



HABITAÇÃO PARA BAIXA RENDA: OS EMPREENDIMENTOS FUNCIONAM?

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Os empreendedores sabem que habitação para baixa renda é uma questão que exige o comprometimento do Estado. Em geral, programas de subsídio, diretos no preço ou com o propósito de melhorar os custos, com renúncia fiscal nos insumos ou diretos para o empreendedor, podem fazer com que se equilibre uma equação que, em geral, não funciona sob os parâmetros do mercado. Se o Estado não subsidia, os empreendedores não se interessam e o Estado fica com a responsabilidade de construir para os segmentos de mercado de baixa renda, com os ônus e problemas daí decorrentes.

A Lei 11.977/09 que institucionaliza o programa “minha casa, minha vida (MCMV)” encara os incentivos à produção e fomento à aquisição de habitações para baixa renda da forma mais recomendável - subsídio direto no preço e nos juros do financiamento. Ressalte-se que, por limitar o volume de recursos subsidiados, o programa termina quando for atingida uma meta financeira, que o plano declara ser capaz de sustentar a construção de um milhão de moradias. O déficit de habitações para baixa renda está situado muito além dessa marca. De outro lado, o crescimento da demanda, quando medida somente pelo crescimento populacional vegetativo, em um único ano consome parte importante da meta do plano.

O plano contempla habitações para faixas de renda de 3 até 10 SM mensais.

▪ Muitos empreendedores já se manifestaram, afirmando que a faixa até 3 SM não enseja a ação empreendedora, porque se constitui em oferecer à CEF produtos pelo menor preço, dentro do limite definido pelo plano, cingindo-se aí a uma questão de construir, não de empreender, já que a CEF compra as casas para vendê-las aos interessados¹. Nessa faixa de renda não parece que o sistema empreendedor venha a contribuir, deixando espaço para os empreiteiros.

¹ Nesse sentido é interessante a leitura da nota do Comitê de Mercado do NRE-POLI que tratou desse assunto na primeira reunião após a sua constituição. A nota pode ser encontrada em www.realestate.br.



- No outro extremo, a faixa de 6 até 10 SM está abrigada no plano sem incentivo direto no preço, mas é contemplada com redução de taxas de juros do financiamento e de custos acessórios. Nesta faixa, o mercado já vem empreendendo com sucesso e os incentivos do plano contribuem para induzir a demanda.
- O intervalo de 3 até 6 SM é o que se apresenta como novidade. A questão a discutir é se funciona empreender nesta faixa. Levando em conta os subsídios oferecidos no preço e a redução de custos representada pelo imposto único de 1% sobre o preço de venda, que o empreendedor paga quando abrigado no RET, os indicadores da qualidade do investimento incentivam a oferta?

Procurou nesta Carta fazer uma leitura de alguns indicadores de empreendimento para a faixa de renda de 4 SM (para não estacionar nos 3, que é a fronteira). O resultado dessa análise reforça as evidências de que: i. os negócios podem se validar em padrões de qualidade (rentabilidade e riscos) atrativos; ii. a questão do preço da terra comanda a qualidade; iii. a velocidade na comercialização é mitigadora necessária dos riscos; iv. a resistência a distúrbios no custo de construção é moderada. Como a velocidade de vendas é a variável mais aberta, para fazer uma análise de mercado e não de um empreendimento, tomo um protótipo com o cenário de desenvolvimento nas fronteiras: i. fronteira 1, na qual o total das unidades é vendido antes da construção e ii. fronteira 2, na qual a receita de vendas se concentra no final da construção. Analisar pelas fronteiras permite identificar o grau de risco de empreender no modelo MCMV-CEF. Escapa dos limites da Carta tratar da escala adequada do empreendimento, porque ela se refere às estruturas de cada empreendedor e seus custos de gestão, planejamento e controle. Mas, pode-se afirmar que estes empreendimentos só se validam para grandes projetos, o que remete a estruturação dos empreendimentos à existência da terra já servida da infraestrutura e localizada em vizinhança dotada dos atributos complementares à unidade construída (serviços, transporte, comércio, saúde, escola e emprego).

