

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**LUÍS HENRIQUE VEIT**

**CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UMA ANÁLISE DO MODELO BRASILEIRO EM  
COMPARAÇÃO COM OS MODELOS INTERNACIONAIS.**

**Porto Alegre**

**2012**

**LUÍS HENRIQUE VEIT**

**CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UMA ANÁLISE DO MODELO BRASILEIRO EM  
COMPARAÇÃO COM OS MODELOS INTERNACIONAIS.**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia modalidade Profissionalizante, com ênfase Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

**Porto Alegre**

**2012**

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis Wiebbelling do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

V428c Veit, Luís Henrique

Crédito imobiliário : uma análise do modelo brasileiro em comparação com os modelos internacionais / Luís Henrique Veit. – Porto Alegre, 2012.  
95 f. : il.

Orientador: Ronald Otto Hillbrecht.

Ênfase em Economia Aplicada.

Dissertação (Mestrado profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2012.

1. Mercado imobiliário. 2. Financiamento habitacional. 3. Crédito imobiliário.  
4. Política habitacional. I. Hillbrecht, Ronald Otto. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.774

**LUÍS HENRIQUE VEIT**

**CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UMA ANÁLISE DO MODELO BRASILEIRO EM  
COMPARAÇÃO COM OS MODELOS INTERNACIONAIS.**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia modalidade Profissionalizante, com ênfase Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 14 de maio de 2012.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

---

Prof. Dr. Stefano Florissi  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

---

Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

---

Prof. Dr. Milton André Stella  
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUCRS

## **AGRADECIMENTOS**

*Aos professores e demais funcionários do curso de Mestrado Profissionalizante em Economia Aplicada, PPGE – UFRGS, pela dedicação, competência e conhecimentos transmitidos.*

*Ao professor orientador, Dr. Ronald Otto Hillbrecht, pela orientação no desenvolvimento desta dissertação.*

*Aos colegas que se tornaram grandes amigos, e que pude partilhar deste curso de mestrado, por todos os momentos que passamos juntos, dentro e fora da sala de aula.*

*Em especial, agradeço ao colega e amigo Alexandro Bonatto pelo apoio incontestável.*

*Aos meus familiares pelo amor e apoio e que souberam entender a minha ausência ao longo do curso.*

## RESUMO

O sonho da casa própria é acalentado em todas as sociedades, sem importar as raízes culturais ou sociais. A questão é que a concretização desse sonho, normalmente a maior aquisição das pessoas ao longo de toda sua vida, envolve fatores ou recursos que nem sempre estão à disposição. Portanto, são necessários mecanismos que permitam esta aquisição, tais como o financiamento imobiliário. Esse trabalho espera trazer alguma luz sobre essa oportuna discussão. Nossa proposta é apresentar alguns exemplos de sociedade que conseguiram equacionar a problemática dos recursos financeiros, bem como tentar apresentar propostas de adequação ao modelo atual, as quais poderiam ser adotadas em nosso país.

**Palavras-chaves:** Real Estate. Crédito. Sistema financeiro. Financiamento imobiliário. Assimetria de informações.

## **ABSTRAT**

The dream of home ownership is cherished in all societies, regardless of cultural or social roots. The point is that the realization of this dream, usually the biggest purchase of people throughout his life, involves factors or resources that are not always available. So, mechanisms are needed to possibility this acquisition, such as housing finance. This work hopes to bring some points on this timely discussion. Our proposal is to present some examples of societies that have managed to equate the issue of financial resources as well as trying to present proposals to adapt to the current model, which could be adopted in our country.

**Keywords:** Real Estate. Credit. Financial System. Real Estate Financing. Asymmetric Information.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1</b>	Agentes do Mercado Imobiliário.....	22
<b>Figura 2</b>	Modelo de Depósitos de Poupança .....	23
<b>Figura 3</b>	Estrutura Básica Contrato de Poupança Prévia.....	27
<b>Figura 4</b>	Estrutura Básica de Títulos Hipotecários.....	40



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DA CIBRASEC .....</b>	<b>72</b>
--	-----------

## LISTA DE SIGLAS

**ABECIP** - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança

**BACEN** - Banco Central do Brasil.

**BEA** - Bureau of Economic Analysis

**BNDES** - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

**BNH** - Banco Nacional de Habitação

**CCI** - Cédulas de Crédito Imobiliário

**CEF** - Caixa Econômica Federal

**CRI** - Certificado de Recebíveis Imobiliários

**EMF** - European Mortgage Federation

**FAT** - Fundo de Amparo ao Trabalhador

**FGTS** - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

**FGV** – Fundação Getúlio Vargas

**FII** – Fundo de Investimento Imobiliário

**IBGE** - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

**IPEA** – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

**LCI** - Letras de Crédito Imobiliário

**PIB** - Produto Interno Bruto

**SBPE** - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

**SFI** - Sistema Financeiro Imobiliário

**SFN** – Sistema Financeiro Nacional

**SNHIS** - Sistema Nacional da Habitação de Interesse Social

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>– O CRÉDITO IMOBILIÁRIO: CONCEITOS, MODELOS E EXPERIÊNCIAS MUNDIAIS</b>	<b>17</b>
2.1	“Real State Economics”	17
2.2	Depósitos de poupança	23
2.3	Contratos de poupança prévia	25
2.4	Bancos habitacionais públicos	34
2.5	Títulos hipotecários	36
2.6	Mercado secundário de hipotecas	40
<b>3.</b>	<b>– O MODELO DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL</b>	<b>46</b>
3.1	Histórico	46
3.2	Os fundos para-fiscais	55
3.2.1	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS	55
3.2.2	Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT	60
3.3	O Sistema brasileiro de depósitos de poupança – SBPE	60
3.4	O Sistema de financiamento Imobiliário – SFI	64
<b>4</b>	<b>– FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL: PROPOSTAS PARA UM MODELO MAIS EFICAZ</b>	<b>69</b>
4.1	– Demanda total VS. Demanda Efetiva	69
4.1.1	Capacidade de pagamento	70
4.1.2	Bureaus de crédito e histórico de pagamento	74
4.1.3	Cadastros Negativos	75
4.1.4	Monitoramento	75
4.1.5	Relações de Longo Prazo com o Cliente	76
4.1.6	Garantias oferecidas	79
4.2	Lado da Curva de Oferta: como ampliar a oferta de crédito	81
4.2.1	O papel do sistema financeiro	82
4.2.2	Especialização das entidades emissoras de crédito imobiliário	82
4.2.3	Ampliação das fontes do crédito imobiliário	83
4.2.4	Ajuste dos marcos regulatórios:	84
4.2.4.1	Contratos de Dívida	85
4.2.4.2	Cláusulas Restritivas (“covenants”)	86
4.3	Considerações Finais	88
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>89</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>91</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O presente estudo situar-se-á na área de Economia Monetária e Financeira, analisando e comparando as diferentes formas de crédito existentes, tendo como foco o crédito imobiliário, em especial na composição do crédito no mercado imobiliário.

O “sonho da casa própria” é acalentado em todas as culturas e em todas as épocas. O desejo humano por um abrigo que possa ser chamado de “seu” é verificado tanto nas sociedades ocidentais quanto nas orientais. Por motivos óbvios, a construção ou a compra de um imóvel envolve uma grande necessidade de recursos já que a posse de qualquer tipo de espaço físico implica em custos crescentes na sociedade moderna.

Em função do grande desencaixe necessário para a realização do sonho, as famílias precisam ter a sua disposição opções de “funding” seja através de recursos estatais ou privados.

Em se tratando de uma realidade extremamente desigual como a brasileira, onde grande parte das famílias tem uma capacidade de poupança muito limitada, o desafio da implementação de canais de recursos suficientes para empréstimos com pagamentos programados para o longo prazo (de 15 a 30 anos).

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios- Pnad<sup>1</sup> 2009, no Brasil há um déficit habitacional de 9,3% do total das famílias brasileiras, formado por uma população alojada inadequadamente em favelas ou coabitando moradias. Grande parte desta população vive na mais absoluta informalidade e amplamente desprovida de infraestrutura urbana, com dificuldade de acesso a serviços públicos de educação, transportes e saúde.

Cabe ressaltar que grande parte desta população esta inserida em

---

<sup>1</sup> A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios - PNAD investiga anualmente, de forma permanente, características gerais da população, de educação, trabalho, rendimento e habitação. É realizada e divulgada pela IBGE.

comunidades caracterizadas por pobreza e miséria, muitas vezes com ambientes marcados pela criminalidade e pela insegurança.

Outro dado importante é que o Brasil tinha 11,42 milhões de pessoas morando em favelas, palafitas ou outros assentamentos irregulares em 2010. O número corresponde a 6% da população do País, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) na publicação Aglomerados Subnormais, baseada em dados do último Censo. Só a Região Metropolitana de São Paulo, com 2,16 milhões de pessoas vivendo em favelas, responde sozinha por 18,9% de toda a população em submoradias.

A comparação com levantamento realizado há 20 anos indica que quase dobrou a proporção de brasileiros que moram nessas áreas, com precariedade de serviços públicos essenciais ou urbanização fora dos padrões. Em 1991, 4,48 milhões de pessoas (3,1% da população) viviam em assentamentos irregulares, número que aumentou para 6,53 milhões (3,9%) no Censo de 2000. É sabido que uma residência seja ela uma casa ou um apartamento representa um investimento bastante elevado para qualquer família, em especial para as de baixa renda. Sendo assim, as instituições financeiras tradicionalmente trabalham para atender somente a demanda de famílias com rendimentos mais elevadas, menos voláteis e preferencialmente, inseridas no mercado formal de trabalho.

O déficit habitacional brasileiro deixa claro que o setor de construção residencial ainda não tem estrutura suficiente para dar conta das necessidades de moradia do país.

