



1290004019

TCC/UNICAMP
T639c
IE



UNICAMP

CEDOC - IE - UNICAMP

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL: EVOLUÇÃO HISTÓRICA

MONOGRAFIA (Relatório Final)

ORIANA CAVALCANTE TOSINI

ORIENTADOR: PROF. MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA

CEDOC - IE - UNICAMP

Campinas, junho de 2009

**TCC/UNICAMP
T639c
1290004019/IE**

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ABECIP** – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
- APE's** – Associações de Poupança e Empréstimo
- BACEN** – Banco Central do Brasil
- BNH** – Banco Nacional da Habitação
- CAIXA** – Caixa Econômica Federal
- CCB** – Cédula de Crédito Bancário
- CCI** – Cédula de Crédito Imobiliário
- CMN** – Conselho Monetário Nacional
- COHAB** – Companhia Estadual de Habitação
- COOPHAB's** – Cooperativas Habitacionais
- CRI** – Certificado de Recebíveis Imobiliários
- CSLL** – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
- CVM** – Comissão de Valores Mobiliários
- EMGEA** – Empresa Gestora de Ativos
- FAT** – Fundo de Amparo ao Trabalhador
- FCVS** - Fundo de Compensação de Variações Salariais
- FGTS** – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
- IGPM** – Índice Geral de Preços de Mercado
- LCI** - Letras de Crédito Imobiliário
- ORTN's** – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
- PRC** – Plano de Comprometimento de Renda
- PCM** – Plano de Correção Monetária
- PIB** – Produto Interno Bruto
- SBPE** – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
- SCI's** – Sociedades de Crédito Imobiliário
- SFH** – Sistema Financeiro da Habitação
- SFI** – Sistema Financeiro Imobiliário
- TVM** – Títulos e Valores Mobiliários
- TR** – Taxa Referencial
- UPC** – Unidade Padrão de Capital

RESUMO

Este trabalho descreve e analisa o panorama histórico da dinâmica do crédito imobiliário no Brasil, desde a criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) em 1964, até os dias de hoje. O objetivo deste trabalho é demonstrar que o atual modelo de financiamento imobiliário, nos seus aspectos normativos e estruturais, tem sido ineficiente para geração adequada de oferta de crédito no país. Seu desempenho parece estar fortemente atrelado as tendências do crédito total. Para tanto foi utilizado como metodologia uma revisão bibliográfica sobre o tema e pesquisas de dados disponíveis em órgãos públicos e entidades relacionadas ao crédito imobiliário em geral.

Serão analisados o arcabouço histórico do Sistema Financeiro da Habitação, até seu colapso na década de 1980, e as alterações regulatórias que deram origem ao Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). A introdução de um mercado secundário de hipotecas no Brasil, através do SFI não foi suficiente para dinamizar o crédito imobiliário. Isso porque o mercado primário ainda não se desenvolveu e as condições macroeconômicas de taxa de juros, inflação, emprego e renda ainda permanecem longe de serem adequadas.

Finalmente serão apresentados os impactos do recente ciclo de crédito iniciado em 2003 e suas implicações no mercado de crédito imobiliário.

Palavras-chave: crédito imobiliário, sistema financeiro da habitação, sistema financeiro imobiliário, financiamento imobiliário.

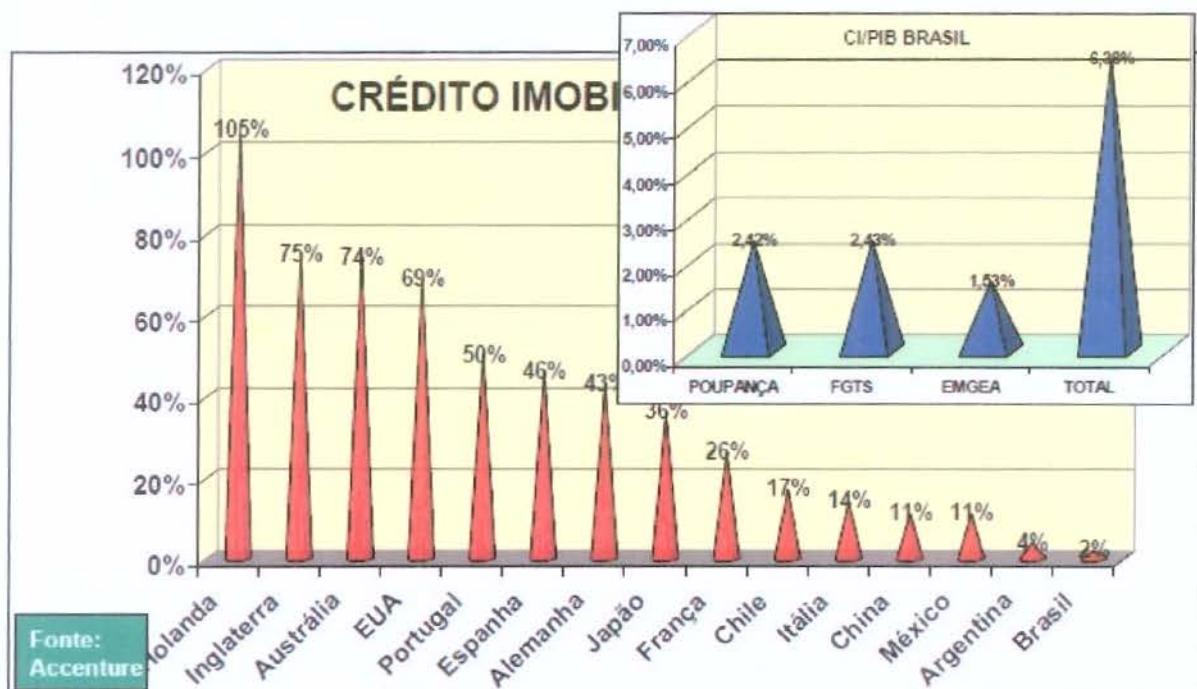
SUMÁRIO

Introdução.....	06
I. Panorama do Sistema Financeiro da Habitação: 1967-1994.....	08
1.1 Origens do Sistema Financeiro da Habitação: instituições financiadoras e fontes de recursos.....	08
1.2 Incentivos ao Fortalecimento do Crédito Imobiliário e Alterações do Marco Regulatório nos anos 1970.....	13
1.3 Os Entraves Econômicos e Institucionais à Expansão do Crédito Imobiliário nos anos 1980 e 1990.....	15
II. O Sistema Financeiro Imobiliário e o recente ciclo de crédito no Brasil.....	21
2.1 O Plano Real, as Alterações Regulatórias do SFH e as Estratégias dos Bancos.....	22
2.2 Análise do Sistema Financeiro Imobiliário.....	30
2.3 A Expansão do Crédito Imobiliário a partir de 2003.....	34
Conclusão.....	40
Referência Bibliográfica.....	43

Introdução

O crédito imobiliário no Brasil representa ainda 2% do Produto Interno Bruto (PIB)¹ segundo dados da **Abecip**, na Argentina o crédito imobiliário alcança 4% do PIB, ainda que comparando-se com outros países emergentes como Chile (17%), México (11%) e Índia (8%), fica evidente a carência do país em relação ao financiamento habitacional. Além disso, déficit habitacional² para o ano de 2006 foi calculado em 7,9 milhões de residências.

Gráfico I: Crédito Imobiliário em relação ao PIB



Fonte Abecip, 2006.

Nos termos de Keynes (1936), o crédito constitui o motor que impulsiona a geração de renda, atuando sobre o componente da demanda agregada mais sujeito a flutuações cíclicas que dita o compasso em uma economia capitalista, o investimento. Por sua vez o investimento provoca efeitos irradiantes sobre os demais componentes de gastos do sistema, cumprindo a função de fomentar demanda agregada (Oliveira, 2008b).

¹ Fonte Abecip **ESTA REFERÊNCIA NÃO APARECE NAS REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

² Segundo Relatório do Ministério das Cidades (2005): "O conceito de déficit habitacional utilizado está ligado diretamente às deficiências do estoque de moradias. Engloba aquelas sem condições de habitabilidade devido à precariedade das construções ou em virtude de desgaste da estrutura física. Essas devem ser repostas. Inclui ainda a necessidade de incremento do estoque, devido à coabitação familiar ou à moradia em imóveis construídos com fins não residenciais".

Além da importância econômica do crédito em geral, o crédito imobiliário também cumpre a função social de reduzir o déficit habitacional de um país, e atender a demanda da maior parte da população que não dispõe de recursos próprios suficientes para a aquisição de sua moradia. Proporcionar a uma família de baixa renda a possibilidade de adquirir uma casa ou apartamento não é uma tarefa fácil, tendo em vista que os prazos para financiamento atualmente disponíveis no Brasil são em relativamente curtos (só recentemente alguns bancos passaram a financiar em 30 anos) e taxas de juros e inflação historicamente entre as mais altas do mundo. Como será discutido no capítulo II, entende-se que o crédito imobiliário é ofertado pelas instituições financeiras em decorrência da exigibilidade imposta pela regulamentação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e não como alocação ótima de recursos e estratégia de mercado.

No primeiro capítulo, serão analisados os primórdios do crédito imobiliário no Brasil, a criação do SFH, a luz das reformas do Sistema Financeiro Nacional em 1964, discutindo as fontes de recursos, instituições financiadoras, as alterações regulatórias ao longo da consolidação nos de 1970, durante o chamado milagre econômico e depois os entraves durante as décadas de 1980 e 1990, culminado com as alterações regulatórias e criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI).

O segundo capítulo apresenta as alterações do cenário macroeconômico a partir do Plano Real, passando pela crise cambial de 1999 até o recente ciclo de crédito iniciado em 2003, e paralelamente serão analisadas as alterações normativas mais importantes discutindo-se seus impactos no crédito imobiliário. Finalmente, no mesmo capítulo, será analisada a retomada de seu crescimento nos últimos anos.

Capítulo I. Panorama do Sistema Financeiro da Habitação: 1967 - 1994

O capítulo apresenta um panorama do Sistema Financeiro de Habitação, criado em 1964, analisando sua estrutura, as instituições participantes, as fontes de recursos, seu desenvolvimento, ápice e crise.

Até 1930 a construção de moradias no Brasil foi de responsabilidade da iniciativa privada. A partir de 1930, com a intensificação dos processos de industrialização e urbanização, o Estado passou a intervir na infraestrutura e construção de moradias populares. Embora tenham existido algumas tímidas experiências de financiamento habitacional entre as décadas de 1930 e 1960, principalmente através das caixas econômicas federal e estaduais, bem como institutos de previdência e companhias de seguro, pode-se afirmar que a história do financiamento habitacional, enquanto modelo institucionalizado, começa no ano de 1964 com a criação do Sistema Financeiro da Habitação, mais conhecido por SFH (Abecip, 2003 *apud* ROSSBACH, 2005).

1.1. Origens do Sistema Financeiro da Habitação: instituições financiadoras e fonte de recursos

Em meados da década de 1960 foi introduzida uma ampla reforma no Sistema Financeiro Nacional, buscando expandir o processo de intermediação financeira no país, viabilizando o aumento do consumo e do investimentos no setor produtivo, com o propósito de promover o desenvolvimento econômico. A experiência internacional já sugeria uma relação causal entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Segundo Andrezo e Lima (1999), são evidentes os impactos positivos que um sistema financeiro desenvolvido proporciona na economia, em termos de produtividade, acumulação de capital, aumento de poupanças e investimentos e crescimento econômico, pois há amplas evidências empíricas e suporte teórico considerável.