2. Cuidado ao analisar.

Os empreendimentos no âmbito do programa são financiados pela CEF no plano associativo. O empreendedor recebe o preço das unidades vendidas na curva de custos da construção e financia as unidades não vendidas enquanto assim permanecerem. A cada nova unidade vendida, recebe a quitação da parte proporcional já financiada e o saldo do preço na curva de custos da data da venda em diante.

Assim, o empreendimento 100% vendido antes da construção não tem custos de juros e apresenta a condição financeira mais eficaz, porque o preço



(custo + resultado) é recebido no ciclo da obra e na curva de custos. O empreendimento que retarda a comercialização é penalizado por dois caminhos: i. os preços ficam parados, porque as normas da CEF limitam os preços e os subsídios oferecidos pelo plano são fixos em reais; ii. o empreendedor paga juros do financiamento à produção sobre a parte do empreendimento não vendida.

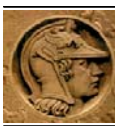
Porém o empreendimento é sempre penalizado no ajuste dos preços, das unidades vendidas ou do estoque. A moeda da CEF é a TR, indexador que anda muito atrás da curva do INCC. Quando um empreendedor toma financiamento à produção no SFH, a moeda é sempre TR, mas seu efeito é financeiro, não provocando perda. Os recursos contratados do financiamento só se corrigem na curva da TR, o que exigirá mais capital do empreendedor ao longo da obra, porque os custos andam acima da TR, mas o ajuste das tabelas de preço é livre e o reajuste do saldo do preço das unidades vendidas pode ser feito a INCC. No plano da baixa renda não, porque as unidades são pagas na curva dos custos na moeda TR, dentro do plano associativo. Essa diferença é grande - cuidado ao analisar a qualidade de um empreendimento nessa condição! O quadro1 mostra, no cenário da fronteira 1, o viés que se produz analisando um empreendimento em moeda de referência, sem computar os impactos diferenciados do INCC nos custos e da TR na receita: um erro para mais de 7,2% na receita, combinado com erro para menos de 4,4% nos custos, superestima o resultado em 86,0%.

quadro 1

balanço do empreendimento, no cenário referencial, sem stress					
comportamento na fronteira 1					
	I - usando a moeda de referência		II - na moeda da base		erro I x II
receita bruta de vendas	10.723	100,0%	10.000	100,0%	+7,2%
corretagem	(376)	-3,5%	(365)	-3,6%	
encargos e impostos (RET)	(108)	-1,0%	(101)	-1,0%	
receita líquida de vendas	10.239	95,5%	9.534	95,4%	
custos do empreendimento	(7.936)	-74,0%	(8.297)	-83,0%	-4,4%
terreno = 10% [preço na mr]	(1.072)	-10,0%	(1.072)	-10,7%	
construção	(6.596)	-61,5%	(6.957)	-69,6%	
promoção	(268)	-2,5%	(268)	-2,7%	
resultado do empreendimento	2.303		1.237		+86,2%
margem sobre a receita		21,5%		12,4%	

3. Fronteiras de comportamento

Um empreendimento protótipo de



mercado (projeto da NBR 12721/06 e custo CUB-Sinduscon-Sp), que caiba na renda familiar mensal de 4 SM, seguindo os preceitos do MCMV-CEF (endividamento máximo + subsídio no preço) pode se comportar, nas fronteiras de maior e menor eficácia de vendas (1 e 2), como mostra o quadro2, admitindo que o terreno tenha equivalência a 10% do preço de venda das unidades².