A PNAD de 2009 quantificou este déficit em cerca de 5,8 milhões de famílias, sendo que 84% referem-se a famílias com rendimentos inferiores a 3 salários mínimos. Este déficit configura uma demanda potencial por novas habitações ou por melhorias nas habitações existentes que, a cada ano, se soma a uma demanda adicional superior a 150 mil novas famílias desatendidas. O efeito está propagado no crescimento das favelas e na multiplicação tanto das habitações impróprias quanto no número de unidades habitadas por mais de uma família.

É curioso perceber que apesar do déficit doméstico o crédito imobiliário tem experimentado crescimento significativo em diversos países nos últimos anos, pautado em diversos fatores, entre os quais se destacam a estabilidade financeira, o aumento da competição entre os participantes do mercado, a inovação de instrumentos financeiros e as medidas de liberalização adotadas em várias jurisdições.

Devido ao elevado valor relativo dos bens imobiliários, sua compra é naturalmente vinculada à necessidade de um financiamento de longo prazo, sem o qual muito dificilmente a mesma se concretizará. Assim, a aquisição da chamada “casa própria” passou a ser um privilégio de poucos no Brasil, gerando a atual situação de “gap” entre a demanda por moradia e a oferta de crédito para financiá-las.

O mesmo se observa no Brasil onde o mercado imobiliário cresceu, em 2010, 11,6%, o equivalente a 4,1 pontos percentuais acima dos 7,5 do Produto Interno Bruto (PIB) nacional, segundo mostra uma pesquisa realizada pela Associação dos Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário do Rio (Ademi-RJ) com base em dados do IBGE e da Fundação Getúlio Vargas (FGV). A aceleração acima do PIB deverá se manter em 2011 (ainda não há dados atualizados), com o setor crescendo 5,5% contra uma previsão do PIB abaixo de 4% (segundo estimativas do mercado até setembro de 2011).

Segundo o Banco Central de 2009 para 2010, o crédito imobiliário cresceu de R\$ 49,6 bilhões para R\$ 83,1 bilhões (67,5%). A estimativa é de que, em 2011, chegue a R\$ 115 bilhões, alta de 38,4%. Pela primeira vez na história, o número de unidades financiadas naquele ano passou de um milhão, foi de 1,052 milhão, contra 670 mil em 2009. Do total, em 2011, 631 mil unidades foram financiadas com recursos do FGTS e 421 mil pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE<sup>2</sup>). No primeiro trimestre de 2011, o total de imóveis financiados foi de 306 mil, e a estimativa é de que este número chegue a 1,2 milhão no ano.

---

<sup>2</sup>SBPE será melhor abordado a seguir neste trabalho.

Contudo, apesar da expansão demonstrada, podemos afirmar que a discussão sobre a estrutura do crédito imobiliário no Brasil ainda deve ser aprofundada, pois são diversos os obstáculos que nos separam dos volumes verificados em países desenvolvidos e adequados à nossa demanda corrente.

Trata-se de um setor onde o Brasil apresenta grande lacuna entre a necessidade da população e a oferta de crédito adequado, ainda mais se levarmos em consideração que ainda estamos nos recuperando dos efeitos da crise iniciada em 2008<sup>3</sup> exatamente no mercado de crédito imobiliário americano.

E mesmo nas esferas mais abastadas, os modelos de financiamento habitacional encontram desafios e limitações que requerem continuamente revisões e aperfeiçoamentos quanto a mecanismos de atendimento e principalmente com relação à fonte de recursos.

Sendo assim, o que dizer das famílias que se encontram à margem do mercado bancário, desprovidas de recursos e de meios formais para alavancá-los?

De que forma um país pode desenvolver mecanismos que permitam acesso à moradia adequada a toda sua população? De que forma é possível alocar eficientemente os recursos disponíveis para o crédito imobiliário? Quais são as experiências internacionais e o que elas podem ensinar ao Brasil?

Este trabalho se propõe a responder essas perguntas a partir de uma reflexão sobre a realidade brasileira, apresentando propostas voltadas ao desenho de um mercado imobiliário mais eficiente.

Buscando uma análise mais crítica do modelo de crédito imobiliário praticado no Brasil, consideramos necessário discorrer e compreender outros sistemas de financiamento em âmbito internacional, mesmo porque ao longo da pesquisa foi possível identificar na realidade brasileira a existência de vários mecanismos presentes em outros países.

---

<sup>3</sup>Existe certa controvérsia entre os autores sobre o início da crise imobiliária americana. Entretanto para fins deste estudo consideraremos o ano de 2008 em função da “quebra” do Banco Lehmann Brothers.

Especificamente no primeiro capítulo estão abordados os principais modelos de crédito imobiliário presentes no mundo atual: sistema de depósitos de poupança, contratos de poupança prévia, títulos hipotecários, bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas. Este capítulo aborda a teoria econômica que faz referencia ao mercado imobiliário. Além disso, contextualiza o tema em estudo, no âmbito internacional, caracterizando as principais experiências e modelos desenvolvidos em outros países com resultados significativos quanto aos financiamentos imobiliários, buscando avaliar principalmente as fontes de recursos, participação do Estado bem como a abrangência no atendimento da demanda.

O Segundo Capítulo trata do modelo brasileiro, desde a origem do crédito imobiliário passando pela evolução e fortalecimento do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) no país. Neste capítulo serão descritos os principais instrumentos de financiamento imobiliário utilizado, bem como suas características. É apresentado o histórico de criação do Sistema Financeiro de Habitação e os problemas e resultados positivos existentes em relação à ampliação do crédito imobiliário. Também é, analisada a participação estatal até o momento, as necessidades ainda não atendidas e seus impactos econômicos e sociais.

No Terceiro Capítulo, são realizadas as análises dos principais gargalos estruturais entre a demanda por crédito (decorrente do déficit habitacional) e oferta de crédito (restrita pelo funcionamento do mercado primário e secundário e também pela capacidade de pagamento dos tomadores) no Brasil. É descrita a relação do modelo de crédito imobiliário com o déficit habitacional brasileiro. Além disso, são apresentados possíveis ajustes que contribuiriam para a diminuição dos problemas do déficit habitacional. Parte destes ajustes encontra abrigo no âmbito da teoria microeconômica da assimetria de informações.



## 2 O CRÉDITO IMOBILIÁRIO: CONCEITOS, MODELOS E EXPERIÊNCIAS MUNDIAIS.

Ao longo da história devido à necessidade de moradia, as sociedades desenvolveram diversos modelos de crédito imobiliário, os quais foram sendo criados considerando as peculiaridades existentes nas diferentes épocas e países, inclusive com alguns adquirindo especificidades próprias.

Neste capítulo será analisada a parte da teoria econômica que se dedica ao estudo do funcionamento do mercado imobiliário (“real state economics”) e os principais modelos de financiamentos existentes nas economias mundiais objetivando proporcionar uma adequada compreensão sobre suas principais regras, agentes envolvidos e suas funções.

Importante destacar que a principal distinção entre os sistemas está na origem dos recursos (modelo de “*funding*”<sup>4</sup>) e nos prazos para a concessão do crédito imobiliário. Portanto, os principais e mais utilizados modelos na economia mundial serão objeto de estudo neste trabalho, destacando: depósitos de poupança, contrato de poupança prévia, títulos hipotecários (“*covered bonds*”<sup>5</sup>), bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas.

### 2.1 “Real State Economics”

“Real State Economics” é a aplicação de técnicas econômicas para explicar o funcionamento dos mercados imobiliários. Ela tenta descrever e prever os padrões de preços, oferta e demanda deste tipo de ativos.

Os principais participantes no mercado imobiliário são:

- **Proprietário/Usuário** - Essas pessoas são os proprietários, assim como comerciantes ou empresários. Eles compram casas ou imóveis comerciais como um investimento e também para morar

---

<sup>4</sup> Funding significa origem dos recursos que serão utilizados numa operação financeira.

<sup>5</sup> Covered bonds são títulos bancários utilizados na captação de recursos financeiros.

ou utilizar como um negócio.

- **Proprietário** – Esses agentes são investidores puros. Eles não consomem o ativo comprado. Normalmente eles alugam ou arrendam o imóvel para outra pessoa.
- **Inquilino** - Esses agentes são consumidores puros.
- **Desenvolvedores** - Esses agentes preparam imóveis para a construção, resultando num novo produto para o mercado.
- **Facilitadores** - Incluem bancos, corretores imobiliários, advogados e outros agentes que promovem a compra e venda de imóveis.

O proprietário/usuário, locatário compreendem o lado da demanda do mercado, enquanto os desenvolvedores compreendem o lado da oferta. A fim de aplicar a análise simples de oferta e demanda para mercados imobiliários uma série de modificações precisam ser feitas nos pressupostos microeconômicos. Em particular, as características únicas do mercado imobiliário devem ser acomodadas. Estas características incluem:

- **Durabilidade** - O mercado imobiliário é durável. Um edifício pode durar décadas ou mesmo séculos, e a terra por baixo é praticamente indestrutível. Devido a isso, os mercados imobiliários são modelados como um mercado de ações/fluxo. Cerca de 98% do fornecimento consiste do estoque de casas existentes, enquanto que cerca de 2% consiste no fluxo de novo desenvolvimento. O estoque de oferta de imóveis em qualquer período é determinado pelo estoque existente no período anterior, a taxa de deterioração do estoque existente, a taxa de renovação do estoque existente, e o fluxo de um novo desenvolvimento no período corrente. O efeito dos ajustes do mercado imobiliário tende a ser mitigados pelo estoque relativamente grande de edifícios existentes.