Uma das iniciativas da reforma foi a criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), instituído pela Lei nº. 4.380, de 21.08.1964, tendo como meta a viabilização, em caráter permanente, de uma dinâmica auto-sustentável de captação de recursos e sua aplicação na área habitacional. Essa iniciativa visava sanar os problemas acumulados no setor até aquela época, a saber: recursos escassos e corroídos pela inflação; intensificação do processo de urbanização e aceleração do crescimento demográfico; demanda habitacional atendida apenas pelas caixas

econômicas e pelos Institutos de Previdência; inexistência de critérios para a concessão de financiamentos, prevalecendo assim o favoritismo; pouco ou nenhum atendimento as populações mais carentes; necessidades generalizadas de serviços de infraestrutura e saneamento e existência de mão de obra não especializada abundante e ociosa etc.

No âmbito do foi criado o Sistema Financeiro da Habitação criou o Banco Nacional da Habitação (BNH), que se tornou o órgão central, orientando e disciplinando o sistema no País e propiciando a formação de uma rede de agentes financeiros especializados na intermediação da captação e na aplicação desses recursos. Entre suas principais funções estava a de estabelecer as condições gerais dos financiamentos sob o SFH, tais como prazos, juros, condições de pagamento e garantias (FGV Projetos, 2007).

Na criação do SFH, suas fontes de recursos eram: depósitos a prazo, financiamentos nacionais e internacionais, letras imobiliárias, depósitos compulsórios dos institutos de aposentadorias e pensões, e aquisição obrigatória de letras imobiliárias pelo Serviço Social da Indústria (Sesi) e Serviço Social do Comércio (Sesc) (Rossbach, 2005).

Posteriormente, em 1966, por meio da Lei 5.107/1966, foi criado Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), formado pelas contribuições compulsórias realizadas pelo empregador em favor de seus funcionários, equivalente a 8% do valor dos salários. Criado com o objetivo de substituir o estatuto da estabilidade no emprego, arrecadação foi destinada à concessão de crédito à habitação e ao financiamento do saneamento básico e infraestrutura urbana.

As cadernetas de poupança surgem em 1968 passando a constituir, juntamente com a captação por meio de emissão de letras imobiliárias, as fontes de recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, o SBPE. As cadernetas foram criadas com o objetivo de captar a poupança voluntária das famílias e dessa forma disseminar do hábito de poupar na sociedade. Desde o início a aplicação dos recursos das cadernetas obedecia a critérios de exigibilidade mínima que variaram entre 65% e 75% dos saldos médios dos depósitos. Deste percentual, no mínimo 80% devem ser aplicados em operações no âmbito do SFH e o restante poderá ser aplicado em financiamento imobiliário contratado a taxas de mercado, conhecidas como carteira hipotecária (Banco Central do Brasil). Caso a instituição financeira não cumprisse a exigibilidade determinada pelo SBPE, o valor remanescente seria recolhido pelo Banco Central e remunerado a

taxa de 6% ao ano, garantindo aos bancos um *spread* de 0,5% ao mês.

Pode-se dividir a atuação do BNH em duas atuações principais em termos de faixa de renda da população beneficiada: o primeiro conectado ao SBPE e composto por um público de classes de renda média e alta e o segundo eixo calcado no FGTS para a população de baixa renda.

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), criado em 1967, era constituído pelos agentes financeiros - bancos com carteira de crédito imobiliário, as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI), as Associações de Poupança e Empréstimo (APE) e as Caixas Econômicas.

O esquema de financiamento das unidades habitacionais pelo SBPE funcionava da seguinte forma: os agentes financeiros concediam crédito diretamente aos empreendedores imobiliários privados para a construção dos imóveis, estes por sua vez promoviam a venda das unidades àqueles que ficariam definitivamente como mutuários do sistema, responsáveis pelo pagamento do financiamento.

Os agentes financeiros do sistema dependiam do BNH para funcionar. Eram limitadas a operar no financiamento para construção, venda ou aquisição de habitações, sendo-lhes vedada a possibilidade de qualquer outro tipo de operação.

Os depósitos do FGTS constituíam o suporte financeiro da política habitacional, permitindo um tratamento sistemático ao atendimento das necessidades habitacionais das camadas mais pobres da população. Para essas moradias de interesse social o financiamento ocorria através de agentes financeiros públicos, as companhias e/ou cooperativas habitacionais, mais conhecidas como Cohabs e Coopahabs. O público alvo de atuação desses agentes, inicialmente, era composto pela população de até 10 salários mínimos. Entretanto, ao longo de sua atuação, o atendimento concentrou-se na faixa de renda de 3 a 10 salários mínimos (Garcia e Castelo, 1996: 2 *apud* Rossbach, 2005).

As cooperativas habitacionais, com recursos do FGTS, repassados pelo BNH, contratavam as construtoras e comercializavam as unidades habitacionais por meio de crédito imobiliários e por serem cooperativas operam sem fins lucrativos.

Os compradores dos imóveis eram responsáveis pelo pagamento dos financiamentos. As cooperativas então tinham como ativo os financiamentos imobiliários com os mutuários e como passivo o repasse de recursos com o BNH.

Neste arcabouço, o BNH era o gestor do FGTS e as Cohabs eram os agentes promotores. Os responsáveis pela implementação dos programas habitacionais nas diversas esferas, municipal, intermunicipal e estadual. O sistema era baseado em um núcleo decisório central e eram previstas articulações com outras instâncias de governo através de entidades subnacionais (Royer, 2002 *apud* Rossbach, 2005).

Uma importante mudança macroeconômica introduzida pela lei que criou o SFH foi a instituição da correção monetária, que permitiu reajustes tanto das obrigações (passivo) quanto nos ativos (financiamentos imobiliários) dos agentes financeiros. Com essa mudança, foi possível reajustar as amortizações e juros com a correção do valor monetário da dívida, sendo tal indexador calculado mensalmente pelo governo federal. A correção monetária foi um instrumento essencial para a solvência do sistema em situações de elevação de taxas de inflação. Além de corrigir o valor da dívida do mutuário, era aplicado às cadernetas de poupança, das letras hipotecárias e ao FGTS.

Tanto as condições favoráveis referentes à atratividade das aplicações, derivadas dos fatores segurança, a rentabilidade atribuídos aos depósitos em cadernetas de poupança e letras imobiliárias, como as condições favoráveis de lucratividade dos agentes financeiros, uma vez que as taxas cobradas dos mutuários eram superiores àquelas pactuadas com o BNH, fizeram com que houvesse grande oferta de recursos no estágio imediatamente posterior à adoção do SFH. Tal fato permitiu uma grande alavancagem do setor de construção civil, destinado a produzir habitações em nível coerente com o déficit de moradias no país.

A estrutura formada para captação de e aplicação de recursos possibilitou boa rentabilidade para os agentes financeiros uma vez que remuneravam os recursos do FGTS com 3% a.a.³ mais TR, caderneta de poupança a 6% a.a.⁴ mais TR e recebiam das aplicações no crédito imobiliário 12% a.a. mais TR, ou seja, trabalham com *spread* 6% no caso da poupança e 3% para os recursos do FGTS.

Outro aspecto importante na estruturação do SFH foi a prática de subsídios cruzados, a qual consistia em cobrar taxas de juros progressivas de acordo com o valor do financiamento, com o intuito de favorecer famílias de renda mais baixa. Esse sistema, avançado para as

³ Lei Nº8.036/90, Artigo 13 de 11 de maio de 1990.

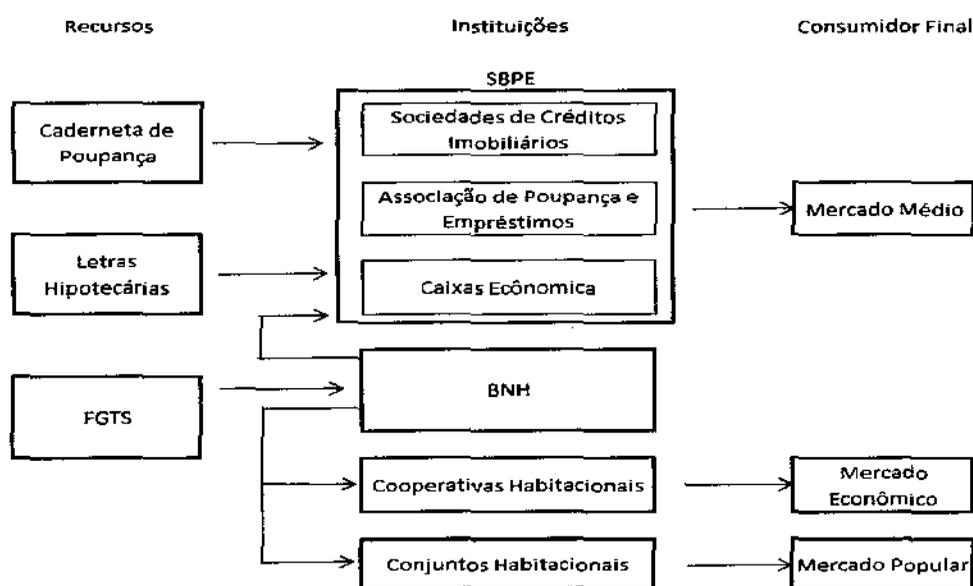
⁴ Lei Nº 8.177 de 1 de março de 1991.

condições econômicas e financeiras da época, gerou impressionante volume de fundos para o financiamento habitacional. Em poucos anos de operação, mais precisamente entre 1965 e 1980, o número de unidades habitacionais financiadas passou de 8 mil por ano em 1964, para 627 mil em 1980 (FGV Projetos, 2007).

As características de rentabilidade, liquidez e segurança da poupança, juntamente com a estabilização e posterior crescimento da economia, possibilitaram rapidamente que indivíduos de todas as classes sociais, inclusive os de mais baixa renda, o elegessem como seu principal instrumento de poupança.

O mercado habitacional foi, assim, segmentado em três níveis, estes atendidos pelos três diferentes agentes do SFH, a saber: “mercado popular” (famílias de até 3 salários mínimos e atendidas pelos Conjuntos Habitacionais), “mercado econômico” (famílias com renda entre 3 e 6 salários mínimos e atendidas por organizações mutualistas sem fins lucrativos denominadas Cooperativas Habitacionais) e “mercado médio” (atendido pelos agentes do SBPE). Os dois primeiros eram financiados basicamente com recursos do FGTS, enquanto que o mercado médio era financiado com recursos das cadernetas de poupança. O Organograma A ilustra o funcionamento do sistema nesta época.

Organograma A – Funcionamento do Sistema de Financiamento Habitacional do Brasil: 1967 – 1997



Elaboração própria.

1.2 Incentivos ao fortalecimento do crédito imobiliário e alterações do marco regulatório nos anos 1970

Inicialmente, todos os valores (ativo e passivo) eram reajustados conforme variação do salário mínimo. Entretanto, verificada a inconveniência macroeconômica desse indexador, em 1965 foi criada a Unidade Padrão de Capital (UPC) como novo indexador do principal da dívida do mutuário, a qual seguia os mesmos índices de variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN's). No entanto, as prestações continuavam sendo reajustadas com base na variação do salário mínimo, o que provocou um descasamento entre essas duas variáveis, gerando saldos residuais para o mutuário.