quadro 2

balanço do empreendimento, no cenário referencial, sem stress					
comparação entre as duas fronteiras					
II - valores na moeda da base					
	fronteira 1		fronteira 2		variação de 1 para 2
receita bruta de vendas	10.000	100,0%	9.749	100,0%	+2,6%
corretagem	(365)	-3,6%	(365)	-3,7%	
encargos e impostos (RET)	(101)	-1,0%	(98)	-1,0%	
receita líquida de vendas	9.534	95,4%	9.286	95,3%	
custos do empreendimento	(8.297)	-83,0%	(8.451)	-86,7%	-1,8%
terreno = 10% [preço na mr]	(1.072)		(1.072)		
construção	(6.957)		(6.957)		
promoção	(268)		(268)		
juros			(323)		
compensação TR x IGP no financiamento			169		
resultado do empreendimento	1.237		835		+48,1%
margem sobre a receita		12,4%		8,6%	

3.1. Qualidade do Investimento Marcando o cenário de comportamento nas duas fronteiras, cujo balanço está no quadro2, a qualidade do investimento pode ser mostrada pelos indicadores do quadro3.

Para um ciclo operacional contemplando os prazos médios correntes de aprovações de projetos, estruturação do empreendimento, vendas e obras, o fluxo investimento x retorno do empreendimento, nas duas fronteiras, responde por taxas de retorno de 40,5% e 16,9% ano, acima do IGP. Na fronteira 1, ainda que com margem estreita (12,4%) a TIR é alta, comprimindo-se mais acentuadamente que a margem, quando se migra para a fronteira de menor eficácia. Os dois binômios extremos (margem e TIR) indicam o risco elevado desses empreendimentos, mas não

² O valor do terreno é variável relevante para validar o investimento nesses empreendimentos.



denotam inviabilidade na fronteira menos eficaz.

quadro 3

qualidade do investimento, no cenário referencial, sem stress			
comparação entre as duas fronteiras			
	II - valores na moeda da base		
	fronteira 1	fronteira 2	variação de 1 para 2
investimento / receita líquida	24,8%	25,4%	
investimento / total dos custos	28,5%	28,0%	
resultado / investimento	52,4%	35,4%	+48,0%
resultado / receita bruta = margem	12,4%	8,6%	+44,2%
taxa de retorno dos investimentos (TIR, equivalente, anual, efetiva)	40,5%	16,9%	+23,6 pp

4. Sensibilidade e Riscos Os empreendimentos da baixa renda apresentam sensibilidade acentuada para o preço do terreno e mais moderada para os custos da construção. Na fronteira 2, cujo desempenho é menos eficaz, é natural que os impactos sejam mais expressivos do que na fronteira 1. Entretanto, o que se verifica é que os intervalos de flutuação são agressivos, mostrando o risco elevado desses empreendimentos.

Riscos estão na natureza dos negócios e são maiores quando as margens são comprimidas por efeitos externos ao ambiente do mercado. Quando os mercados seguem princípios de mitigação de riscos, a primeira providência é ajustar as margens, para que estejam equilibradas com os riscos. Havendo fatores externos que limitam a mitigação pelos preços, não há como construir cenários confortáveis de operação, restando ao empreendedor (investidor) aceitar os riscos ou não investir. Nessa questão da baixa renda, o MCMV-CEF limita o impacto da prestação do financiamento na renda do comprador e oferece um subsídio definido, além da premissa de que os preços do empreendimento andam em TR, que é francamente descolada do INCC. Esses fatores produzem riscos altos para empreender, que só se mitigam por meio de eficácia na velocidade de vendas e preços baixos de terrenos. Preço de terrenos é uma questão fora de controle: ou se paga ou não se faz o empreendimento. Velocidade de vendas alta, antes da construção, amarra o