- **Heterogêneo** - Cada ativo imobiliário é único, devido a sua localização, edificação, e em termos de disponibilidade para seu financiamento. Isso dificulta a precificação, aumenta os custos de pesquisa, cria assimetria de informação<sup>6</sup> e restringe seriamente a possibilidade de substituição. Para contornar este problema, os economistas (começando com Muth (1960)) define a oferta em termos de unidades de serviço, ou seja, qualquer unidade física pode ser desconstruída para os serviços que presta. Olsen (1969) descreve essas unidades de serviços de habitação como uma construção teórica não observável. Um condomínio deprecia tornando-se qualitativamente diferente de um novo edifício. O processo de equilíbrio de mercado opera em vários níveis de qualidade. Além disso, o mercado imobiliário é normalmente dividido em segmentos residenciais, comerciais e industriais. Também pode ser dividida em subcategorias, como geração de renda recreativa, área histórica, etc.
  
- **Altos custos de transação** – a compra de uma casa custa muito mais do que a maioria dos tipos de transações de outros ativos. Estes custos incluem os custos de pesquisa, as taxas imobiliárias, taxas legais, taxas de transferência e taxas cartoriais.
  
- **Tempo da operação** - O processo de ajustamento do mercado está sujeito a atrasos devido ao tempo de aprovação de financiamentos, e construção e oferta de novo imóvel, e também devido ao ritmo relativamente lento de mudança de demanda. Devido a estes atrasos, há um grande potencial para o desequilíbrio no curto prazo. Mecanismos de ajustamento tendem a ser lentos, em relação aos mercados mais fluidos.
  
- **Investimento\bem de consumo** – os ativos imobiliários podem ser comprados com a expectativa de atingir um retorno

---

<sup>6</sup> Assimetria de informações representa a diferença informacional entre agentes em uma transação bancária, por exemplo.

(investimento), ou com a intenção de usá-lo (bem de consumo), ou ambos. Estas funções podem ser separadas (com os participantes no mercado concentrando-se em uma ou a outra função) ou podem ser combinados (no caso de a pessoa que vive em uma casa de sua propriedade).

- **Imobilidade** - O mercado imobiliário é imóvel (exceto para casas móveis, mas a terra debaixo deles ainda está imóvel). Devido a isso, não pode haver mudança física do mercado local. Esta rigidez espacial significa que o ajuste de mercado deve ocorrer por pessoas que se deslocam para as unidades de habitação, em vez de o movimento das mercadorias. Por exemplo, se houver mudanças de gostos e mais pessoas exigirem casas suburbanas, as pessoas precisam encontrar uma moradia na periferia, porque é impossível levar a sua casa existente para o subúrbio (mesmo proprietário de uma casa móvel, que poderia mover a casa, deve ainda encontrar um novo lote).

O principal determinante da demanda por habitação é demográfico. No entanto, outros fatores como renda, preço da habitação, custo e disponibilidade de crédito, preferências dos consumidores, preferências dos investidores, o preço dos substitutos e de preços de complementos, também desempenham um papel.

As principais variáveis demográficas são o tamanho da população e crescimento da população: quanto mais as pessoas na economia, maior será a demanda para a habitação. Mas esta é uma simplificação exagerada. É necessário considerar o tamanho da família, a composição etária da família, o número de crianças, a migração líquida (imigração menos emigração), formação familiar, o número de agregados familiares por casal, as taxas de mortalidade, as taxas de divórcio, e casamentos.

A renda é um fator determinante. Para muitas pessoas, o ativo imobiliário

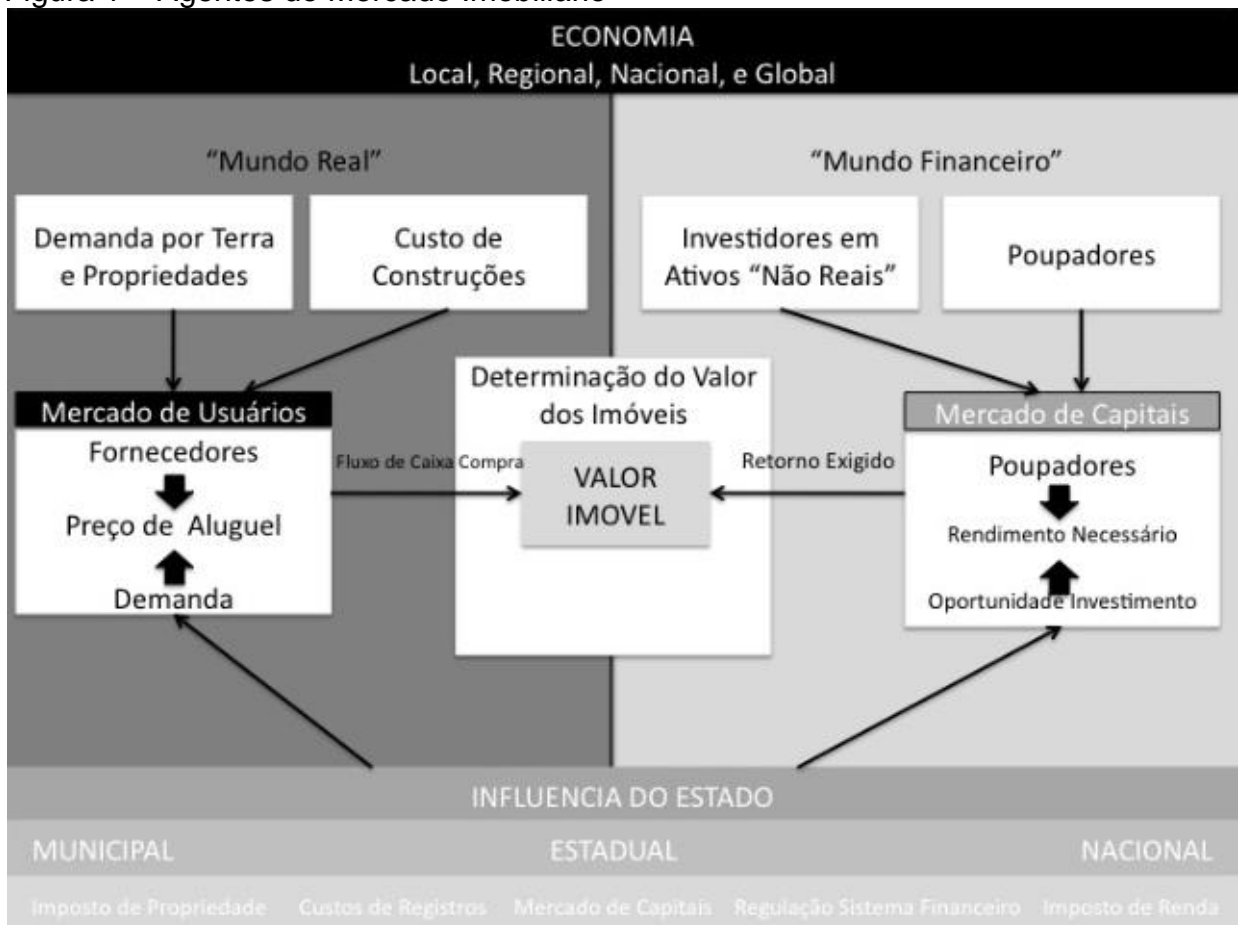
será o item mais caro comprado ao longo de toda sua vida.

O preço da habitação obviamente também é um fator importante para o funcionamento do mercado.

Oferta de ativos imobiliários é produzida usando terra, trabalho e insumos diversos, tais como eletricidade e materiais de construção. A quantidade de novos ativos é determinada pelo custo destes insumos: o preço do material utilizado e a tecnologia de produção empregada. Para uma moradia típica em um subúrbio da América do Norte, os custos percentuais aproximados podem ser divididos: custos de aquisição de 10%, melhoria do terreno custa 11%, os custos trabalhistas 26%, 31% custos de materiais, custos financeiros 3%, custos administrativos de 15% e a comercialização do imóvel custa 4%. Uma função de produção, tais como  $Q = f(L, N, M)$  pode ser construída em que Q é a quantidade de casas produzida, N é a quantidade de trabalho empregue, L é a quantidade de terra utilizada, e M é a quantidade de outros materiais.

Do ponto de vista da teoria do “Real State Economics” o funcionamento do mercado imobiliário se dá conforme a figura a seguir:

Figura 1 – Agentes do Mercado Imobiliário



Fonte: adaptado de Ling e Archer (2010)

Conforme fica demonstrado na figura acima, o ponto principal é a definição do preço do aluguel dos imóveis (através da relação fornecedores vis-à-vis demanda), bem como o atingimento da taxa de rendimento necessário para a aplicação de recursos neste mercado (poupadores vis-à-vis outras oportunidades de investimento).

Sempre que o mercado de capital (ou poupadores) consegue obter sua taxa de retorno esperada estará disposto a ofertar os recursos como fonte de financiamento a aquisição de ativos imobiliários pelo “mercado real”.

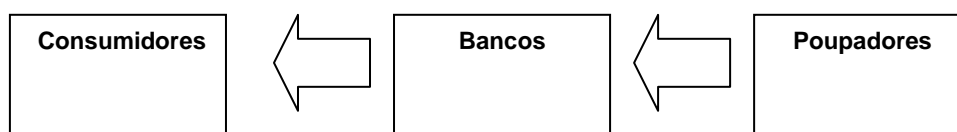
A seguir apresentaremos os mecanismos e fontes utilizados pelos mercados financeiros para realização das operações de aquisição dos imóveis.

## 2.2 Depósitos de poupança

O mais tradicional de todos os modelos de crédito imobiliário e ainda predominante em diversos países é realizado através da captação de fundos pelo meio de depósitos de poupança. Este modelo implica em repassar na forma de empréstimo, recursos captados através da poupança de indivíduos não compradores de imóveis, mas detentores de fundos emprestáveis a compradores de imóveis, mas sem recursos suficientes.

As operações de crédito imobiliário realizadas através deste modelo são tradicionalmente formalizadas por bancos comerciais ou instituições de poupança e crédito. Este modelo conforme descrito na Figura 2 inclui entidades de poupança que provêm a todos os serviços de um banco e que possuem como objetivo principal o financiamento de imóveis.