Já em 1967, a legislação previa que, na existência de saldo residual ao final do prazo contratual, o mutuário teria um prazo adicional equivalente à metade do prazo original para quitar o débito.

Tal fator, além de criar intenso mal-estar entre os mutuários, jamais seguros da quitação total do imóvel, apresentava riscos à entidade financiadora, uma vez que o valor das prestações não era suficiente para cobrir a amortização da dívida. Visando a reduzir tais incertezas, o BNH instituiu, em 1967, um novo plano de reajustamento: as prestações seriam corrigidas anualmente conforme variação do salário mínimo, e foi criado o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)⁵, que garantiria, tanto aos mutuários como os agentes financeiros, a quitação total do financiamento ao fim do contrato. Após um aporte inicial do BNH, os recursos direcionados ao Fundo proviriam de contribuições feitas pelos mutuários que optassem pela sua cobertura.

Outra medida importante editada pelo Banco Nacional da Habitação já no final da década de 1970 foi a criação do Plano de Correção Monetária (PCM) e do Plano de Equivalência Salarial (PES). Esse último definido com base na relação entre o valor do maior salário mínimo vigente no país naquele momento e o imediatamente anterior. Foram introduzidas, no entanto, duas alterações, a saber:

- (i) O número de prestações pactuadas passou a ser fixo de forma que ao término do contrato,

⁵ Os recursos do FCVS seriam constituídos de um capital inicial no montante de 10 milhões de cruzeiros novos; contribuições (sendo a taxa de contribuição ao Fundo constituída por uma proporção de amortização e juros da dívida garantida, paga no ato de inscrição) e rendimentos líquidos dos seus recursos e das suas operações (Resolução 25/67 de 16 de junho de 1967).

e uma vez quitadas todas as prestações a que se obrigara o mutuário, seria apurado o saldo residual, porventura existente, a ser liquidado integralmente pelo FCVS;

- (ii) O valor inicial da prestação passou a ser apurado multiplicando-se a prestação de amortização por um Coeficiente de Equiparação Salarial (CES) fixado com base na relação vigente entre o salário mínimo e o valor da Unidade Padrão de Capital (UPC).⁶

As prestações do plano PES seriam corrigidas anualmente e as do plano PCM trimestralmente de forma que o saldo devedor da operação passasse a ser corrigido a cada três meses pela variação da UPC. Entretanto, as mudanças geraram um conflito resultante do período estipulado para a aplicação do reajuste a ser observado no caso do plano PES (trimestral x anual).

1.3 Os entraves econômicos e institucionais à expansão do crédito imobiliário nos anos 1980 e 1990

Os anos 1980 foram marcados por medidas que garantiram subsídios sucessivos e cumulativos aos mutuários do Sistema Financeiro da Habitação em decorrência da conjuntura macroeconômica do país marcada por elevados índices inflacionários, altas taxas de juros altos e estagnação econômica.

Em decorrência desse cenário, o governo federal permitiu que as prestações previstas nos contratos habitacionais não fossem majoradas com base nas condições pactuadas contratualmente de forma a acompanhar a variação do salário mínimo bem como aumentos salariais das diferentes categorias profissionais.

O reajuste das prestações passou a ser correspondente a 80% da variação do maior salário mínimo no período entre 1º de julho de 1983 a 30 de junho de 1985. A partir de 1985 os contratos efetuados no âmbito do SFH teriam o reajuste das prestações correspondente ao mesmo percentual e periodicidade do aumento salarial da categoria profissional a que pertencesse o mutuário. Não seria considerada no cálculo do reajuste das prestações a parcela do percentual do aumento salarial da categoria que superasse em 7% a variação da UPC. No caso dos profissionais liberais, autônomos ou comissionistas, com contratos firmados a partir de 1985, as prestações seriam reajustadas proporcionalmente à variação do salário mínimo, respeitado o limite no

⁶ A diretoria do BNH definiu, a princípio, o CES em 3,9 de forma a evitar a ocorrência de resíduos ao término do contrato decorrentes do descasamento de reajuste do saldo devedor e o valor das prestações.

tocante à variação da UPC⁷.

Entretanto, foi estabelecido um reajuste das prestações de apenas 112%, no ano de 1985, para o período de 12 meses ficando o mesmo aquém da variação da UPC de 246,3% e do salário mínimo de 242% (Resolução BNH RC 46, de 25 de junho de 1985). Além disso, sob nenhuma hipótese, poderiam ser as prestações do SFH superiores à equivalência salarial da categoria profissional do mutuário (Lei nº 2.284, de 10 de março de 1986).

Aos mutuários finais do SFH foi assegurado um desconto de 25% sobre o saldo devedor atualizado, caso estes fossem liquidados antecipadamente, desde que os contratos estivessem amparados com cláusula de cobertura pelo FCVS firmados até 28 de fevereiro de 1986 (quando da entrada em vigor do Plano Cruzado). O FCVS cobriria 50% do desconto concedido, no prazo de cinco anos, sendo os demais 50% de responsabilidade exclusiva dos agentes financeiros (Resolução nº 1.448, de 5 de janeiro de 1988).

Um resíduo que porventura fosse originado pelo descasamento entre o reajuste da dívida e o da prestação – num financiamento imobiliário contratado por um prazo de 15 anos, por exemplo – continuaria sendo quitado pelo mutuário por no máximo sete anos e meio, e ao final desse prazo, caso ainda persistisse o resíduo, este seria liquidado pelo FCVS.

A assunção de compromissos pelo Fundo de Compensação de Variações Salariais ocorreu ao longo do tempo sem a imprescindível cobertura de recursos orçamentários. Em outras palavras, o FCVS que havia sido criado com o propósito de liquidar eventuais saldos devedores residuais passou a assumir, desde aquela época, responsabilidades crescentes e incompatíveis com seu patrimônio e fluxo de caixa, acarretando, como consequência, o acúmulo de dívida ao longo do tempo. À medida que o ambiente econômico apresentava instabilidade, o FCVS mostrava-se incapaz de suportar o saldo residual. Na prática, a aceleração do processo inflacionário ocasionou reajustes nas prestações inferiores ao dos saldos devedores referentes aos imóveis financiados. Em muitos casos, as prestações dos financiamentos mais antigos cobriam não mais que 15% do valor dos juros devidos, gerando amortizações negativas que tornaram inconsistente a trajetória do principal da dívida.

A extinção do BNH em 1986 e a constante transferência do FCVS inicialmente ao Banco

⁷ Lei nº. 2.164, de 19 de setembro de 1984.

do Brasil, depois para o Ministério da Habitação, e assim sucessivamente até chegar às mãos da Caixa Econômica Federal (CEF) – deteriorou ainda mais sua situação pela falta de normas de seus novos gestores.

Na sequência das mudanças que ocorreram relativas ao FCVS cabe destacar também a Resolução nº. 1.980, de 30 de abril de 1993, a qual permitiu que os agentes financeiros pudessem utilizar o saldo credor junto ao FCVS para fins de cumprimento do direcionamento obrigatório de recursos dos depósitos de poupança. Com isso, os agentes financeiros deixaram de aplicar 65% dos depósitos em poupança em crédito imobiliário uma vez que eram deduzidos do cálculo o crédito que o agente financeiro possuía junto ao FCVS. Esse foi um fator que contribuiu para a redução do volume de crédito imobiliário no país.

O resíduo dos contratos com aparo do FCVS foi estimado em R\$ 150 bilhões, do qual já foi quitado R\$ 79 bilhões com recursos do próprio FCVS, permanecendo ainda um déficit de R\$ 75 bilhões. O gestor do FCVS, a Caixa Econômica Federal, está analisando os contratos mais antigos, dos quais já foram quitados R\$ 69,33 bilhões pelo Tesouro Nacional, com base nos dispositivos da Lei no 10.150/2000, restando passivo de aproximadamente R\$ 80,90 bilhões, referente a saldos a ressarcir e contratos a serem ainda analisados (Tesouro Nacional, 2009).

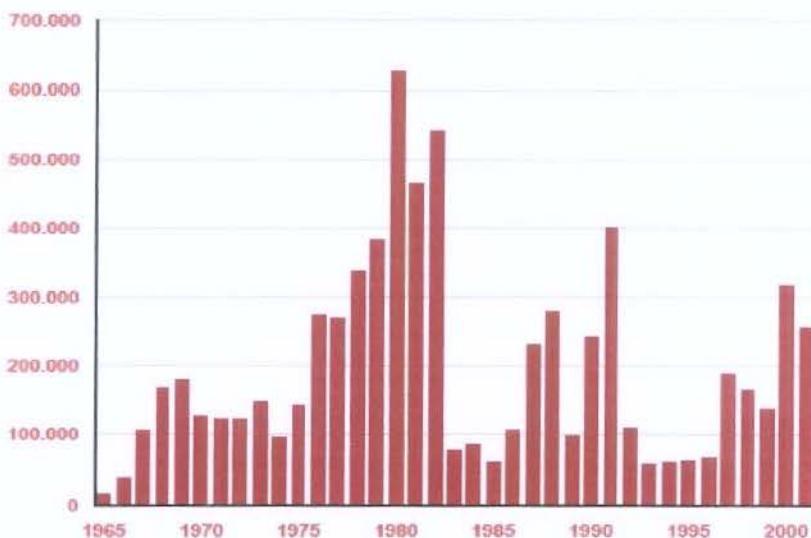
Em virtude do bloqueio dos ativos financeiros do Plano Collor em março de 1990, a relação entre volume de crédito imobiliário e volume de poupança aumentou significativamente, aquém do montante relativo ao direcionamento obrigatório. Em consequência, os bancos pararam de ofertar crédito, uma vez que estavam cumprindo com folga o direcionamento obrigatório porque o saldo da conta de poupança estava abaixo do valor dos financiamentos já realizados.

Além dos problemas intrínsecos ao próprio sistema – instabilidade e insuficiência de recursos –, fatores outros, como a escassez de poupança doméstica e a instabilidade econômica (hiperinflação e elevadas taxas de juros, também contribuem na explicação das deficiências. Um fator fundamental para garantir a rentabilidade real da oferta de recursos destinados à habitação era a correção dos empréstimos concedidos. Com a crise econômica que seguiu durante o período entre 1980 e 1990, o arrocho salarial, a queda do poder aquisitivo, a elevação das taxas de juros e a inflação ocasionaram a elevada inadimplência no SFH (FGV Projetos, 2007), contribuindo para reduzir o estímulo do setor financeiro na oferta de crédito foi o aumento da inadimplência desses financiamentos.

Além disso, conforme Carneiro (2009) “A captação pelo FGTS é muito afetada pela renda agregada e pelo emprego, pois é um depósito feito pelo empregador em favor do empregado. Dessa maneira em momentos de aquecimento econômico a captação tende a ser maior (...) nas fases de recessão tem sua capacidade de investimento reprimida.” Portanto, além de todos os problemas enfrentados pelo SFH, a captação do FGTS e também se reduz no período.