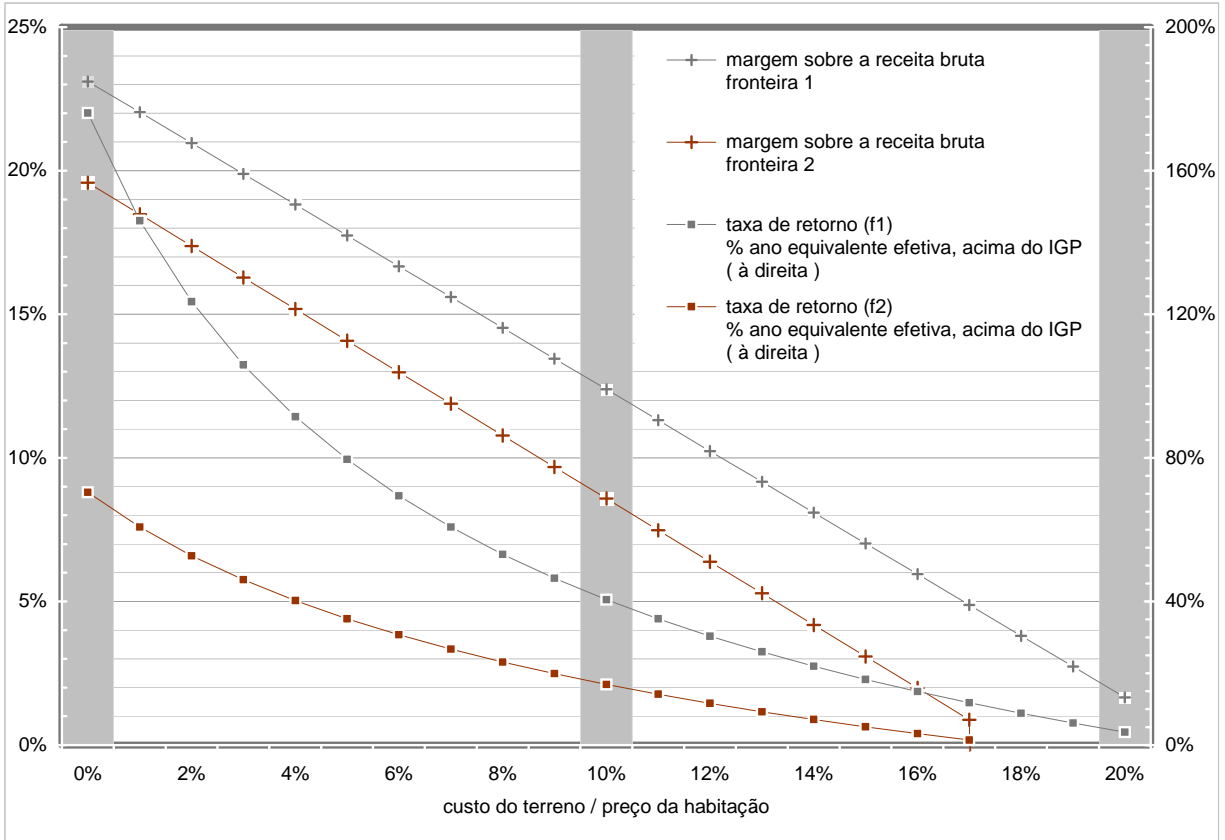
reajuste dos preços em TR, mas faz um fluxo de receita favorável, que devolve muito rápido os investimentos e acelera o fluxo de resultado, fazendo TIR elevada. Privilegiar a estratégia mais eficaz (fronteira 1) e concentrar esforço em controle de custos são os mitigadores de riscos válidos para esses empreendimentos.

4.1. Terreno

A marca utilizada no protótipo (terreno = 10% do preço) reflete um múltiplo utilizado com frequência na marcação de metas nas faixas de renda mais baixas, mas, quando varia entre 0 (fronteira para se entender o limite) e 20% (marca que alguns empreendedores ainda aceitam), margem e TIR se comportam como mostra o gráfico 4. A elevada sensibilidade indicada no gráfico, ilustra quanto risco o preço do terreno impõe aos empreendimentos desta faixa de renda. No entorno dos 17% de impacto no preço, na fronteira 2 o empreendimento já entra em prejuízo.

gráfico 4

MARGEM DE RESULTADO E TAXA DE RETORNO
VARIANDO O IMPACTO DO PREÇO DO TERRENO NO EMPREENDIMENTO





4.2. Custos de Construção Perturbando o fluxo de custos da construção no intervalo [zero até + 10%], margem e taxa de retorno variam como está no quadro5 e nos gráficos 6 e 7.