Figura 2 – Modelo de Depósitos de Poupança



Fonte: Adaptado de Chiquier e Lea (2009).

Em função de sua praticidade, a utilização de depósitos de poupança como fonte de recursos para crédito imobiliário reflete um modelo adotado por vários países como os Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Japão, além de vários países da América Latina como o Brasil, além de muitos outros na África e Ásia.

Apesar de haver algumas especificidades em alguns países, as principais características vistas neste modelo de crédito imobiliário são:

- A instituição financeira intermediária do crédito cumpre as funções de originar e administrar o empréstimo durante sua vigência, além de captar os fundos para o mesmo;
- Geralmente a taxa de juros para remuneração dos depósitos é

variável e a taxa de juros do empréstimo é fixa;

- A natureza dos fundos captados é de curto prazo, e o crédito é de longo prazo;
- O imóvel permanece como garantia da operação de crédito.

Um dos principais atrativos para as instituições financeiras no oferecimento de crédito imobiliário é a tentativa da retenção do cliente a partir do cross-selling<sup>7</sup> dos diversos produtos oferecidos no portfólio. Ou seja, ao permanecer por um longo período ligado à instituição o cliente pode vir a demandar outros produtos oferecidos por esta.

Entretanto, exatamente por oferecerem um grande portfólio de produtos financeiros, estas instituições não têm expertise para atuar em muitos nichos de mercado ao mesmo tempo, justamente por não serem especializadas, limitando assim a capacidade de ampliar sua participação no mercado a partir da estratégia de cross-selling.

Além de sua limitação como fonte de novos negócios, o modelo de crédito imobiliário apresenta ainda, riscos inerentes às suas características - principalmente no que se refere ao descasamento de prazos entre a captação e os empréstimos dos recursos. Os principais riscos assumidos são:

- **Risco temporal** – refere-se a um descasamento entre o compromisso assumido na captação de recursos e a venda de um novo empréstimo;
- **Risco de portfólio** – trata-se do risco de queda de valor de uma carteira de ativos em resposta a mudanças nas taxas de juros de mercado;
- **Risco de taxa de juros** – risco de descompasso entre as taxas de juros dos depósitos (normalmente pós-fixadas) e operações de

---

<sup>7</sup> Cross-selling significa a “venda cruzada” de diferentes produtos bancários para o mesmo cliente.



crédito (normalmente pré-fixadas).

Fica claro que o modelo de crédito baseado no “*funding*” de depósitos de poupança apresenta diversos riscos para o agente financeiro. No Brasil, por exemplo, o sistema é altamente regulamentado, sendo que a concessão de crédito imobiliário com recursos da poupança é compulsória. Devido aos seus riscos desenvolveram-se em muitos países sistemas alternativos de captação de fundos para crédito imobiliário, como o mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos e o sistema de títulos hipotecários na Dinamarca.

### **2.3 Contratos de poupança prévia**

O modelo denominado de contratos de poupança prévia (do original em inglês “contract savings systems”) consiste na captação de fundos através de depósitos de poupança vinculados a um determinado crédito imobiliário. O indivíduo deverá necessariamente poupar por um período pré-estabelecido para ter acesso ao crédito imobiliário.

O conceito é simples, contando com o mutuário potencial para poupar dinheiro ao longo de vários anos, enquanto ao mesmo tempo demonstra a sua confiabilidade e capacidade para pagar uma dívida. Uma vez que o período de poupança se encerra, um empréstimo será concedido para o poupador, que será normalmente igual ou irá representar um múltiplo do montante já poupado.

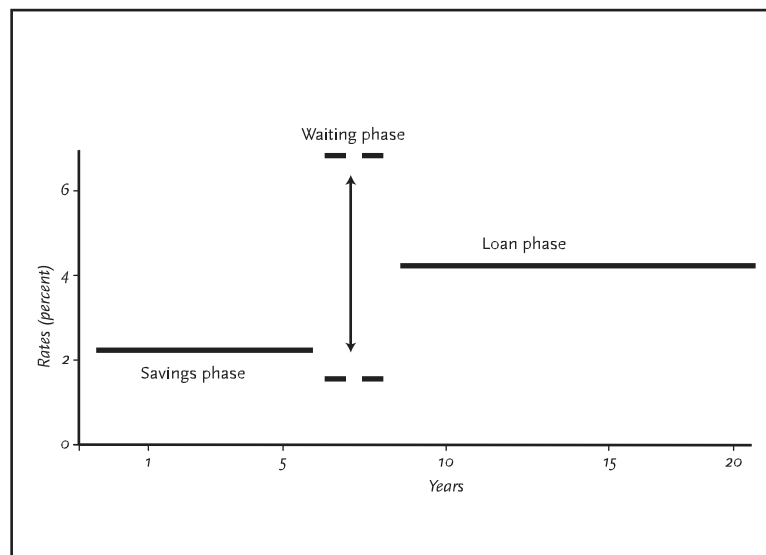
Um dos principais objetivos deste sistema é suprir a lacuna da oferta de fundos de longo prazo para crédito imobiliário, através de um produto atrativo para as famílias que compõem a demanda por habitação. A recompensa pela poupança é o acesso a um contrato de empréstimo. Assim as instituições financeiras conseguem manter um nível regular de depósitos para garantir a liquidez suficiente para responder à demanda por empréstimos de longo prazo, pois sem o ônus da entrada (já poupada), tornam-se mais acessíveis às famílias de menor poder aquisitivo.

Entende-se que o futuro mutuário já reservou fundos durante um período

determinado para ser “merecedor” do crédito imobiliário, verifica-se assim uma clara possibilidade de redução no risco, principalmente em casos de famílias de baixa renda ou sem históricos de adimplência em outras modalidades de empréstimos.

Importante lembrar ainda, que durante o período de poupança prévia a instituição financeira tem oportunidade de “estreitar” o relacionamento com o cliente, desenhando uma espécie de perfil de comportamento do mesmo.

**Figura 3 – Estrutura Básica Contrato de Poupança Prévia**



**Fonte: Dubel 2003**

O modelo crédito imobiliário por meio de contratos de poupança prévia foi estruturado exatamente para suprir as deficiências do sistema financeiro de países emergentes, situação identificada na Alemanha e França no período imediatamente pós-guerra e dos países do leste europeu no pós- comunismo.

Na França este sistema é conhecido como “l'Épargne Logement” e foi implementado, da forma como existe hoje, por meio de iniciativa governamental na década de 1970 a fim de incentivar a poupança privada canalizando-a para fins habitacionais. Esse sistema foi muito importante para incentivar a aquisição de moradias no período compreendido entre 1970 e 1990, tanto que a taxa de acesso à propriedade subiu de 35% para 54% (Friedemann, 2003).

Outro bom exemplo, foi a implementação deste modelo no Chile a partir da década de 1980 com sua constituição associada aos incentivos estatais como um dos pilares básicos para a política de redução do déficit habitacional articulada pelo Governo. Os depositários de poupança são os bancos, instituições financeiras, administradoras de fundos para moradia e cooperativas de habitação (Rojas, 2001).

Além de outros mecanismos, o Chile também utiliza a poupança prévia como parte dos programas habitacionais do setor público e direciona-se à população de baixa renda, com sérias limitações de capacidade de pagamento. Os programas oferecidos pelo *Servicio de Vivienda y Urbanización*, instituição vinculada ao *Ministerio de Vivienda y Urbanismo* do governo federal, são programas de financiamento à habitação com subsídios progressivos em função das quantias previamente poupadas.

O sistema de financiamento habitacional do Chile foi inteiramente reestruturado no fim da década de 1970 de forma integrada e paralela à reformulação dos mercados de capitais e do modelo previdenciário. O resultado das reformas parece ter sido satisfatório para estimular a produção de moradias que supera anualmente os níveis mínimos necessários para suprir as necessidades impostas pelo crescimento demográfico (Rojas, 2001).

Para avaliar o resultado do modelo de poupança prévia no Chile podemos partir do déficit habitacional estimado pelo governo em 1994 que indicava a necessidade de produção anual de 82.000 moradias para cobrir tanto o crescimento demográfico, como a obsolescência das moradias existentes (Rojas, 2001).

Especificamente, a poupança prévia viabilizou o acesso das camadas de mais baixa renda a financiamentos habitacionais. Os beneficiários de baixa renda do sistema correspondem a aproximadamente 80% do total de integrantes dos programas oferecidos pelo governo, o percentual de candidatos de baixa renda para esses programas representa igualmente 80% do universo de

candidatos, comprovando a eficiência do sistema para atender a população mais pobre (Rojas, 2001).

No entanto, os contratos de financiamento dos programas governamentais apresentam altas taxas de inadimplência (por volta de 70%) e representam despesas da ordem de 10% do orçamento público (Friedemann, 2003).

Alguns países do leste europeu também utilizaram o modelo de poupança prévia como uma fase de transição das políticas habitacionais praticadas pelo comunismo (enquanto modelo de financiamento para estimular o mercado imobiliário) para uma política voltada à aquisição de moradias produzidas pela iniciativa privada com importante participação governamental por meio da concessão de subsídios diretos e indiretos (Diamond, 1998). A prioridade nacional para a reconstrução em uma conjuntura de fraca oferta de crédito nesses países levou à implementação desse modelo, especialmente desenhado para prover fundos de longo prazo para crédito habitacional, e que demonstrou ser um instrumento efetivo de apoio à construção de moradias nos países onde está consolidado (Diamond, 1998).

Uma das características deste sistema é que o cliente possui o direito, mas não a obrigação de tomar o empréstimo nas condições estabelecidas pela instituição financeira. Esta por sua vez, deve compulsoriamente canalizar os fundos gerados pelos depósitos de poupança para fins de crédito imobiliário.

