUALIN, 2016, p. 18).

Na visão das incorporadoras, a retenção de valores (10% a 25% do total pago, mais os 6% da corretagem) é muito pequena. Isto geraria, segundo as incorporadoras, oportunismo dos adquirentes (PASQUALIN, 2016, p. 18). O oportunismo se configuraria na decisão de romper com o financiamento, mesmo sofrendo as perdas de retenção, porque os imóveis passaram a valer menos do que quando foram contratados, meses ou anos antes (QUINTÃO, 2017b). Projetos de lei tentam estabelecer valores diferenciados de retenção a depender do valor do imóvel, com vistas a diminuir o comportamento oportunista de especuladores e, ao mesmo tempo, preservar uma retenção mínima para adquirentes de imóveis populares (QUINTÃO; GRANER, 2017). A retenção de valores pelas incorporadoras é normalmente autorizada apenas para suprir

as despesas administrativas do período em que o contrato foi vigente. Em regra não funciona como multa, que poderia inibir condutas oportunistas.

O grande volume de distrato, associado à manutenção dos contratos de financiamento entre as incorporadoras e os bancos (para execução das obras de engenharia), aparentemente deixaram todas as incorporadoras brasileiras em situação vulnerável (QUINTÃO, 2017c). Mas relativamente poucas incorporadoras chegaram a pedir recuperação judicial, a partir de 2014. Entre elas, destacam-se as famosas PDG e Viver.

Na visão dos consumidores, a retenção é muito grande, pois os contratos de financiamento imobiliário no Brasil exigem uma entrada inicial de 30% do valor total do imóvel, o que na maior parte das vezes é toda a poupança das famílias. Além disso, 30% do valor de um imóvel antes de 2014 pode representar algo entre 50% ou 60% do valor do mesmo imóvel hoje (vide Figura 4: IVG-R de 2005 a 2016).

Os bancos têm uma regulamentação diferente. Enquanto as incorporadoras questionam frações de retenção, os bancos aproximam-se de um jogo de tudo ou nada. Não há possibilidade de desistência do financiamento, com devolução dos valores pagos. Os adquirentes dos imóveis pagam as parcelas pelo preço contratado ou perdem o imóvel dado em garantia. Os bancos devem vender o imóvel que foi dado em garantia e com o dinheiro da venda satisfazerem seu crédito. Se o valor desta venda exceder o valor do débito, os bancos são obrigados a devolver os valores pagos a maior.

Mas não há garantia de que haja qualquer devolução do valor pago ao banco. Lembremos que os devedores já pagaram no mínimo 30% do valor do imóvel à incorporadora para alcançarem o financiamento bancário. O banco pode vender o imóvel por um preço bem abaixo do valor originalmente avaliado. E, considerando que os preços de 2017 regrediram aos valores de 2009, os bancos certamente venderão os imóveis por um valor abaixo de sua avaliação original. Faltam pesquisas que quantifiquem as perdas financeiras nos processos de satisfação do contrato bancário pela garantia imobiliária. Uma louvável, mas insuficiente, exceção são os estudos conduzidos por Flávia Elaine da Silva Martins, da Universidade Federal Fluminense. Mesmo sem fontes de dados públicas, é intuitivo crer que o adquirente original terá prejuízo, pois o banco será remunerado pelo valor do imóvel da época de contratação, mas o imóvel será vendido pelo atual valor de mercado.

Fornecemos um exemplo: o contrato de aquisição de um imóvel no valor de 180. O adquirente ao longo do tempo e das parcelas paga o montante de 100. Ao, perder o emprego, deixa de pagar. O preço máximo que o banco consegue vender o imóvel é 140. O banco satisfaz seu crédito de 180, com a retenção dos 100 já pagos pelo adquirente original e mais 80 da venda do imóvel alienado. Ao adquirente original são devolvidos 60. Sem exclusão do risco de não haver nada a devolver.

Entre 2014 e 2015, os bancos praticamente interromperam as linhas de crédito para aquisição de imóveis. A concessão de crédito a indivíduos no Brasil é historicamente determinada pela ausência ou presença de melhores oportunidades de negócio. Enquanto as instituições financeiras lucravam mais com a inflação, na década de 80, por exemplo, quase não havia financiamento imobiliário no país. Atualmente,

quando as instituições financeiras lucram mais com títulos da dívida pública do que com a oferta de crédito, vê-se também diminuição dos volumes de crédito para financiamento imobiliário. O diagnóstico das instituições bancárias no Brasil de hoje, portanto, passa pela singular situação de ausência de oferta crédito, *credit crunch*, sem que haja prejuízo aos bancos (PAULA, 2017b, p. 92). Mas haverá prejuízo ao Estado e seus nacionais, que pagam os juros.