A esse cenário acrescentou-se uma política monetária de caráter restritivo, especialmente após a crise mexicana em dezembro de 1994, com aumento significativo da taxa básica de juros e do depósito compulsório dos bancos com alguns momentos de flexibilização em função de um cenário internacional mais favorável. Em consonância às elevadas taxas de juros, o setor bancário voltou-se para o desenvolvimento de novos produtos para o setor imobiliário, criando novos instrumentos de crédito e garantias que contribuíssem para a redução dos riscos para as instituições financeiras, tanto de crédito como de liquidez. Tais inovações, que serão discutidas com mais detalhes no capítulo II, entretanto, não contribuíram para elevar a oferta de crédito imobiliário no país, o total de financiamentos que chegou a 600.000 unidades por ano em 1994 reduziu para pouco mais de 50.000, conforme gráfico II.

Gráfico II. Unidades Financiadas 1965-2000



Fonte: www.abecip.br e www.bcb.gov.br

1.4. Conclusão

A análise do crédito imobiliário entre a criação do SFH até meados dos anos de 1990 mostram que o sistema, embora tenha num período inicial coberto até 70% da demanda por

habitação, por problemas estruturais do próprio sistema e por fatores externos e macroeconômicos, mostrou-se insustentável com o decorrer dos anos.

Uma grande deficiência do SFH foi sua incapacidade de atingir as populações de baixa renda. Os sucessivos planos econômicos, reajustando o valor das prestações com índices inferiores aos de reajuste dos saldos devedores criaram um gargalo no fluxo de caixa impedindo que os recursos aplicados pudessem voltar ao mercado para novos financiamentos. A criação do FCVS, que a princípio seria para reduzir os riscos decorrentes a inflação, acabou gerando um enorme déficit que foi assumido na grande maioria pelo Tesouro Nacional, ou seja, a sociedade como um todo pagou para que poucos adquirissem casa própria a custos baixos.

A extinção do FCVS e alteração dos planos de reajuste das prestações nos mesmos índices do saldo devedor e as altas taxas de juros após Plano Real provocaram aumento nos níveis de inadimplência, contribuindo para reduzir a oferta de crédito para o setor.

Mas não se pode deixar de citar como aspecto positivo do SFH na dinâmica do mercado imobiliário que foi a intensificação da construção de imóveis, atraindo investimentos em saneamento básico e infraestrutura, diversificando a indústria de materiais de construção civil, alterando definitivamente as cidades brasileiras, principalmente os grandes centros urbanos. Além disso, mesmo com falhas de funcionamento e estrutura, o SFH foi pioneiro enquanto tentativa do Estado de conceder a população em geral (inicialmente a população de baixa renda, o que não se consolidou) condições para aquisição da casa própria, incrementando a política habitacional que iria além da construção e doação de casas populares.

É fácil compreender que as fragilidades inerentes ao SFH seriam exacerbadas em qualquer cenário de aceleração inflacionária e de queda da renda real. Isso aconteceu efetivamente a partir do aprofundamento da instabilidade macroeconômica nas décadas de 1980 e 1990 (FGV Projetos, 2007). Além do cenário macroeconômico desfavorável, fatores externos levaram à crise do modelo como as sucessivas alterações nas regras de correção dos termos contratuais e a ação do Judiciário no sentido de proteger os mutuários, em vez de favorecer os credores, acabaram limitando o funcionamento do mercado ao elevar a percepção de risco das instituições financeiras, configurando claramente o que se costuma conhecer como restrição de crédito.

Frente a esse cenário bastante desfavorável, buscaram-se mecanismos para contornar a

crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), a ser discutido no próximo capítulo.

Capítulo II. O Sistema Financeiro Imobiliário e o Recente Ciclo de Crédito no Brasil

Introdução

Neste segundo capítulo, serão analisadas as alterações regulatórias a partir da metade da década de 1990, dentro de um novo contexto macroeconômico com estabilização de preços e taxas de juros muito acima da inflação, dando destaque para a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Este período como principal inovação a institucionalização de instrumentos financeiros que possibilitaram a criação de um mercado secundário para os ativos financeiros lastreados no crédito imobiliário. Ocorreram mudanças normativas importantes, tais como a alienação fiduciária, o Regime de Afetação e Regime de Tributação Especial.

Não obstante as alterações regulatórias, a expansão do crédito imobiliário inicia-se mesmo a partir de 2003, quando houve uma sensível melhora do nível de renda e poupança da economia, queda das taxas de juros e de inflação, favorecendo o aumento da oferta de crédito em geral. O crédito imobiliário cresceu, por sua vez, a reboque do crédito total e não por transformações institucionais do setor imobiliário habitacional. O mercado financeiro extremamente oligopolizado não aumentou a oferta de crédito imobiliário além da exigibilidade uma vez que os juros eram baixos comparados as demais aplicações do mercado financeiro (principalmente títulos públicos). Por outro lado, o mercado secundário de crédito imobiliário permaneceu pouco desenvolvido.

Além disso, será abordado o alcance social do crédito imobiliário no Brasil, que infelizmente tem sido direcionado às classes média e alta: as altas taxas de juros, prazos de financiamento inadequados (máximo de 30 anos) e o valor dos imóveis, traduzem-se em prestações⁸ muito além das possibilidades da maioria da população, confirmando mais uma vez as dificuldades inerentes ao financiamento privado de longo prazo característico do país.

Ao final do capítulo serão analisados os coeficientes de cumprimento da exigibilidade, as aplicações a taxas de mercado, as aplicações no SFH e o crescimento do crédito total em relação ao crédito habitacional. Assim, pode-se inferir que o crédito imobiliário ainda é dependente, em quase sua totalidade, dos recursos direcionados. Apesar do crescimento do crédito imobiliário a partir de 2003, este cresceu abaixo do crédito total.

⁸ Prestações limitadas a 30% da renda bruta.

2.1. O Plano Real, as alterações regulatórias do SFH e as estratégias dos bancos

O Plano Real (1994) marca o início de profundas transformações no sistema financeiro brasileiro, como consequência de mudanças macroeconômicas, estruturais e regulatórias. Dentre essas se destacam a estabilidade dos preços, a gestão das políticas monetárias e cambial, a adesão ao Acordo da Basiléia, a abertura financeira e ampliação da presença estrangeira no Sistema Financeiro Nacional⁹ e a privatização das instituições financeiras estaduais.

Com o desenvolvimento institucional do sistema financeiro e com as subsequentes modificações das relações entre os bancos, o Banco Central e as instituições financeiras não-bancárias, as estratégias dos bancos, no que se referem aos empréstimos, à aquisição de ativos negociáveis no Brasil e à captação de recursos, evoluem em novas direções. Entretanto os bancos continuavam buscando a obtenção dos maiores lucros possíveis, conciliando rentabilidade, risco e liquidez dos investimentos.

Segundo Freitas (2007), com a queda da inflação e a estabilidade dos preços os bancos procuraram redefinir rapidamente suas estratégias de ação, viabilizando a demanda por crédito e dessa forma substituindo os ganhos com *floating* pelas receitas de operação de crédito sem uma avaliação adequada dos riscos. No clima de otimismo e euforia vivido em 1994, agentes econômicos, empresas e indivíduos contraíram empréstimos com base em expectativas de receitas futuras, contando com a possibilidade de renovação dos compromissos de crédito até a concretização dos retornos esperados.

Essa euforia levou a um alto índice de inadimplência, porque (i) primeiro os bancos não tinham cultura com operações de crédito, os ganhos com *floating* de longe compensavam as perdas com crédito, o que os levou a não desenvolverem instrumentos adequados para avaliação de risco de crédito; e (ii) segundo, para conter o aumento do crédito e, conseqüentemente, a expansão da demanda agregada, foram adotadas sucessivas elevações dos percentuais de compulsórios e dos juros, elevando-as de forma sistemática, gerando um ciclo vicioso de altas taxas de juros, elevação de risco de crédito das instituições financeiras, aumentando o nível de inadimplência, e tornando rígidas as taxas de juros dos tomadores finais.

No que concerne ao crédito imobiliário, objeto dessa análise, os problemas não foram

⁹ Privatização do Banespa pelo Santander; Bandepa, Paraiibanco pelo Banco Real pelo ABN Amro.

menos graves do que com as demais operações de crédito. As sucessivas mudanças no SFH geraram distorções, tais como, saldos devedores residuais elevados, decorrentes dos reajustes das prestações com índices inferiores aos reajustes dos saldos devedores dentre outros. Na tentativa de reparar tais distorções, houve alterações substanciais na estrutura institucional. Criada anteriormente ao Plano Real, a Lei nº. 8.962, de 28 de agosto de 1993, havia criado o Plano de Comprometimento de Renda (PRC), determinando que, no máximo, 30% da renda do mutuário poderia ser destinada ao pagamento da prestação da casa própria. Caso o reajuste da prestação ultrapassasse tal limite de comprometimento, o contrato seria dilatado para adequar o valor da prestação à renda do mutuário e amortizar o saldo devedor.

Ao mesmo tempo, a medida determinou os saldos devedores seriam corrigidos na mesma periodicidade e pelos mesmos índices utilizados na correção de seus respectivos *fundings*, caderneta de poupança e FGTS, a Taxa Referencial por data base (TR). Com tal dispositivo legal tentou-se reduzir o risco de crédito ao atrelar o valor da prestação a um limite de renda do mutuário e diminuir o descasamento existente entre as contas do passivo (poupança e FGTS) e as dos ativos das instituições financeiras (saldo devedor dos contratos de crédito imobiliário).

Contudo, tais alterações se mostraram insuficientes frente ao novo cenário macroeconômico do Plano Real. As altas taxas de juros praticadas bem acima da inflação (conforme Gráfico III, em 1994 a taxa Selic era de 53,09% a.a. contra 15,23% a.a. do IGPM). Os saldos devedores (6% a.a. + T.R.) aumentaram mais que o reajuste da prestação, estas limitadas pelo comprometimento de renda, retendo novamente os recursos nas carteiras das instituições, impedindo que novos financiamentos fossem concedidos. Como pode ser observado pelo Gráfico II, entre 1994 e 1999 o número de unidades habitacionais financiadas foi um dos menores desde a criação do SFH.

Outra consequência das altas taxas de juros foi o crescimento da inadimplência (contratos com mais de 03 prestações em atraso). Os contratos habitacionais em que as prestações são reajustadas mensalmente pela TR, ou seja, os que não fazem parte dos Planos de equivalência salarial (PES) nem Plano de Comprometimento de Renda (PCR), possuem maior índice de inadimplência. Os contratos firmados entre 28.07.1993 e 24.06.1998, segundo relatório do Banco Central (2008), em dezembro de 2008 estavam com 52.06% de inadimplência, enquanto a inadimplência no SBPE, como um todo, na mesma data, era de 12,86%.

Gráfico III - EVOLUÇÃO TAXA SELIC E IGP- M: 1995 A 2008



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como consequência do aumento da inadimplência, que no crédito imobiliário saiu de 7,5% em 1995 e ultrapassou 30% em 2004, os bancos ficaram mais seletivos no crédito, o que favoreceu a redução da oferta de recursos para o setor imobiliário. A inadimplência no setor imobiliário começou a reduzir no final de 2005 quando as taxas de juros básicos e a inflação começaram a convergir (Gráfico III).