Sob o ponto de vista do cliente a grande vantagem consiste na comprovação prévia da capacidade de pagamento, ou seja, o cliente não precisa se submeter a uma aprovação de risco de crédito no momento da concessão do empréstimo, já que demonstrou durante o período de poupança prévia condições de cumprir com as obrigações financeiras mensais decorrentes do empréstimo (Lea, Renaud, 1995).

A articulação de subsídios governamentais, seja na forma de incentivos fiscais ou taxas de juros subsidiadas, consiste em outra vantagem para o tomador do empréstimo, principalmente para aqueles provenientes das camadas de renda menos favorecidas. A forma de concessão de subsídios, no crédito

imobiliário e não no preço do imóvel, promove uma redução no custo do financiamento e beneficia diretamente o comprador e não os empreendedores do mercado imobiliário (Lea, Renaud, 1995).

Existem basicamente duas formas de subsídio: direto no preço de aquisição do imóvel e indireto por meio de incentivos fiscais. O primeiro consiste em auxílio direto do governo para complementar um financiamento e reduzir o custo do imóvel para o comprador final, o segundo consiste na isenção fiscal para os juros de remuneração da poupança prévia.

Para a instituição financeira as vantagens consistem na sinergia potencial entre os diversos produtos oferecidos pela instituição ou *cross-selling* e o baixo risco de crédito decorrente da demonstração prévia da capacidade de pagamento do tomador do empréstimo (Lea, Renaud, 1995).

Os riscos para o agente financeiro estão relacionados à inflação e taxa de juros e podem ser divididos em: riscos de liquidez, taxa de juros e lucratividade.

Em relação ao risco de liquidez, uma elevação da taxa de inflação ou queda da taxa de juros pode causar retração no fluxo de poupança. A instituição corre o risco de não ter fundos suficientes para emprestar.

O risco de ocorrer descompasso entre taxas de juros pagas aos poupadores (mais altas) e cobradas dos mutuários pelos empréstimos (mais baixas), ocasionado por quedas nas taxas de juros é conhecido como **risco de taxas de juros**. Ou seja, um comportamento declinante das taxas de juros pode ocasionar um *spread*<sup>8</sup> negativo para a instituição financeira quando as taxas de juros são variáveis tanto para a poupança como para o empréstimo.

Por fim existe o risco proveniente do excesso de volume de fundos de poupança prévia nas demonstrações financeiras das instituições. No período de

---

<sup>8</sup> Spread é a diferença de taxas na captação de recursos junto aos clientes de um banco e em sua posterior aplicação.

maturação do sistema pode haver um achatamento da lucratividade da instituição financeira quando a poupança prévia precisa ser remunerada a taxas de juros de mercado.

Os contratos de poupança prévia podem assumir dois formatos básicos, fechado e aberto, ambos com o objetivo de garantir *spreads* positivos entre as taxas cobradas dos contratos de crédito imobiliário e as taxas de remuneração da poupança.

O modelo da Alemanha, conhecido como Fechado ou “*Bauspar*”, tem como principal característica taxas de juros fixas pré-acordadas através de contrato específico para remunerar a poupança e o empréstimo. Essas taxas permanecem, portanto, imunes a variações de mercado, permanecendo estáveis ao longo do tempo entre 2,5% e 4% ao ano com *spread* constante de 2% (Lea, Renaud, 1995).

No modelo aberto adotado na França, as taxas de juros para as operações de crédito imobiliário são estabelecidas apenas ao final do período de poupança prévia. Nesse modelo, embora as taxas de juros sejam fixas, a taxa da poupança pode ser diferente da taxa do empréstimo, pois diferentemente do modelo alemão, as taxas oscilam ao longo do tempo para os novos contratos, embora sejam reguladas pelo Ministério de Finanças (Lea, Renaud, 1995). De qualquer forma a instituição procura manter, como na Alemanha, um *spread* de 2% (Friedemann, 2003).

Nos modelos fechados o risco de variação das taxas de juros de mercado está limitado contratualmente, pois as taxas de juros são fixas; nos modelos abertos condições de poupança e empréstimo podem ser diferentes, pois ao final do período de poupança são pactuadas novas taxas para o empréstimo. Entretanto é necessário garantir um elevado grau de confiança para os clientes, ou seja, mudanças drásticas de taxas de juros entre as pactuadas para o período de poupança e para o financiamento só devem ser previstas para uma próxima geração de poupadores, sem prejudicar os contratos vigentes (Friedemann, 2003).

O modelo constitui uma importante ferramenta para o governo mobilizar fundos para a expansão da oferta habitacional por meio da concessão de subsídios para induzir atividades de poupança, especialmente para grupos de baixa e média renda. Ao incentivar a poupança em vez de subsidiar diretamente no preço a aquisição ou produção de habitações o governo viabiliza o acesso à moradia para os grupos da população com menor capacidade de endividamento.

Os contratos de poupança prévia também podem ser facilmente monitorados pelo governo, pois os fundos captados e obrigatoriamente aplicados em habitação são registrados no balanço separadamente pelo agente financeiro.

Assim, a transparência da gestão dos fundos inerente ao modelo permite o acompanhamento da aplicação dos mesmos, bem como a avaliação de sua eficácia para ampliar a provisão habitacional, tendo em vista o impacto orçamentário e potenciais distorções de mercado provocadas pelos subsídios concedidos pelo governo.

O governo é responsável pela integração entre os contratos de poupança prévia e o mercado financeiro, por estabelecer um marco regulatório adequado, a fim de permitir que seus agentes atuem de forma articulada sem promover distorções na dinâmica do mercado; e pela fiscalização a fim de garantir confiabilidade ao sistema.

Ao governo cabe, complementarmente, o papel de garantidor da estabilidade do sistema, protegendo e regulando o mercado. Quando variáveis externas, como altas taxas de inflação, ameaçam a liquidez do sistema (demanda por empréstimos maiores do que fluxo de poupança) o governo deve intervir a fim de estabilizar o mercado, alterando o marco regulatório quando for necessário.

Exemplos da eficiência do modelo em termos de ampliar o acesso à moradia própria podem ser identificados na Alemanha e na França. Neste

primeiro país existe certa divisão de mercado entre os bancos comerciais ou hipotecários e as “*Bausparkassen*”.

Os bancos comerciais ou hipotecários operam com os créditos hipotecários de melhor qualidade sem poupança prévia, denominados de primeira linha, enquanto as “*Bausparkass*” comercializam os créditos de segunda linha, aos quais os tomadores apresentam maiores dificuldades de acesso ao crédito sem poupança prévia (Friedemann, 2003).

Na França o mercado de crédito imobiliário é dominado pelos bancos comerciais que operam predominantemente com contratos de poupança prévia (Friedemann, 2003).

Na Alemanha, as “*Bausparkassen*” detêm cerca de 29% do mercado e concederam empréstimos no montante de 800 bilhões de Euros desde 1848 (neste país um terço dos habitantes possui contratos de poupança prévia), promovendo com isso uma redução do déficit habitacional da ordem de 6 milhões de domicílios (Friedemann, 2003).

Na França o “*epargne logement*” representa um dos mais importantes produtos de poupança (metade da população possui um contrato de poupança prévia), em 30 anos de existência (desde 1970 quando o sistema anteriormente fechado foi modificado para aberto), foram concedidos 13 milhões de empréstimos, ou 1.524 bilhões de Euros (Friedemann, 2003).

Vale ressaltar que a França é um país com tradição de longa data em políticas sociais de habitação. As intervenções estatais nesse setor ganharam impulso na última década do século dezenove e dominaram o cenário após a segunda guerra mundial quando foi implementada uma política de habitação para todos de qualidade, objetivando a reconstrução do país destruído pela guerra.

Conforme já comentado no início deste capítulo, os contratos de poupança prévia foram introduzidos na Polônia, Hungria, Repúblicas Tcheca e Eslovaca ao longo da década de noventa após uma fase de transição entre 1993 e 1995, quando os países desenvolveram prioritariamente a infraestrutura legal e



institucional para a implementação de um sistema privado de financiamento habitacional muito similar ao modelo alemão.

As “*building societies*” operam, por meio de contratos de poupança prévia, os créditos hipotecários de segunda linha e os bancos comerciais e hipotecários mantêm os créditos de primeira linha que são securitizados para captar fundos de longo prazo.

Nos quatro países o sistema é altamente subsidiado e - em função de peculiaridades regionais específicas adversas ao crédito imobiliário convencional com taxas de mercado - concentra os maiores volumes de crédito habitacional caracterizados por empréstimos de pequeno e médio porte, nos quais o valor máximo dos contratos varia entre US\$ 12.000 a US\$ 15.000 (Diamond, 1998).

Apesar das adversidades impostas pela conjuntura macroeconômica como elevadas taxas de inflação e altas taxas de juros, o que faz com que o subsídio do governo sirva apenas para proteger o poder de compra dos fundos poupados, esse modelo tem tido grande importância nesses países. Na fase inicial de desenvolvimento institucional do setor financeiro, nessas economias de transição, os contratos de poupança prévia contribuem para superar a assimetria de informações e estimular a poupança privada.

Vale lembrar que a implantação hoje desse modelo em um país caracterizado como economia emergente apresenta alguns desafios a serem superados pelo Estado. A eficiência do sistema pode ser significativamente afetada pela ausência de um sistema adequado de subsídios, lacunas legais ou ausência de um ambiente macroeconômico estável.

Os principais problemas característicos dos mercados emergentes para financiar imóveis são:

- Ausência de captação de fundos (poupança) de longo prazo.
- Predominância de imóveis em situação irregular, inviabilizando sua utilização como garantia hipotecária.

- Inexistência de sistemas eficientes de avaliação do imóvel para garantia do empréstimo.
- Processos longos e custosos de execução de garantias.
- Dificuldade para o tomador de empréstimo para pagar a diferença entre o valor financiado e o preço total do imóvel<sup>9</sup>.
- Capacidade de pagamento das famílias limitada pela predominância de população de baixa renda, prejudicando o acesso ao crédito não subsidiado.
- Elevadas taxas de inflação.
- Taxas de juros elevadas induzem os agentes financeiros a direcionarem os investimentos para crédito de curto prazo, câmbio e títulos do governo.