Apresentado o contexto, podemos resumir a situação dos atores que participaram da bolha imobiliária brasileira da seguinte forma:

<b>INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expressivo crescimento até 2014.</li> <li>• Alta rentabilidade até 2014.</li> <li>• Quebras de contratos a partir de 2014, incluindo: <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Aumento dos estoques de imóveis (tanto pela devolução nos distratos, quanto pela diminuição no ritmo das vendas);</li> <li>▶ Diminuição do preço dos imóveis;</li> <li>▶ Perda do valor das empresas no mercado imobiliário.</li> </ul> </li> <li>• Diminuição do crescimento a partir de 2014.</li> <li>• Retirada de investimentos internacionais a partir de 2014.</li> <li>• Pedidos de recuperação judicial de algumas incorporadoras.</li> </ul>
<b>INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expressivo crescimento até 2014.</li> <li>• Manutenção do crescimento, mas em ritmo mais lento, a partir de 2014.</li> <li>• Redução das linhas de crédito imobiliário X o aumento de aplicação de recursos em títulos da dívida pública, enquanto os juros de títulos da dívida pública se mostram altos.</li> <li>• Aumento do estoque de imóveis dados em garantia.</li> <li>• Necessidade de administração ou venda dos imóveis dados em garantia.</li> </ul>
<b>CONSUMIDORES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acesso fácil ao crédito até 2014.</li> <li>• Aumento de renda até 2014.</li> <li>• Endividamento acima da capacidade da renda.</li> <li>• Incapacidade de pagar dívidas a partir de 2014.</li> <li>• Desvalorização dos imóveis a partir de 2014.</li> <li>• Quebra unilateral de contratos na fase de financiamento com incorporadoras.</li> <li>• Inadimplência com bancos e perda dos bens dados em garantia.</li> </ul>

GOVERNO FEDERAL
<ul style="list-style-type: none"><li>• Incentivo ao endividamento da população até 2014.</li><li>• Políticas de distribuição de renda até 2014 (algumas mantidas até hoje).</li><li>• Ausência de limites máximos para os juros do sistema de custeio financeiro.</li><li>• Ausência de regulamentação expressa sobre as quebras de contrato.</li><li>• Passividade perante a transferência de renda decorrente do endividamento.</li><li>• Uso de custeio popular para imóveis de alta renda, como forma de diminuir o desemprego no setor da construção civil.</li></ul>

### Conclusão: a perda de uma oportunidade na longa sina da desigualdade

A epígrafe deste trabalho “*Antes eu era só pobre. Agora, sou pobre e endividado.*” diz muito sobre o melancólico fim do sonho brasileiro de crescimento, distribuição de renda e obtenção de moradias dignas. A grande oportunidade de melhoria de vida da última década e meia foi perdida em um enredo que inclui notável senso de oportunidade dos bancos e empresas do setor de construção civil, falta de racionalidade da população e uma mistura de apatia e conivência governamental.

A desigualdade que se estabelece, neste sentido, é aquela que estratifica as pessoas quanto ao acesso, ou não, ao direito de moradia. As estratifica também quanto ao acesso, ou não, à reserva de valor representada pela propriedade de um imóvel. Muitos dos brasileiros que não tinham onde morar se mantiveram neste estado. Muitos dos brasileiros que pela primeira vez poderiam investir o fruto de seus salários em algo que lhes desse a segurança da reserva de valor immobilizada, perderam parte da poupança que conseguiram fazer nos anos de pleno emprego e aumento real dos salários.

As empresas do setor imobiliário não mediram esforços para atrair os recursos que transformaram o Brasil em um canteiro de obras. A expansão imobiliária demandava contínuo aporte de recursos, que foram atraídos pela venda de imóveis cujos preços irrealistas determinaram financiamentos que talvez nunca venham a ser quitados. Os preços dos imóveis eram determinados pelo delírio do crescimento econômico permanente. Os financiamentos capturaram a inédita riqueza da população. Isto aconteceu não apenas pelo financiamento imobiliário, mas em várias outras linhas de crédito para consumo.

No momento em que a oportunidade de ganho com o endividamento da população se encerrou, porque acabou a riqueza da população, dois fenômenos tomaram grandes proporções: as empresas do setor imobiliário se depararam com resoluções em massa e os bancos retomaram a posse de muitos imóveis alienados fiduciariamente. As incorporadoras tentam readaptar suas grandes estruturas aos novos tempos. Os bancos pararam de oferecer crédito e, com o invejável problema de excesso de liquidez, distribuem lucros e compram mais títulos da dívida pública.