De acordo com Freitas (2007), essa alta inadimplência teve forte impacto sobre o balanço patrimonial dos bancos públicos especialmente sobre a CEF que possuía a maior carteira de crédito imobiliário. Caso não fossem feitas as provisões necessárias para os créditos inadimplentes, o problema levaria os bancos a dificuldades patrimoniais, cujo risco foram identificados pela fiscalização do Banco Central. O necessário enquadramento dessas instituições nos limites de capital e patrimônio mínimos, exigidos pela regulamentação prudencial em vigor, levou o governo federal a instituir o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef)¹⁰ em 12 de junho de 2001 (Medida Provisória n.º 2.155). Dentre as suas

¹⁰ O Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais foi estabelecido em junho de 2001. Através do aporte de capitais e transferência do risco de crédito de parte das respectivas carteiras, possibilitaria o enquadramento desse segmento às novas e rigorosas regras de classificação de risco das operações de crédito editadas pela Resolução CMN nº 2.682, que passou a ter efeitos a partir de 01 de março de 2000.

principais medidas, esse programa definiu: equacionamento do estoque de crédito de baixa qualidade nos ativos das instituições federais, com transferência do risco de crédito desses ativos para o Tesouro Federal ou para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea), empresa não financeira criada para esse fim pelo Ministério da Fazenda e capitalização da CEF, Banco do Nordeste (BNB) e do Banco da Amazônia (Basa).

No caso da CEF, as alterações foram as seguintes:

1. Cessão da totalidade da carteira de crédito imobiliário com cobertura e de parte da carteira sem cobertura do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea) pelo valor contábil correspondente a R\$ 26.613.556, líquido de provisões, cujo pagamento foi realizado por meio de assunção de dívida da CEF com o FGTS e FDS;
2. Aquisição pela União de créditos representativos de contratos de “Saneamento e Infraestrutura Urbana” e de Habitação, concedidos com recursos do FGTS, pelo valor contábil de R\$ 8.198.347, líquido de provisões, com pagamento mediante a emissão de Letras Financeiras do Tesouro (LFT);
3. Aumento de capital no valor de R\$ 9,3 bilhões, mediante assunção pela União da dívida da CEF com o Bacen, referente aos empréstimos do Proer;
4. Permuta com a União de créditos concedidos pela CEF referentes aos refinanciamentos de dívidas estaduais e municipais por Letras Financeiras do Tesouro (LFT), pelo valor contábil de R\$ 13 bilhões;
5. Troca com a União dos títulos federais CVS no valor de R\$ 5,71 bilhões recebidos em decorrência da novação de créditos com o FCVS, por Letras Financeiras do Tesouro (LFT);
6. Liquidação antecipada de parte da dívida da CEF com o FGTS, com a utilização de títulos CVS, no montante de R\$ 6 bilhões (Freitas 2007).

Anteriormente à criação da Emgea, dado o cenário bastante desfavorável ao crédito em geral e no caso do imobiliário acentuado pelos problemas herdados do SFH, criou-se um novo formato ao modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), pela Lei nº 9.514 (20/11/1997), como complemento ao Sistema Financeiro da Habitação, o SFI tem como principais fundamentos a

securitização dos créditos imobiliários e a maior segurança jurídica dos contratos. A palavra securitização provém do termo em inglês *securitization*, que significa converter crédito em títulos imobiliários – *securities*, criando a possibilidade de conversão de crédito de pouca liquidez em títulos mobiliários mais líquidos passíveis de serem negociados no mercado de capitais¹¹. Ao contrário do SFH, o novo sistema a captar recursos no mercado e não dispõe de um *funding* cativo a taxa de juros determinadas.

O SFI foi criado com base na experiência, até então bem-sucedida, do modelo norte-americano de crédito imobiliário, estabelecendo condições para o desenvolvimento de um mercado habitacional do país. O sistema era baseado em mecanismos que permitiriam que operações fossem livremente negociadas e pactuadas e que novos recursos fossem canalizados através do mercado secundário para o financiamento habitacional.

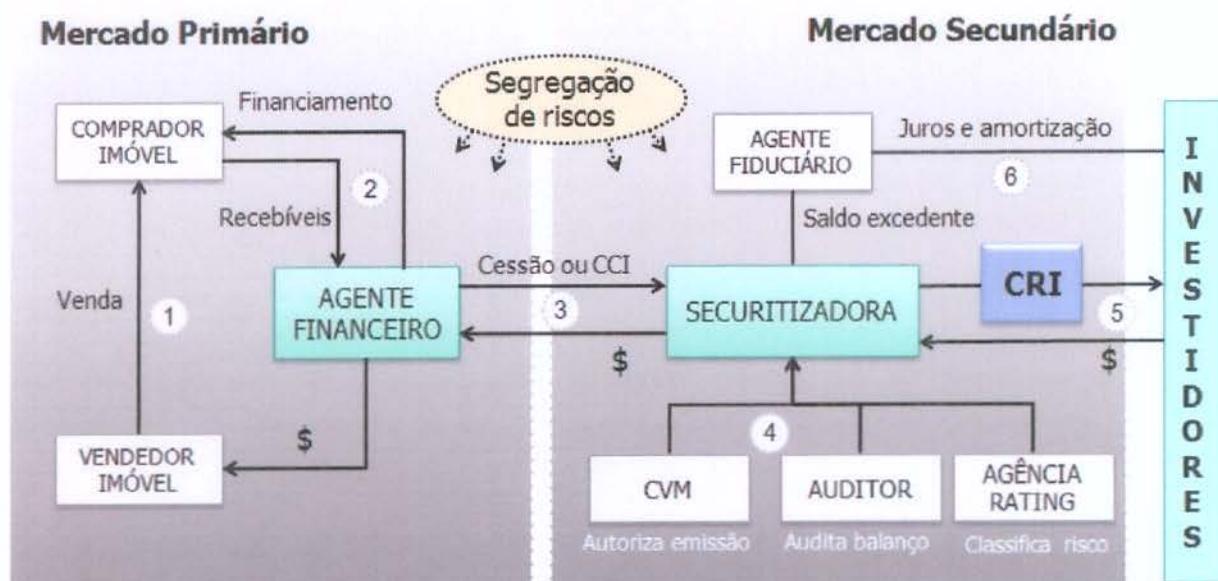
No que concerne ao mercado primário, o SFI difere do SFH por não estabelecer limites de financiamentos ou teto para as taxas de juros cobradas. Tampouco se determinam valores máximos de empréstimos ou valor do imóvel. As operações são livremente contratadas entre as partes, definindo-se um sistema baseado em contratos menos restritos e potencialmente mais atrativos para as instituições originadoras do crédito, no caso, as instituições participantes do SBPE, principalmente os bancos (atualmente são dezesseis bancos atuando no mercado com carteira de crédito imobiliário). Além disso, os recursos podem ser utilizados para a compra do primeiro imóvel, de um segundo imóvel e até de imóveis comerciais.

Uma das principais críticas ao antigo modelo do SFH era justamente o teto de juros a ser cobrado e que eram pouco atrativos aos bancos, uma vez que os mesmos tinham acesso a ativos mobiliários melhor remunerados, como é o caso dos títulos públicos. Num cenário de altas taxas de juros como é caso do Brasil, durante a maior parte do Plano Real, o crédito imobiliário era pouco interessante. Mas mesmo com a criação do SFI, esse entrave não foi resolvido, pois os bancos continuaram a preferir o crédito imobiliário as demais aplicações (ver Gráfico V). Situação que só começa mudar a partir de 2003, com o novo ciclo de crédito e queda das taxas de juros. A nova estrutura institucional do sistema financeiro de habitacional está representada na Figura 1.

¹¹ No Brasil, a primeira operação de securitização foi realizada em 1994 pelo Crefisul utilizando recebíveis de cartão de crédito da Mesbla. Síntese da operação: Mesbla vendia recebíveis de cartão de crédito para Mesbla Trust (SPE) que emitia debêntures e colocava no mercado de capitais.

Os principais instrumentos para a securitização criados junto ao SFI são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e as Cédulas de Crédito Bancário (CCB). A segurança jurídica seria asseguradas com a introdução da alienação fiduciária¹² (FGV Projetos, 2007).

Figura 1: Dinâmica operacional do Sistema Financeiro Imobiliário



Fonte: ABECIP.

De acordo com a Lei nº. 10.931, de 02 de agosto de 2004, poderão emitir Letra de Crédito Imobiliário lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel os bancos comerciais; os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário; a CEF; as associações de poupança e empréstimo e as companhias hipotecárias. A Letra de Crédito Imobiliário poderá ser atualizada mensalmente por índice de preços, desde que emitida com prazo mínimo de 36 meses, sendo que o prazo para o seu resgate poderá ser estabelecido pelo Banco Central.

Já a Cédula de Crédito Imobiliário é emitida por credor de crédito imobiliário, não necessariamente instituições financeiras, podendo ser emitida pelas construtoras e incorporadores. A Cédula de Crédito Bancário é um título que representa um conjunto de créditos imobiliários, que poderá ser emitida por pessoa física ou jurídica, com garantia real ou

¹² Alienação fiduciária em garantia de imóveis é uma forma de garantia em que a propriedade de um imóvel é transferida temporariamente pelo devedor ao credor para garantir uma dívida, retornando a propriedade ao devedor de forma automática com o pagamento integral da dívida.

fidejussória, em favor de instituição financeira, representando o referido título, uma promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito.

Outra alteração institucional foi a introdução do regime de afetação pela Medida Provisória nº. 2.221, de 04 de setembro de 2001, posteriormente contemplada pela Lei nº. 10.931/2004, que separa o terreno e o prédio construído de um empreendimento do patrimônio total da construtora, regime este que, frise-se, é optativo, ficando a critério do construtor adotá-lo ou não. Desta maneira o Patrimônio de Afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros Patrimônios de Afetação por ele constituído, e somente responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação, respectivamente submetida. De acordo com a legislação, em caso de decretação de falência ou insolvência civil da construtora, os patrimônios de afetação constituídos ficarão fora da massa falida. É importante salientar que, as medidas adotadas contribuíram para a redução do nível de inadimplência que é visivelmente menor do que no Sistema Financeiro Habitacional. Em contrapartida o aumento do crédito imobiliário foi verificado principalmente no SFH.

Especificamente ao instrumento legal de securitização do crédito imobiliário cabe ressaltar que os recursos – objeto mesmo do regime fiduciário – constituem patrimônio distintos, que não se confunde com o da companhia securitizadora¹³, mantendo-se separado do patrimônio desta última até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados. Acrescente-se a isso o fato de que os créditos destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais sendo isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora. Também não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores da referida companhia, por mais privilegiados que sejam, só respondendo pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.

A nova regulação criou incentivos fiscais para que as construtoras e incorporadoras optassem pelo regime de afetação. Essas empresas ao fazerem essa opção, para as receitas oriundas do patrimônio de afetação, pagarão 7% da totalidade da receita mensal recebida, como impostos unificados e assim distribuídos: 3% para o Cofins (Contribuição para o Financiamento

¹³ São instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários, emissão e colocação de CRI no mercado de capitais.

da Seguridade Social); 0,65% para o PIS (Programa de Integração Social)/Pasep (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público); 2,2% para o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica; 1,15% para a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

O objetivo da criação do Patrimônio de Afetação era reduzir o risco de falência das construtoras e, por conseguinte, reduzir o risco de crédito para os bancos e, assim, criar mais um mecanismo de incentivo para aumentar a oferta de crédito imobiliário. A nova regulação foi motivada devido a uma séria de falências no setor, sendo o caso mais emblemático o da Construtora e Incorporadora Encol, que em 1995 era a maior construtora do país e a partir desta data começou a passar por dificuldades financeiras culminando com a decretação de falência em 1999.¹⁴

Ainda com relação ao regime de afetação pode-se afirmar que embora represente considerável mitigação de risco numa eventual falência da incorporadora ainda não deslanchou, por falta de interesse das próprias construtoras por terem receio que a comissão de condôminos passe a exercer forte interferência no processo de execução da obra. Também os bancos têm operado com construtoras tradicionais e, portanto, já conhecem o risco do cliente e não vêem necessidade de exigir o patrimônio de afetação, em que só ocorreria com a entrada de novas empresas no mercado imobiliário o que deverá ocorrer com o aquecimento da demanda do setor. Outro fator negativo tem sido a questão tributária. O tributo único de 7% em muitas situações é superior à média de 6,73% quando a incorporadora – construtora – utilizava-se do regime de lucro presumido.