Para os agentes financeiros atuantes no sistema, os grandes desafios são: superar a assimetria de informações a fim de otimizar as sinergias oferecidas pelo modelo e manter o equilíbrio da relação entre volume de depósitos e de crédito (minimizar o risco de liquidez), além de preservar a lucratividade do sistema por meio de uma gestão eficiente do *spread* de taxas de juros (reduzir o risco de taxa de juros).

Apesar dos problemas acima evidenciados o contrato de poupança prévia pode ser considerado um mecanismo importante para suprir algumas deficiências identificadas em mercados emergentes, como a conciliação de prazos de captação com os de empréstimo, a dificuldade de acesso ao crédito por famílias de baixa renda, e a necessidade de estimular a poupança privada.

## 2.4 Bancos habitacionais públicos

---

<sup>9</sup> Bancos geralmente aceitam financiar por volta de 60% a 70% do valor do imóvel (Friedemann, 2003). O termo usualmente utilizado na literatura técnica especializada é LTV, que significa *loan to value* ou em português empréstimo em relação ao valor.

Os bancos habitacionais públicos são instituições governamentais presentes em alguns países como Brasil, México, Jamaica, Fiji, Argentina, El Salvador e Tailândia. Embora as estruturas sejam diferentes em cada país, em termos gerais o objetivo consiste em oferecer crédito habitacional por meio de fundos e taxas de juros subsidiadas de modo a ampliar o acesso à moradia para a população de baixa renda.

A natureza dos fundos captados varia de alocações orçamentárias a depósitos não subsidiados, assim sendo, o volume e a remuneração desses fundos não são determinados pelas forças de mercado. A opção pela intervenção estatal assumiu diferentes formas como prestação de garantias, concessões de crédito direto, compra de títulos hipotecários, produtos de seguros, subsídios econômicos entre outros.

Interessante comentar que, as maiores instituições de financiamento habitacional nos Estados Unidos são instituições patrocinadas pelo governo: a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Infelizmente com os desdobramentos da Crise de 2008, as duas instituições sofreram pesados prejuízos. Até recentemente, a maior instituição de financiamento habitacional no Japão foi o Japan Housing Loan Corporation.

Entretanto atualmente há uma tendência de privatização parcial ou até mesmo venda total destas instituições para setor privado, como visto em instituições de empréstimo apoiadas pelo governo na Argentina, Austrália, França, Coréia e Espanha.

Esta tendência de redução dos bancos habitacionais públicos tem sido causada entre outros fatores pelo seu mau desempenho como emprestadores devido aos pontos abaixo:

- prejuízos elevados em função de impedimentos sociais e políticos à execução de garantias;

- critérios políticos para selecionar os beneficiários;
- instrumentos de crédito ineficientes (em conjunturas macroeconômicas desfavoráveis, como elevadas taxas de inflação) e burocratização do acesso ao crédito, o que em muitos casos pode fazer com que pessoas com renda mais elevada sejam beneficiadas em detrimento dos mais pobres, que em princípio deveriam ser priorizados (Guttentag, 1998).

A facilidade de acesso a fundos e a burocratização inerente à análise de risco de crédito geram falhas na alocação e preço dos empréstimos, que são por fim concedidos a empreendedores imobiliários e compradores provenientes das classes de renda média e alta, a taxas de juros mais baixas, prazos mais longos e com entradas menores do que a capacidade real de pagamento desses mutuários.

Outro problema relacionado aos bancos habitacionais públicos é o potencial de distorção do mercado privado de financiamento habitacional, produzindo um efeito de “*crowding out*”<sup>10</sup> ao expulsar do mercado instituições de crédito privadas impossibilitadas de concorrer com os atrativos oferecidos pelos empréstimos subsidiados (Guttentag, 1998).

Outros bancos se reformularam para obter maior eficiência e abrangência de mercado. O Banco da Argentina, por exemplo, passou por uma privatização parcial e alterou suas diretrizes de atuação transformando-se em um instrumento para canalizar fluxos financeiros para outras instituições de mercado, através da compra de títulos emitidos por essas instituições, assumindo dessa forma apenas parte dos riscos de crédito.

## 2.5 Títulos hipotecários

Outra opção de crédito imobiliário está centrada em entidades emissoras

---

<sup>10</sup> Efeito crowding out é quando o Estado na busca por recursos financeiros acaba por “expulsar” do mercado outros agentes que também estariam interessados nos mesmos fundos.

de títulos hipotecários. Em tais sistemas, as instituições especializadas (bancos de crédito hipotecário) originam e constituem carteiras de empréstimos hipotecários que são financiadas por títulos que as emitem. As garantias (hipotecas) são obrigações gerais do banco de crédito hipotecário e são normalmente adquiridos por instituições com fontes de longo prazo (fundos de pensão e companhias de seguros, por exemplo).

Um título hipotecário europeu é definido pela empresa de classificação de risco Moody's<sup>11</sup> como um instrumento de dívida garantido por um grupo de créditos imobiliários e/ou créditos ao setor público (Sleator, 2003).

Ou seja, um título hipotecário deve obrigatoriamente estar lastreado por ativos específicos que podem ser créditos imobiliários ou empréstimos ao setor público. A classificação de risco desses títulos é uma combinação entre a qualidade dos ativos que servem de lastro e a respectiva classificação de risco da instituição emissora.

O sistema de títulos hipotecários remonta ao final dos anos 1.700 e tem sido amplamente utilizado na Europa continental (especialmente na Alemanha e Escandinávia). Uma das principais características do sistema de títulos hipotecários é a predominância do longo prazo, hipotecas de taxa fixa que são financiados pela correspondência com a dívida corporativa.

Antes da crise financeira em 2008, os títulos hipotecários normalmente (embora nem sempre) tinham o risco AAA atribuído a sua classificação de "rating". Devido à constatação de que muitos dos empréstimos garantidores desses títulos eram de baixa qualidade, classificações de "rating" diminuíram acentuadamente. Isso diminuiu a demanda de todos os tipos de ativos apoiados ou cobertos pelos títulos, contribuindo para o agravamento da crise financeira.

Os bancos emissores de títulos hipotecários são produtores eficientes de ativos hipotecários, no entanto, como acontecem com outros sistemas

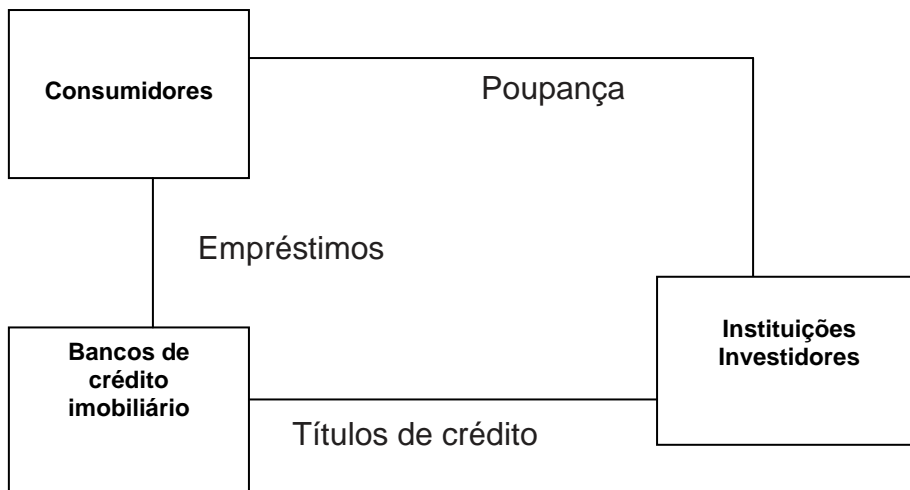
---

<sup>11</sup> Vale a pena lembrar que em função dos eventos durante a crise de 2008, a reputação das empresas de classificação de risco ficou seriamente abalada.

especialistas de países desenvolvidos, os bancos de hipotecas estão em declínio. O seu alcance é limitado pela sua especialização, como fonte de financiamento limita a sua seleção de produtos (ou seja, a necessidade de produzir bens padronizados em alto volume para conseguir liquidez e baixo custo fixo) e sua incapacidade de oferecer outros tipos de serviços financeiros.

O mecanismo de financiamento através de títulos hipotecários foi estendido para bancos comerciais, na maioria dos países (Chile, tanto na Europa Ocidental e Oriental, e os Estados Unidos). Além disso, muitos bancos de hipotecas foram comprados por bancos comerciais. Na Alemanha e, mais recentemente, a Dinamarca, os bancos hipotecários perderam seu monopólio sobre a emissão de títulos hipotecários tornando-os suscetíveis de serem incorporados ao funcionamento geral de um banco comercial ao longo do tempo.

**Figura 4 – Estrutura Básica de Títulos Hipotecários**



Fonte: Adaptado de Chiquier e Lea (2009).

Em fins de 2002 o volume de títulos hipotecários (lastreados por créditos imobiliários e por empréstimos ao setor público) representava aproximadamente 17% do mercado total de títulos da Comunidade Europeia (Costa, 2004), atingindo a cifra de 1,5 trilhões de Euros, sendo o país com maior volume a Alemanha, seguida da Dinamarca, França e Suécia.

O título hipotecário é um instrumento que promove a conexão entre o mercado de hipotecas e o mercado de capitais e demonstra uma tendência internacional no segmento de financiamento à habitação de transferir para o mercado de capitais a função de prover fundos para o crédito imobiliário. Três agentes integram o sistema: compradores (tomadores de crédito), os bancos hipotecários e os investidores.

Os bancos hipotecários são responsáveis por originar e administrar os créditos imobiliários concedidos para os tomadores. Esses créditos são agrupados, segmentados dos outros empréstimos do banco e servem de lastro para a emissão de títulos adquiridos pelos investidores.