Milhares de pessoas deram todas as suas economias para moradias que jamais serão suas. Outras tantas possuem hoje uma casa, mas sofrem as consequências de um padrão construtivo de baixa qualidade, com uso de materiais inadequados para o clima e cuja localização as faz perder tempo de vida e dinheiro

para o transporte. Este tema não foi abordado neste trabalho, mas faz parte do enredo da história imobiliária brasileira dos últimos anos.

## Referências

- ALMEIDA, Natália Soares de Matos Almeida. **Riscos relacionados ao real estate residencial e o processo de investimento adotado pelos parceiros-investidores como resposta**. Monografia de final de curso. MBA *Real Estate* da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2016.
- AMORIM, Daniela. País tem 14 milhões de desempregados. **O Estado de São Paulo**, 2014, p. B9.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS – ABRAINC. Guia - **O Ciclo da Incorporação imobiliária**, 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1980. Art. 11 da Resolução do Banco Central do Brasil 1980/1993. CONSELHO CURADOR DO FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO, 2012. Resolução CCFGTS 702/2012.
- BERTRAN-MUÑOZ, Maria Paula. **Caros enganos: entre o discurso da confiança e a intenção da inadimplência**. Tese de Livre-Docência. Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, 2015.
- CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Cartilha do Crédito Imobiliário**. 2017.
- ELOY, Claudia. **O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil**. Tese de Doutorado. Defendida na Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. 2013.
- IBGE. Instituto Nacional de Geografia e Estatística. **Tabela da pesquisa mensal de emprego**. 2017.
- LIMA JR. Movimentos de preços de imóveis residenciais no Brasil: crônica da bolha anunciada e os preços adiante. **Anais do Congresso Latin America Real Estate Society (LARES)**. 2014.
- MANDI, Carolina e PINHEIRO, Vinicius. Bancos têm 10 bilhões em imóveis retomados. **Valor Econômico**. 06 mar. 2017.
- MARTINS, Flávia Elaine da Silva. **A (re)produção social da escala metropolitana: um estudo sobre a abertura de capitais nas incorporadoras e sobre o endividamento imobiliário urbano em São Paulo**. Tese de Doutorado em Geografia. Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas na Universidade de São Paulo, 2010.
- MOTA, Camila Veras. Desemprego na Grande São Paulo bate recorde e atinge 16,8%. **Valor Econômico**. 27 jan. 2017.
- PASQUALIN, Luciana Lopes Bertier. **Os distratos no mercado imobiliário de empreendimentos residenciais de São Paulo: uma discussão sobre as situações que favorecem a interrupção de contratos**. Monografia de final de curso. MBA *Real Estate* da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. 2016.
- PAULA, Luiz Fernando. Porque a grande crise não aconteceu. **Valor Econômico**. 10 jan. 2017.
- PAULA, Luiz Fernando. Equilíbrio distante nota sobre a instabilidade financeira-nacional. **Insight Inteligência**, Ano XX, n. 78, p. 86-94, jun./set. 2017.
- PINHEIRO, Vinicius. Bancos privados elevam pagamento de dividendos. **Valor Econômico**. 13 mar. 2017.

QUINTÃO, Chiara. Comprador tem de perder tudo em distrato, diz Cyrela. **Valor Econômico**. 03 fev. 2017.

QUINTÃO, Chiara. CBCI afirma que, sem regras para distratos, obras podem atrasar. **Valor Econômico**. 10 fev. 2017.

QUINTÃO, Chiara. Custo de distratos correspondeu a R\$ 1,1 bi em 2016. **Valor Econômico**. 26 abr. 2017.

QUINTÃO, Chiara; GRANER, Fabio. Setor quer regras para distratos no dia 11. **Valor Econômico**. 07 jun. 2017.

ROYER, L. **Financeirização da Política Habitacional**: limites e perspectivas. Tese de Doutorado em Arquitetura e Urbanismo. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

VETTORAZZO, Lucas e PERRIN, Fernanda. População brasileira empobrece 9,1% com recessão econômica no país. **Folha de São Paulo**, 2017.

UQBAR. **Anuário 2017**: Securitização e financiamento imobiliário. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuarios.jsp>. Acesso em: 01 jun. 2017.

### **Lista de Figuras**

Figura 1: Ciclo de lançamento e construção (ABRAINC, 2015)

Figura 2: Etapas do negócio e fluxo de investimentos (ABRAINC)

Figura 3: Anúncio da Cyrela Figura 3Brazil Realty S.A.

Figura 4: Índices de preços Fipe-Zap, IVG-R e renda familiar e inflação IPCA-IBGE

Figura 5: IVG-R DE 2005 a 2016