2.2. Análise do Sistema Financeiro Imobiliário

Não obstante todas essas iniciativas sob o ponto de vista da regulação e a criação do SFI, o crescimento do crédito imobiliário na segunda metade dos anos 1990 foi modesto. Logo após a edição das Medidas Provisórias veio a crise russa o que provocou um novo aumento na taxa básica de juros que vinha em processo de redução. Essa alta inviabilizou as possibilidades de securitização de ativos financeiros lastreados em crédito imobiliário, uma vez que tais ativos tinham taxas de, no máximo 12% a.a. mais TR, enquanto que a taxa básica de juros chegou a 43% a.a. Mesmo no SFI onde não havia teto de cobrança de taxas de juros, o cenário de incerteza e altas taxas de juros, os CRI não eram atrativos nem para as instituições financeiras, nem para os

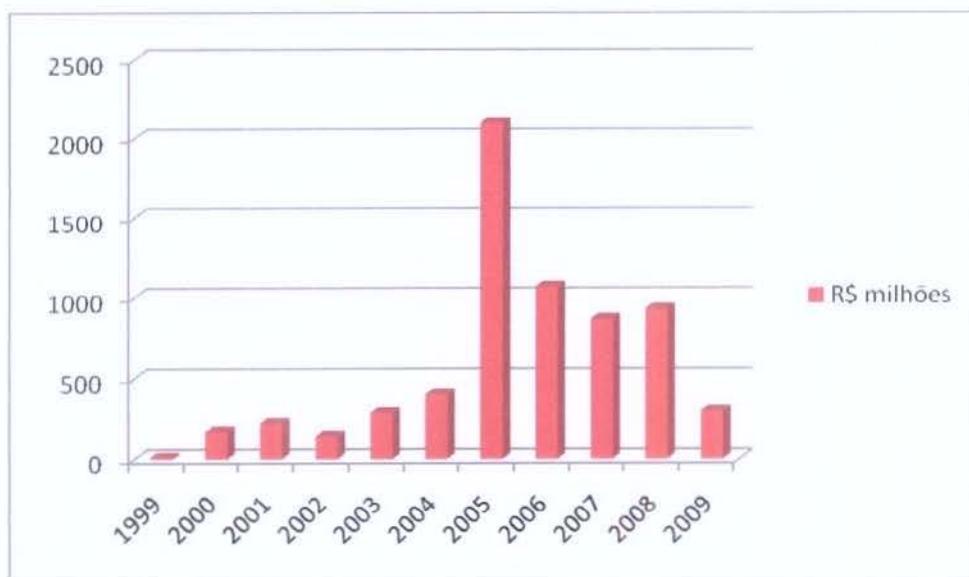
¹⁴ Estima-se que 42.000mil famílias foram vítimas da falência da Encol, que deixou mais de 700 obras inacabadas.

investidores e nem para os mutuários.

Portanto, esse cenário de alta na taxa básica de juros frustrou a expectativa de securitização do crédito imobiliário, que seria uma maneira de gerar liquidez e financiar mais unidades habitacionais. Conforme os dados da Tabela 1, a emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) tem pequena participação no mercado de títulos corporativos. Entre 1997 e 1999, o volume de recursos negociado foi insignificante. O sistema começou a ter mais dinamismo a partir de 2005, conforme pode ser verificado no Gráfico V, justamente o período de queda da taxa de juros (Gráfico III).

Além das poucas emissões do CRI, de acordo com dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os CRI corporativos têm sido a preferência dos investidores, principalmente em volume de operações. Embora nos dois primeiros anos só tenham sido emitidos CRI habitacionais, em 2001, quando houve uma sinalização de recuperação da economia e da renda, a tendência se inverteu e o volume de CRI corporativos passou à frente dos habitacionais. Ainda que a criação do SFI preconizasse um maior dinamismo no crédito imobiliário habitacional, mas também o aumento do mercado imobiliário, gerando empregos e fortalecendo a economia.

Gráfico IV. Volume de emissão de CRI – em milhões de R\$



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários, valores acumulados até Abril de 2009. Elaboração própria

Segundo Alves (2005), além dos aspectos macroeconômicos, a ação governamental incentivando o desenvolvimento da securitização imobiliária, diversos fatores contribuíram para o baixo volume de emissões desses ativos. Os principais motivos para tanto foram: pouco

conhecimento da estrutura de securitização pelo mercado, o complexo ambiente legal que o regula, os elevados custos de estruturação das operações e a carga tributária incidente sobre as mesmas.

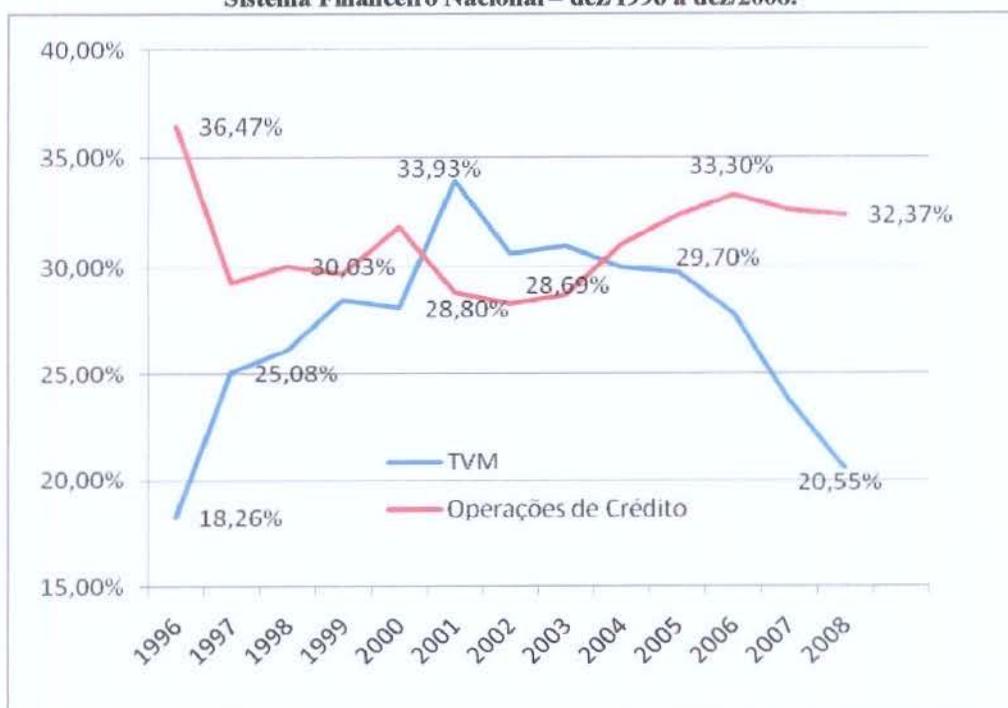
Os investidores institucionais qualificados, para os quais foram inicialmente preconizados e direcionados os CRI, preferem debêntures e notas promissórias aos CRI. Isso ocorre não somente por serem valores mobiliários conhecidos e tradicionais no mercado de capitais brasileiro, mas principalmente pela dificuldade de entendimento do risco associado ao investimento em CRI. Portanto, os investidores acabam optando, por permanecerem em títulos emitidos por corporações individuais que têm como risco um único devedor, cuja capacidade de crédito e risco de *default* podem ser rápida e facilmente avaliadas. Foi também essa característica comportamental dos investidores em CRI que determinou um menor desenvolvimento dos CRI lastreados em recebíveis residenciais (ou habitacionais) pulverizados, de forma contrária àquela almejada pela legislação do SFI, se comparados aos CRI lastreados em créditos corporativos (ou comerciais).

Segundo Paiva & Quinta (2007), o setor imobiliário é amalgamado pelo capital financeiro. Esta relação se torna evidente quando se observa as categorias de ativos que compõem a carteira dos investidores institucionais nos países desenvolvidos – fundos de pensão, das companhias de seguros dos bancos –, onde os ativos de base imobiliária têm uma participação significativa.

No entanto, essa relação não se concretizou no Brasil. Além dos motivos expostos por Alves (2005), os ativos de seguradoras, fundos de pensão, fundos de investimentos mantiveram-se predominantemente em títulos públicos. Esses além de serem livres de risco eram muito bem remunerados. A taxa Selic entre 1997 e 1999 esteve em média acima de 20% a.a., sendo que em outubro de 1997 e outubro de 1998 ultrapassou a 42% (Banco Central, 2009). Não havia, portanto, motivos para que os investidores institucionais optassem por títulos de crédito imobiliário com taxa de juros de 12% a.a. mais TR. Conforme Tabela I, percebe-se que a expansão em outros ativos privados, no mercado de capitais, tais como Debêntures, Ações, Notas promissórias e Fundos de Direito Creditícios (FDIC) sempre registraram valores acima das emissões de CRI. Apenas em 2005, a emissão de CRI aumentou sensivelmente, mas ainda ficando em último lugar no *ranking*.

Somente a partir de 2003 diante conjuntura mais favorável de maior estabilidade e queda da taxa de juros, houve uma entrada maior de capitais no segmento imobiliário. “Várias empresas ligadas à construção passaram a abrir seu capital, colocando ações na Bolsa de Valores (IPOs). Quase 30 empresas já ofertaram ações, mas com o agravamento da crise internacional o valor destes papéis caiu muito e a emissões de IPOs estagnou, pois outras empresas do setor imobiliário ficaram receosas em abrir o capital” (Carneiro, 2009).

Gráfico V. Participação de títulos (%) e operações de crédito nos ativos totais dos 50 maiores bancos do Sistema Financeiro Nacional – dez/1996 a dez/2008.



Fonte: Banco Central do Brasil – 50 maiores bancos. Elaboração própria.

O mesmo aconteceu no mercado primário: a preferência pela liquidez dos bancos escolhendo ativos de maior rentabilidade, menor risco e maior liquidez ficou evidente ao reduzirem a participação das operações de crédito em seus ativos e aumentarem a de Títulos e Valores Mobiliários (TVM), conforme dados da Tabela I. As aplicações por parte dos bancos em operações de crédito só aumentou em relação as aplicações em TVM a partir de 2002, quando as taxas de juros começaram a se reduzir e a economia passou a dar sinais de recuperação. “Além de implicar maior risco de inadimplência nas operações de empréstimos, a prática de altas taxas básicas de juros, ao tornar a aplicação em títulos públicos muito atrativa para os bancos, faz com que o custo de oportunidade envolvido nas operações de crédito seja também muito elevado. Isso faz com que os bancos embutam um prêmio de risco suplementar nas margens cobradas para a

concessão de empréstimos, além de aumentarem o grau de exigências junto aos mutuários, seja sob a forma de colaterais, seja de prazo de pagamento, já que terão como base o retorno obtido a partir da aquisição de papéis do governo, ativos de risco quase nulo e liquidez e remuneração elevadas” (Oliveira e Carvalho, 2007).