A emissão de títulos hipotecários permite que os bancos financiadores obtenham fundos nos mercados de capital a um custo reduzido, encorajando assim a concessão de crédito de médio e longo prazo para o financiamento de propriedades residenciais ou comerciais, a taxas de juros baixas e estáveis.

Um dos principais riscos para o financiador é a liquidação antecipada do financiamento, ou seja, se o mutuário do crédito imobiliário optar pela quitação antecipada da dívida haverá um descompasso entre as estruturas de ativo e passivo das instituições de crédito. Em determinados mercados há previsão legal de multas ou até proibições quanto à liquidação antecipada objetivando proteger as instituições financeiras e minimizar os riscos relacionados a este tipo de operação (Hardt, 2001).

A captação de “funding” para crédito imobiliário através de títulos hipotecários viabiliza a entrada de outros agentes no mercado, diversificando as alternativas para articular poupança privada e empréstimos de longo prazo.

Entretanto a classificação de risco destes títulos hipotecários é fator determinante no interesse dos investidores neste mercado. Tendo em vista que a classificação de risco dos títulos hipotecários usualmente indica elevados níveis de segurança, proporcionando atratividade especial para alguns segmentos

específicos como fundos de pensão e seguradoras. Já que em muitos países a aplicação de parte ou totalidade dos recursos dessas instituições financeiras em ativos seguros é compulsória. Este fator também pode afetar a concessão dos empréstimos bancários pelas instituições originadoras que privilegiam a concessão aos extratos da população de maior renda caracterizada como de melhor qualidade.

Importante frisar que os governos têm papel fundamental nesse modelo no sentido de regular e fiscalizar o mercado a fim de proporcionar confiabilidade ao sistema, principalmente aos investidores que aplicam em títulos hipotecários com objetivo de conseguir um grau de segurança adicional em função do lastro em empréstimos garantidos por hipotecas ou dívida do setor público.

## 2.6 Mercado secundário de hipotecas

O mercado secundário é assim denominado por tratar-se do segundo lugar para onde vão as hipotecas após terem sido originadas no mercado primário. O conceito aproxima-se do sistema europeu de títulos hipotecários; a diferença básica é a emissão dos títulos, no mercado secundário é realizada por um terceiro agente que não é responsável pelo crédito original.

Este mercado compõe-se de diversos agentes responsáveis por funções específicas, assegurando a eficácia do modelo como um todo. A seguir faremos uma breve descrição dos principais agentes.

- **Emissores de hipotecas:** bancos de depósito ou hipotecários concedem os créditos imobiliários no mercado primário, e vendem os mesmos no mercado secundário diretamente ou através dos chamados “*mortgage services*” ou serviços hipotecários.
- “**Mortgage services**”: vendem os créditos imobiliários no mercado secundário. A venda de hipotecas pode ocorrer por meio de um “*broker*” ou “*dealer*”, o primeiro simplesmente promove a intermediação sem necessidade de capital próprio, o segundo compra créditos imobiliários ou títulos derivados e vende no



mercado secundário.

- **Instituições do mercado secundário ou “conduits”:** adquirem os créditos imobiliários e vendem aos investidores finais ou “dealers” através de títulos hipotecários ou títulos da dívida própria (esta função adquiriu um caráter de elevada complexidade com o surgimento dos títulos de derivativos). Essas instituições são também responsáveis por assumir parcialmente os riscos de crédito.
- **Seguradoras:** assumem um percentual dos riscos de crédito
- **Investidores finais:** adquirem os títulos no mercado.

Para que o sistema funcione eficazmente é necessário que os investidores finais, responsáveis em última instância por aumentar a liquidez no mercado de crédito imobiliário, estejam plenamente confiantes na qualidade dos títulos ofertados no mercado secundário de hipotecas.

Para tanto, deve estar bem equacionado o problema central do modelo que consiste no gerenciamento adequado dos riscos dos agentes. Neste aspecto o governo desempenha um papel fundamental, sendo o responsável pela estrutura legal que viabiliza o sistema.

O foco do mercado secundário consiste em alocar de forma mais eficiente os riscos relacionados ao crédito imobiliário, viabilizando paralelamente uma alternativa de captação de recursos de longo prazo. O risco temporal ou “*pipeline risk*” e o risco de taxa de juros são administrados de forma mais eficiente no sistema de mercado secundário de hipotecas.

O primeiro, “*pipeline risk*” é o risco temporal entre o momento onde a instituição se compromete com o crédito imobiliário e o momento no qual esse crédito é vendido no mercado secundário ou contabilizado em sua carteira de ativos ou *portfolio*.

Quando existe mercado secundário de hipotecas a instituição de crédito que concedeu o primeiro crédito imobiliário transforma-se em “*temporary lender*” ou credor temporário, e deve assumir os eventuais prejuízos decorrentes da lacuna temporal entre a concessão do empréstimo e a venda do mesmo no mercado secundário. É justamente essa possibilidade de incorrer em perdas que induz o “*temporary lender*” a operar de forma mais eficiente (Guttentag, Lea, 1998).

O “*temporary lender*” recebe o impacto imediato de uma eventual desvalorização do crédito ao concretizar a venda no mercado secundário. Essa percepção rápida do efeito de variações da taxa de juros no valor do ativo induz a um gerenciamento mais eficiente do “*pipeline risk*” por parte do “*temporary lender*” (Guttentag, 1998).

O risco de taxa de juros envolve dois componentes: “*packaging risk*” e “*portfolio risk*”.

“*Packaging risk*” é o risco que a instituição de mercado secundário ou “*conduit*” corre de haver queda no preço de um pacote de empréstimos, no intervalo entre a compra dos créditos e o agrupamento dos mesmos para a venda no mercado secundário; e ocorre em decorrência do aumento da taxa de juros de mercado (Guttentag, 1998).

“*Portfolio risk*” é o risco que os investidores institucionais que compram os títulos emitidos pelos “*conduits*” correm de haver aumento das taxas de juros de mercado e conseqüentemente declínio do valor de sua carteira de investimentos (Guttentag, 1998).

Os “*conduits*” são especialistas em selecionar entre os créditos comprados aqueles que devem permanecer em sua carteira de ativos e aqueles que devem ser securitizados, inclusive por meio de derivativos de múltiplos prazos, a fim de atender as necessidades de demanda dos investidores institucionais, atuando assim no sentido de minimizar os riscos de taxa de juros inerentes ao sistema (Guttentag, Lea, 1998).

O esquema básico caracteriza-se pela venda de créditos imobiliários para

os agentes do mercado secundário, que por sua vez procedem à securitização desses ativos, com lastro real em um “pool” específico de créditos imobiliários ou na carteira total de ativos. Os títulos gerados no mercado secundário são adquiridos por investidores institucionais e/ou instituições de crédito com recursos provenientes da poupança das famílias (Lea, 2001).

A integração entre o mercado financeiro, de capitais e do mercado secundário de hipotecas resulta assim em um maior afluxo de recursos para este último, viabilizando assim mais compras de crédito dos agentes do mercado primário (bancos hipotecários e outras instituições financeiras).

O aumento de liquidez no mercado primário proporciona uma expansão da oferta de crédito imobiliário, incrementando dessa forma a competição entre os agentes e o desenvolvimento de nichos de mercado.

A competição entre os agentes do mercado primário é fundamental para o surgimento de instituições de crédito especializadas em determinados nichos de mercado, restritos a instituições de *portfolio* com carteira de ativos diversificada, pela falta de conhecimento profundo da dinâmica própria desses mercados.

Exemplos de mercados usualmente marginalizados por grandes instituições de crédito são: famílias de baixa renda e trabalhadores informais.

A diversidade de agentes no mercado secundário promove também maior eficiência no sistema de financiamento habitacional como um todo na medida em que induz a uma redução de custos em decorrência da especialização de cada agente responsável pelas diversas fases do processo como a concessão, processamento e serviço do empréstimo (Van Order, 2003).

A uniformização dos procedimentos de análise de risco de crédito promove a segregação de casos “problemáticos” da carteira das grandes instituições de *portfólio* desprovidas do conhecimento específico necessário para a gestão desses créditos, deixando para instituições especializadas a administração de tais créditos a um custo menor por economia de escala (Guttentag, 1998).

Uma função importante do mercado secundário de hipotecas consiste em reduzir a segmentação institucional, de forma a aumentar a integração dos mercados financeiros e de créditos imobiliários, pois parte significativa da poupança das famílias vai para instituições não detentoras de créditos imobiliários, como os fundos de pensão.

Na medida em que as instituições diversificam sua carteira de aplicações, vendendo títulos e comprando créditos imobiliários elas promovem um aumento da oferta de títulos no mercado e conseqüentemente um aumento na taxa de juros que remunera os mesmos. Assim outras instituições de crédito transferem suas aplicações de crédito imobiliário para títulos promovendo trocas ou “*offsets*” positivos entre os agentes do mercado financeiro e de crédito imobiliário.

Outro aspecto positivo do mercado secundário de hipotecas é a possibilidade de aperfeiçoar a distribuição geográfica da poupança para a concessão de empréstimos imobiliários. A securitização permite a captação de fundos em uma determinada localidade para serem emprestados em outras regiões de um país, promovendo dessa forma uma equalização de taxas de juros e condições de financiamento em todo o país, podendo inclusive reduzir eventuais segmentações políticas (Guttentag, Lea, 2003).

Por outro lado, o conflito de interesses entre os diversos agentes do mercado secundário tende a aumentar os custos de fiscalização, regulação e seguro. Os custos de fiscalização e regulação incluem o monitoramento para evitar fraudes (na avaliação da propriedade ou na classificação de risco do credor) e a mediação de conflitos. O seguro, que pode cobrir créditos individuais ou um grupo de créditos, serve tanto para reembolsar a instituição de crédito em casos de inadimplência, como para garantir o fluxo de caixa gerado pelas prestações do empréstimo (Guttentag, Lea, 2003).