quadro 5

qualidade do investimento, usando cenários estressados no custo de construção			
comparação entre as duas fronteiras			
	II - valores na moeda da base		
	contas da construção perturbadas no intervalo [zero até + 10%]		
	fronteira 1	fronteira 2	
no cenário referencial			
margem	12,4%	8,6%	
TIR	40,5%	16,9%	
intervalo de flutuação usando cenários estressados			
margem	8,1%	9,6%	4,1% 5,7%
TIR	27,0%	31,7%	8,0% 11,2%
variação entre a média dos intervalos, nos cenários estressados, e a posição do cenário referencial			
perda de margem = perda de resultado	-28,4%	-43,1%	
perda de TIR em pontos	-11,1 pp	-7,3 pp	

As respostas de impactos de efeitos dispersos na qualidade, para mostrar o risco de perturbação dos custos de construção, são tomadas em amostras de laboratório (gráficos 6 e 7), cuja síntese está no quadro5.

A quebra da margem de resultado, utilizando cenários estressados para o custo de construção³, mesmo na fronteira 1 é expressiva, ainda que se perceba TIR em patamar elevado para o benchmark do mercado brasileiro. É lícito concluir que os custos de construção representam uma variável que, como sempre, deve ser monitorada cuidadosamente, mas que, dentro de espectros baixos de desvio, tem impacto moderado na qualidade dos investimentos, deixando-os ainda numa fronteira atrativa.

³ Notar que a variação é de 0 até 10% em cada um dos pontos do fluxo dos custos, o que dá um crescimento global médio perto de 5%, dos custos contra o orçamento.



gráfico 6

MARGEM DE RESULTADO SOB IMPACTO DE
PERTURBAÇÕES DE CUSTOS DE CONSTRUÇÃO

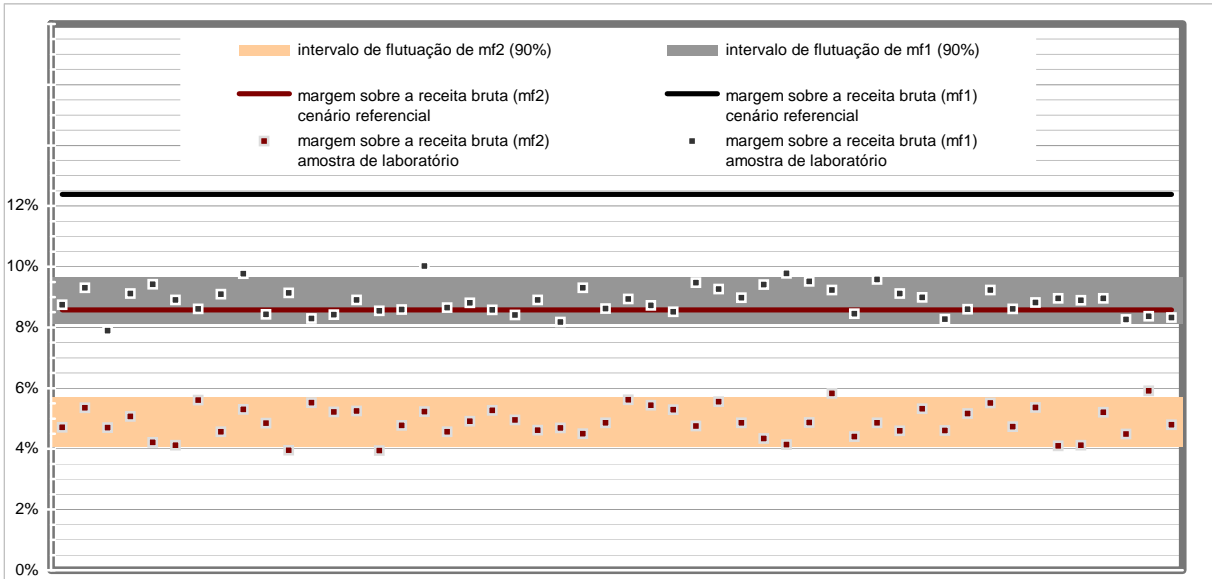
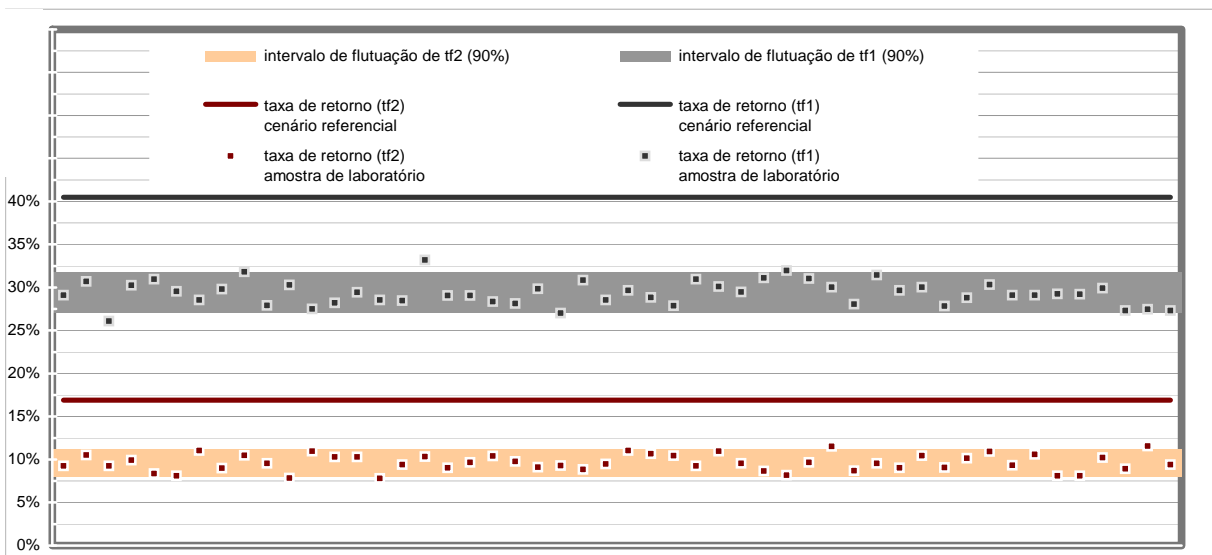