Tabela I. Emissões de títulos privados mercado secundário

Ano	Ações	Debêntures	Notas promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,37	1.116,68	0	0
1996	9.171,90	8.395,47	499,35	0	0
1997	3.965,21	7.517,77	5.147,01	0	0
1998	4.112,10	9.657,34	12.903,49	0	0
1999	2.749,45	6.676,38	8.044,00	12,90	0
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70	171,67	0
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24	222,80	0
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	230	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,25	403,08	5.134,65
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55	2.102,32	8.579,13
2006	14.223,02	69.464,08	5.278,50	1.071,44	12.777,40
2007	33.135,84	46.533,79	9.725,50	868,29	9.961,55
2008	32.148,10	37.458,53	25.907,75	930,63	10.220,30
2009	0	4.210,00	3.557,75	298,49	1.420,00
Total:	114.319,21	291.778,17	95.913,52	6.511,40	49.833,03

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

2.3. A expansão do crédito imobiliário a partir de 2003

O ambiente macroeconômico no biênio 2001-2002 sofreu impactos do racionamento de energia, da crise financeira argentina, dos atentados de 11 de Setembro nos EUA. Ademais, diante da incerteza da sucessão presidencial de Fernando Henrique Cardoso, a estratégia dos bancos foi manter as operações de tesouraria com títulos públicos atrelados à Selic (ver Gráfico V) ou à taxa de câmbio. Com isso auferiram lucros recordes e o sistema bancário brasileiro pouco foi afetado pelos choques anteriormente citados. No entanto, essa estratégia trouxe consequências negativas para o crédito imobiliário, agravando ainda mais o quadro de baixo dinamismo que havia se instaurado desde a década de 1990. Como pode ser observado pela Tabela II, em 2001 e 2002 houve retração no financiamento imobiliário, tanto em quantidade de unidades financiadas quanto em volume de recursos. Além da conjuntura macroeconômica desfavorável, é importante lembrar que a CEF¹⁵ alterou seu padrão de atuação a partir de 2001, após o saneamento e capitalização no âmbito do Proef, reduzindo fortemente suas operações em crédito e aumentando

¹⁵ Desde a incorporação do BNH em 1986 a CEF se tornou principal agente do Sistema Financeiro Habitacional, sendo em 2006 responsável por 60% do crédito habitacional.

suas aplicações em títulos públicos.

Ainda com relação à CEF, segundo dados do Banco Central, é possível verificar que instituição vinha reduzindo sua carteira de empréstimos em relação à exigibilidade de 303% em 1994 para 101% a relação aplicações/exigibilidade em 2000. Atingiu seu nível mais baixo em 2003 (49,9%). Apesar do saneamento da carteira da CEF, essas instituições públicas ainda eram responsáveis pela maior parte do financiamento habitacional no país.

A partir de 2003, já no governo de Luis Inácio Lula da Silva, a estabilidade dos preços com a expansão do emprego deu origem a um clima de otimismo viabilizando um novo ciclo de crédito. A ampliação da massa real de salários cujas taxas de variação anual se tornam positivas ao final de 2004 e superam 5% justamente no momento de maior aceleração do crédito imobiliário. Entre 2003 e 2004 houve um aumento de 47,55% nas unidades financiadas (Tabela II). Pela base de financiamento, a arrecadação do FGTS cresce mais de 60% entre 2003 e 2007 (Cintra, 2007).

O potencial de crescimento do crédito pessoal e as expectativas de redução da taxa básica de juros (reduzindo os ganhos com operações de tesouraria) levaram os bancos a aumentarem a concessão de crédito e explorarem novos nichos de mercado. Foi o caso dos créditos para pessoa física em novas modalidades como consignado em folha de pagamento, créditos para aquisição de veículo e crédito imobiliário.

Tabela II. Unidades Financiadas

Anos	Unidades Financiadas		Em R\$ Milhões	
	Nº Unidades	% no Ano	Valor	% no Ano
2000	36.355	3,48%	1.916,40	16,00%
2001	35.768	-1,61%	1.870,22	-2,41%
2002	28.932	-19,11%	1.768,42	-5,44%
2003	36.480	26,09%	2.217,67	25,40%
2004	53.826	47,55%	3.002,26	35,38%
2005	61.121	13,55%	4.852,04	61,61%
2006	113.873	86,31%	9.340,29	92,50%
2007	195.900	72,03%	18.282,66	95,74%
2008	299.685	52,98%	30.032,34	64,27%

Fonte: ABECIP. Consultado em 26.05.2009.

Portanto, no que concerne ao crédito imobiliário, a elevação da oferta por parte dos

bancos deveu-se muito mais em decorrência da melhoria dos indicadores macroeconômicos e surgimento de um novo ciclo de crédito, do que consequência das alterações regulatórias e mecanismos do próprio modelo de financiamento habitacional no Brasil, iniciadas na década de 1990. Além disso, conforme Carneiro (2009) a população brasileira passou por um processo de envelhecimento, com o controle das taxas de natalidade. As pessoas entre 25 e 40 anos são consideradas potenciais compradoras de imóveis como a primeira casa, ou a troca por uma habitação maior, de melhor qualidade ou mais bem localizada.

Emprego e renda em ascensão acabam depois de algum tempo se refletindo – desde que o movimento seja sustentado e a taxas altas – em elevação da demanda por crédito habitacional. Afinal de contas, a demanda reprimida neste setor é difícil de ser exagerada dado o déficit habitacional. Mas conforme Tabela II, nota-se que o crescimento dos valores financiados entre 2003 e 2008 superou de longe o crescimento do número de unidades financiadas: enquanto o número de unidades cresceu 821% (passando de 36.480 para 299.685) o valor financiado cresceu 1.354 % (passando de R\$ 2,2 bilhões para R\$ 30 bilhões). O valor médio da unidade financiada aumentou de R\$ 60.791,14 em 2003 para R\$ 100.213,00 em 2008, indicando que o aumento do crédito imobiliário foi direcionado às classes médias e altas.

Considerando-se que um imóvel de R\$ 100 mil está acima da capacidade de pagamento de uma família com renda entre 2 e 5 salários mínimos, onde se concentra 90% do déficit habitacional, entende-se que o SFH não tem sido efetivo em atender a população mais carente. Por outro lado, analisando-se as aplicações do crédito imobiliário, nota-se que o financiamento a taxas de mercado (SFI) reduziu a partir de 2001 enquanto que o do SFH aumentou. Isso mostra que o crédito imobiliário no Brasil ainda é muito dependente dos recursos obrigatórios e não tem cumprido seu papel de atender a população mais carente.

Analisando-se os dados dos coeficientes de aplicação e exigibilidade em financiamentos habitacionais percebe-se que enquanto o coeficiente total é declinante no período de 2000 a 2002 (conforme Gráfico VI, o índice cai de 65,59% em 2000 para 49,25 no final de 2002), houve um aumento do coeficiente de cumprimento de exigibilidade a taxas de mercado, ou seja, com recursos livres, em contrapartida, o coeficiente de exigibilidade com recursos do SFH também se reduz no período indicado (2000 a 2002) somente voltou a crescer em 2003, quando iniciou-se o novo ciclo de crédito. No Gráfico VI fica evidente que quando o coeficiente de exigibilidade com

recursos do SFH cai, o mesmo coeficiente com recursos livres aumenta e vice-versa.

Os Gráficos VII e VIII apresentam o volume de crédito habitacional e total. É notável que, em relação ao crédito total, o crédito habitacional não só não cresceu como declinou a partir de 2001, o que confirma que apesar do aumento do número de unidades financiadas nos últimos anos (ver Tabela II) ter de fato aumento, esse crescimento esteve a reboque do crédito total. Levando-se em consideração (Gráfico VI) o coeficiente de aplicações em financiamentos habitacionais efetivos e a exigibilidade, percebe-se que os bancos não ofertam crédito imobiliário. Ao contrário, buscam expandir o crédito de forma geral, mas mantendo suas exigibilidades de crédito imobiliário no estrito limite.

Gráfico VI. Aplicações em financiamentos habitacionais efetivos e aplicações/exigibilidades (%)



Fonte: Banco Central do Brasil – Estatísticas sobre SFH. Elaboração própria.

Notas:

1) Exigibilidades: 65% do menor dos dois: 1) Média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança do mês sob referência, ou, 2) a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos 12 meses antecedentes ao mês sob referência;

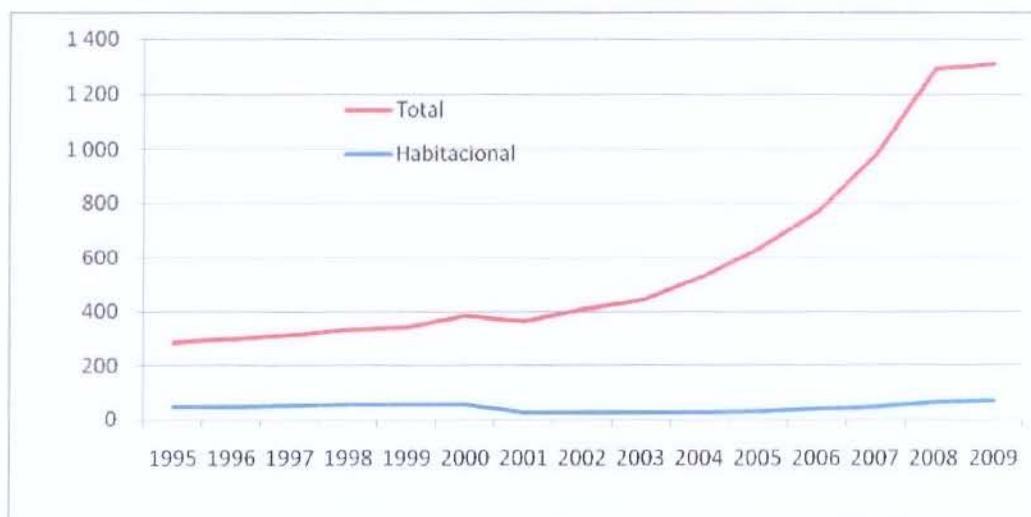
(2) Financiamentos habitacional. a taxas de mercado inclui: Fin. Aquis., Construção e reforma de habitação, produção de imóveis resid., desembolsos futuros, financ. compromissados, aquisição de mat. construção e cartas de crédito formalizadas;

(3) Financ. efetivos no âmbito do SFH abrange: Financ. para aquisição, para produção, desembolsos futuros, financiam. compromiss., aquisição de mat. const., cartas de crédito formalizadas.

Ao contrário do que se imaginaria a princípio, o volume de crédito habitacional impacta negativamente nos volumes de concessão total, tendo em vista que desde 2000 até 2005 o volumes de crédito habitacional diminui, ao contrário do crédito total que apresentou um crescimento sustentado até meados de 2008. Portanto, “as políticas específicas de incentivos à

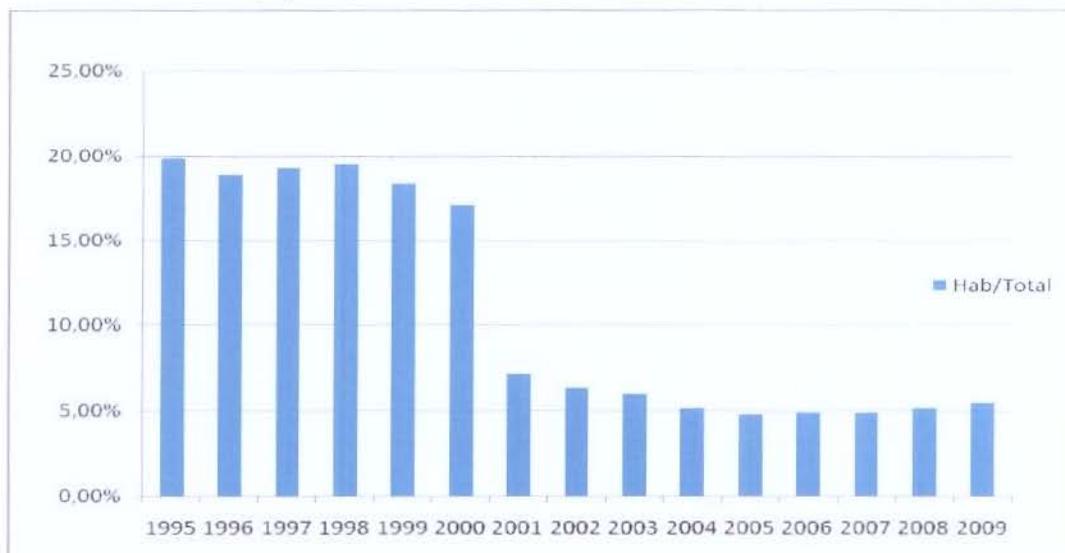
expansão dos volumes de financiamento imobiliário devem ser criadas, independentemente da tendência expansionista do mercado de crédito total” (Costa, 2005).

Gráfico VII. Volumes de crédito habitacional crédito total – em R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Gráfico VIII. Participação do crédito habitacional no total de crédito concedido – R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Conclusão

Esta monografia tem como objetivo apresentar um panorama do crédito imobiliário no Brasil, desde a criação do Sistema Financeiro da Habitação e mais recentemente a criação do Sistema Financeiro Imobiliário, bem como a retomada do crescimento do crédito imobiliário a partir de 2003, que desde o início da década de 1980 e parte da década de 1990, encontrava-se estagnado.

A análise do crédito imobiliário, entre a criação do SFH até meados dos de 1990, percebeu-se que o sistema, embora tenha num período inicial coberto até 70% da demanda por habitação, por problemas estruturais do próprio sistema e por fatores externos, macroeconômicos mostrou-se insustentável com o decorrer dos anos.

Uma grande deficiência do SFH foi sua incapacidade de atingir as populações de baixa renda, essas permaneceram sem acesso ao crédito. Os sucessivos planos econômicos, reajustando o valor das prestações com índices inferiores aos dos reajustes dos saldos devedores criou um gargalo no fluxo de caixa impedindo que os recursos aplicados pudessem voltar ao mercado para novos financiamentos. A criação do FCVS, que a princípio seria para reduzir os riscos decorrentes da inflação, acabou criando o enorme déficit para o Fundo que foi assumido na grande maioria pelo Tesouro Nacional, ou seja, a sociedade como um todo pagou para que poucos adquirissem casa própria a custos baixos. Com a extinção do FCVS e alteração dos planos de reajuste das prestações nos mesmos índices do saldo devedor, associado às altas taxas de juros, após Plano Real, houve aumento nos níveis de inadimplência, contribuindo para reduzir a oferta de crédito setorial.

Não seria exagero afirmar que fatores externos levaram à crise do modelo. Uma parte substantiva da crise do SFH pode ser atribuída a uma excessiva intervenção estatal. As sucessivas alterações nas regras de correção dos termos contratuais e a ação do Judiciário no sentido de proteger os mutuários, em vez de favorecer os credores, acabou por introduzir limitações no funcionamento do mercado e elevar a percepção de risco das instituições financeiras, configurando claramente o que se costuma conhecer como restrição de crédito. É fácil compreender que as fragilidades inerentes ao SFH seriam exacerbadas em qualquer cenário de aceleração inflacionária e de queda da renda real. Isso aconteceu efetivamente a partir do aprofundamento da instabilidade macroeconômica nas décadas de 1980 e 1990 (FGV Projetos,

2007).

Frente a esse cenário bastante desfavorável, buscaram-se mecanismos para contornar a crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que baseado no modelo norte-americano, tentou criar um mercado secundário para os ativos financeiros lastreados no crédito imobiliário, não estabelecendo limites de financiamento ou teto para cobrança de taxas de juros. Mas o SFI não se desenvolveu como o esperado, pelo contrário a maior parte dos financiamentos imobiliários continuou sendo efetivado no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários habitacionais, além de pouco emitidos, foram sendo preteridos por CRI corporativos, sendo utilizados para financiarem edifícios comerciais, industriais, *shoppings centers*, favorecendo a construção civil, mas não necessariamente o crédito para a habitação (Alves, 2005).

As altas taxas de juros ao longo do Plano Real, que só começaram a ceder a partir de 2003, podem ser consideradas um dos principais fatores restritivos ao crédito imobiliário, uma vez que os bancos e os investidores em geral, em um cenário de incerteza como se verificou no pós-Real procuraram ativos mais líquidos e seguros como os títulos públicos, que chegaram a ser remunerados em 42% a.a. . As operações de crédito só começam a aumentar efetivamente a partir de 2003, quando houve uma recuperação da massa real de salários, associada a queda dos juros e da inflação, bem como a retomada do crescimento econômico e do comércio internacional.

Mas apesar do alarde da mídia em afirmar que era chegada hora e a vez do crédito imobiliário, analisando-se a trajetória de crescimento do crédito habitacional em relação ao crédito total, verifica-se uma queda acentuada desde a criação do Emgea, que ao contrário do que se imagina não se inverteu nos últimos anos. O coeficiente de crédito habitacional e crédito total que chegou a ser de 20% em 1995 está atualmente em torno de 5%. Mesmo com o recente ciclo iniciado em 2003, essa tendência não se alterou até meados de 2006, e mesmo a recuperação desde então é muito tímida para ser considerada.

Conclui-se que a despeito de todas as alterações regulatórias a partir da década de 1990, e o recente crescimento do crédito em geral, o modelo de financiamento habitacional no Brasil ainda é extremamente regressivo. A maior parte dos recursos disponibilizados (seja por repasse ou incentivos fiscais) a título de subsídios concentra-se nos sistemas do SBPE e FGTS, que

teoricamente deveriam priorizar o atendimento da população que ganham até 5 salários mínimos, faixa de renda onde se concentra 90% do déficit habitacional. Mas ao contrário, o sistema financeiro habitacional consegue atender apenas as família com rendimento acima de 5 salários mínimos, ou seja, 20% da população. Nesse sentido, infelizmente, ele não tem contribuído para diminuir a desigualdade social no país, marcado pela pobreza e informalidade, principalmente nos grandes centros urbanos, onde as favelas se multiplicam em escala exponencial. Em 2006 o número de domicílios considerados favelas era de aproximadamente 1.972.012 (FGV Projetos, 2006).

O presente trabalho conclui, portanto, que a escassez de oferta e excesso de demanda de crédito imobiliário no Brasil vem se perpetuando, mesmo depois das alterações regulatórias iniciadas da década passada e da recente expansão do crédito. Entre as medidas que poderiam ser adotadas para alavancar o crédito imobiliário estão a maior intervenção no *modos operandi* do mercado, direcionando-o ao atendimento das classes mais baixas, criando novas modalidades de financiamento do FGTS e mecanismos que ampliem as garantias de empréstimos para populações de baixa renda.

Entretanto, qualquer que sejam as medidas que se pretendam implementar com vistas a desenvolver o crédito imobiliário no Brasil, passam necessariamente por um ambiente macroeconômico estável, principalmente no que concerne as taxas de juros, tendo em vista que o mercado de crédito deve ser atrativo para as instituições financeiras, estimulando a competitividade e o surgimento de novos agentes especializados em nichos de mercados. Como a população de baixa renda dificilmente será encarada enquanto público-alvo viável da maior parte dos agentes financeiros e do mercado imobiliário, é imprescindível que esta população seja atendida através de iniciativas públicas, enquanto política de habitação.

Referências Bibliográficas

- ALVES, Paulo Roberto Rodrigues - *O Desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e a securitização de recebíveis imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro*. Monografia, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2005.
- ANDREZO, Andrea Fernandes e Iran Siqueira Lima. *Mercado Financeiro. Aspectos Históricos e conceituais*. São Paulo – Pioneira. 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional. Disponível no site: <http://www3.bcb.gov.br/normativo/prepararPesquisa.do?method=prepararPesquisa>. Consultado em 22.05.2009
- _____. Fundos. Disponível no site: <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/FinPub/cap3p.pdf>. Consultado em 16.05.2009
- _____. Sistema Financeiro de Habitação. Dados estatísticos. Resumo. Disponível no site: <http://www.bcb.gov.br/fis/SFH/port/est2008/12/Resumo.pdf>
- _____. COPOM Juros. Disponível no site: <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>). Consultado em 27.05.2009
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Projetos de Estudos sobre as *Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o papel dos Públicos*. Relatório 1 do Subprojeto de Pesquisa Mercado de crédito bancário. Convênio com Fundação de Economia de Campinas (FECAMP), 05/2009.
- COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. Ofertas públicas de CRI's. Disponível no site www.cvm.org.br
- COSTA, Ana Carla Abrhão. *Mercado de Crédito: uma análise Econométrica dos volumes de Crédito Total e Habitacional no Brasil*. Trabalho para discussão 87, Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil. Novembro/2004.
- FREITAS, Maria Cristina Penido. Projeto de pesquisa: *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Sub Projeto VIII. Crédito Bancário no Brasil. Relatório I Transformações institucionais do Sistema Bancário Brasileiro*. 2007a.
- _____. Subprojeto VIII. Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais *Relatório I: Transformações institucionais do Sistema Bancário Brasileiro – 2007b)*
- FGV Projetos. *O Crédito Imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2007.
- OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CARVALHO, Carlos Eduardo. *O componente “custo de oportunidade” do spread bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana*. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v.16, n.3 (31), p 371-404, dezembro de 2007.
- OLIVEIRA, Giuliano Contento de. *Crédito bancário no Brasil no período recente (2003-2006): uma abordagem pós-keynesiana*. Trabalho apresentado do I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (2008).

PAIVA, Cláudio Cesar de & QUINTO Jr, Luiz de Pinedo. *Estabilidade macroeconômica, novos investimentos e o mercado imobiliário brasileiro*. VII Seminário Internacional da Latin America real Estate Society (LARES), 25/26 de outubro de 2007, São Paulo, Brasil.

ROSSBACH, Ana Cláudia Marinheiro Centeno. *Financiamento Habitacional no Brasil*. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (Dissertação de Mestrado) 2005.

TESOURO Nacional. *Dívida Pública*. Disponível no site: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/FCVS_historico.pdf. Consultado em 16.05.2009.