gráfico 7

TAXA DE RETORNO SOB IMPACTO DE
PERTURBAÇÕES DE CUSTOS DE CONSTRUÇÃO





Estressando mais as perturbações do fluxo de custos da construção, para o intervalo [zero até + 20%], margem e taxa de retorno variam como está no quadro8. Os valores da fronteira 2 já mostram a capacidade de suporte para desvios de custos, com a margem chegando próxima de zero. Alguns pontos da amostra de laboratório já indicam prejuízo (margem<0). Mesmo nessa condição estressada (total dos custos de construção contra o orçamento desviado de perto de 10%), na fronteira 1 ainda se encontra uma condição suportável.

quadro 8

qualidade do investimento, usando cenários estressados no custo de construção			
comparação entre as duas fronteiras			
		II - valores na moeda da base	
		contas da construção perturbadas no intervalo [zero até + 20%]	
		fronteira 1	fronteira 2
no cenário referencial			
margem		12,4%	8,6%
TIR		40,5%	16,9%
intervalo de flutuação usando cenários estressados			
margem	3,6%	6,5%	0,1% 3,1%
TIR	12,4%	21,8%	0,2% 6,1%
variação entre a média dos intervalos, nos cenários estressados, e a posição do cenário referencial			
perda de margem = perda de resultado		-59,0%	-81,5%
perda de TIR em pontos		-23,4 pp	-13,8 pp

O conjunto dos indicadores permite concluir que, para esta faixa de renda, os empreendimentos funcionam. As variáveis abertas são o preço da terra e o planejamento do produto. Com respeito ao produto, é importante acentuar que o mercado residencial é passivo frente à demanda. Mesmo com os incentivos do MCMV, a oferta de produto (localização e especificações) deve atender à demanda e não ser objeto de definição mediúnica do empreendedor, para depois se buscarem meios de fomentar a demanda.