Os instrumentos utilizados no mercado secundário de hipotecas são:

- **Whole loans:** um grupo de empréstimos.
- **Participations:** interesse parcial em um grupo de empréstimos.

- **Mortgage bonds:** título corporativo garantido por um grupo de hipotecas.
- **Pass-throughs:** um direito ao fluxo de caixa de um grupo de hipotecas.
- **Pay-throughs:** vários títulos garantidos por um grupo de hipotecas ou *Pass-Throughs*.

A implementação de um mercado secundário de hipotecas eficiente depende, entretanto, de alguns fatores como: existência de um mercado primário abrangente e bem estruturado, ambiente legal e regulatório eficaz, mercado de capitais desenvolvido, mercado privado de seguros e garantias governamentais específicas.

A ausência de infraestrutura adequada pode inviabilizar o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas, pois a diversidade de agentes e ativos envolvidos, bem como a complexidade das transações, pode intensificar a assimetria de informações entre compradores e vendedores do mercado e comprometer a credibilidade e confiança do sistema.

Um modelo importante de aplicação do mercado secundário de hipotecas, se não o mais sofisticado entre todos os países que adotaram esse sistema, é o existente nos Estados Unidos. Nesse país o mercado secundário era até a década de 1970 amplamente informal, sua consolidação se deu mais precisamente na década de 1980 com a padronização dos instrumentos de securitização (Van Order, 2003).

Atualmente o mercado secundário detém metade dos créditos imobiliários concedidos naquele país, dividindo com os depósitos de poupança a função de prover fundos para financiar a aquisição de imóveis (Van Order, 2003).

### **3. – O MODELO DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL**

No Brasil a questão habitacional certamente constitui-se em um dos mais graves problemas sociais enfrentados nos dias de hoje. Esse fato pode ser constatado tanto nas grandes cidades, com sua população favelada, como nas regiões mais pobres do interior do país, com moradias absolutamente precárias.

Neste capítulo revisaremos a formação do modelo adotado domesticamente em nosso país. Nas seções a seguir está relacionado o histórico do mercado, bem como as ferramentas criadas pela iniciativa privada e o Estado para a disponibilização do crédito imobiliário.

#### **3.1. Histórico**

O financiamento habitacional no Brasil tem seu início no ano de 1964 com a implantação do Sistema Financeiro da Habitação, mais conhecido por SFH (ABECIP, 2003). Apesar do registro de 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, optamos por considerar o período pós-1964 como mais relevante.

O SFH foi criado dentro da reforma bancária e de mercado de capitais proposta pelos militares, com uma particularidade interessante: o advento da invenção da correção monetária.

A habitação passa a ser tratada nesse momento como uma prioridade do governo federal. As diretrizes principais foram desenhadas no Plano Nacional de Habitação – PNH, que por sua vez fazia parte do plano de ação do governo, conhecido como PAEG e delineado pelos Ministérios da Fazenda e do Planejamento (ABECIP, 2003: 17). Neste ínterim foi criada a instituição que seria o ícone do financiamento habitacional no Brasil pelos próximos 20 anos até sua extinção em 1986: o Banco Nacional da Habitação ou BNH.

O “Sistema Financeiro, da Habitação de Interesse Social” e o Banco Nacional da Habitação foram criados pela Lei Federal 4.380 de 21 de agosto de 1964. Interessante registrar que a legislação estabelecia como ponto fundamental a construção de moradias para a população de baixa renda, especificando claramente os moradores de “(...) favelas, mocambos e aglomerações sub-humanas de habitação; (...)”<sup>12</sup>; como outras prioridades entravam os projetos municipais ou estaduais e as cooperativas habitacionais (Brasil, 1964).

O BNH era responsável por estipular um percentual mínimo dos recursos destinados a órgãos ou empresas estatais ou mistas para investimentos em favelas, mocambos e aglomerações sub-humanas.

As fontes de recursos para o SFH eram:

- depósitos a prazo;
- financiamentos nacionais e internacionais;
- letras imobiliárias, depósitos compulsórios dos institutos de aposentadorias e pensões<sup>13</sup>, e;
- aquisição obrigatória de letras imobiliárias pelos Serviço Social da Indústria – SESI e Serviço Social do Comércio – SESC (Brasil, 1964)

Os recursos do SFH eram voltados à construção de casas. Desta forma, tanto as entidades públicas como privadas deviam atender percentuais mínimos para investimentos de moradias de valores unitários mais baixos fixados sempre em salários mínimos vigentes: teto de custo por unidade habitacional de 60 vezes o salário mínimo para as entidades públicas e 100 vezes para entidades privadas. Foram determinados também, tetos de aplicação por valor unitário dos imóveis, tanto

---

<sup>12</sup> Redação extraída do inciso I, artigo quarto da Lei 4.380 de 1964.

<sup>13</sup> Percentual da receita dessas instituições, limitado a 20% da receita das mesmas, fixado pelo Ministro do Trabalho e da Previdência Social.

para o setor público, 300 vezes o salário mínimo, como para o setor privado, 400 vezes o salário mínimo vigente (Brasil, 1964)

A Lei que institui o SFH introduziu duas inovações: a previsão de correção monetária dos contratos de crédito imobiliário e a criação das letras imobiliárias.

As letras imobiliárias eram uma promessa de pagamento com garantia da União Federal (quando emitidas pelo BNH) e com garantia pelos emitentes ou com coobrigação de outras empresas quando emitidas pelas sociedades de crédito imobiliário (as sociedades de crédito imobiliário eram os agentes financeiros privados do sistema e só poderiam operar com autorização e sob a fiscalização do BNH).

Cabe destacar alguns aspectos dessa lei:

- a previsão do repasse de terras do patrimônio da União, estados e municípios para venda, desta forma aumentando a liquidez do sistema, ou para destinar a empreendimentos habitacionais.
- a criação de um fundo de assistência habitacional para populações de renda insuficiente, e por fim
- o parágrafo 2, inciso III do artigo 15, previa a preferência na obtenção de empréstimos para depositantes de contas de poupança, podendo ser considerado como uma similaridade ao sistema de poupança prévia.

Em 1966 foi criado o Fundo de garantia por tempo de serviço, o FGTS (Lei 5.107/66). Tratava-se de um fundo formado por recolhimentos mensais de contribuições compulsórias sobre os salários, pagas por empregadores (o FGTS será detalhado na próxima seção).



Em 1968 temos o advento das cadernetas de poupança que constituem (juntamente com as letras imobiliárias) o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - SBPE. As cadernetas de poupança foram criadas com a compulsoriedade de aplicação de 70% dos saldos para o crédito imobiliário.

O BNH tornou-se o gestor tanto do FGTS como dos recursos do SBPE, utilizando uma rede de agentes financeiros públicos e privados composta por bancos, associações de poupança e empréstimo, companhias de crédito imobiliário e companhias e cooperativas habitacionais.

O BNH era o centro da política habitacional, sendo responsável por fornecer opções de financiamento para a população de baixa renda, bem como normatizar e regular a concessão de crédito imobiliário pelos bancos comerciais.

Suas funções como gestor da política habitacional do Governo eram: administrar os recursos do FGTS, estabelecer normas e fiscalizar a aplicação dos recursos das cadernetas de poupança, desenhar os instrumentos de financiamento, garantir a liquidez do sistema e por fim, atuar como agente garantidor das cadernetas de poupança, prestador de última instância, e das letras imobiliárias (Santos, 1999).

É possível dividir a atuação do BNH em dois eixos principais em termos de faixa de renda da população beneficiada: o primeiro conectado ao SBPE e orientado para as classes de renda média e alta e o segundo eixo embasado no FGTS para a população de baixa renda.

O modelo de financiamento habitacional pelo SBPE funcionava da seguinte forma: os agentes financeiros financiavam diretamente os empreendedores imobiliários privados para a construção dos imóveis, promovendo a venda das unidades àqueles que ficariam definitivamente como mutuários, responsáveis pelo pagamento do financiamento.

Para as classes de baixa renda o financiamento ocorria através de agentes financeiros públicos, as companhias e/ou cooperativas habitacionais, mais conhecidas como COHABs e COOPHABs. O público alvo de atuação desses

agentes, inicialmente, era composto pela população de até 10 salários mínimos. Todavia, ao longo de sua atuação, o atendimento concentrou-se na faixa de renda de 3 a 10 salários mínimos (Garcia e Castelo, 1996).

Para essa faixa de renda as instituições recebiam financiamento junto ao BNH, com recursos do FGTS, contratavam as construtoras e comercializavam, sem lucro, as casas ou apartamentos por meio da concessão de crédito imobiliário. Os mutuários eram responsáveis pelo pagamento dos financiamentos individuais para as COHABs que pagavam o financiamento inicial obtido junto ao BNH (Santos, 1999).

Na prática o BNH era o gestor do FGTS e as COHABs eram os responsáveis pela operacionalização dos programas habitacionais nos níveis municipal, intermunicipal e estadual. Dessa forma, embora o sistema previsse um núcleo decisório central, era prevista uma articulação com outras esferas de governo através de entidades subnacionais (Royer, 2002).

O cerne da política era a produção de unidades habitacionais em grandes volumes sem grandes preocupações com sua adequação nas cidades. Podemos afirmar que sob forte pressão e lobby das empresas de construção civil o sistema refletia uma lógica empresarial, onde o número de unidades produzidas eram o único indicador de sucesso sem conexão com os aspectos da questão urbana e social (Royer, 2002).

Na década de 1970 foram criados pelo BNH programas alternativos (financiados com um “mix” de recursos do FGTS e do orçamento geral da união OGU), voltados para a melhoria de habitações precárias, autoconstrução, urbanização e regularização de lotes.

Programas, como o PROFILURB, PRO-MORAR e João de Barro, foram concebidos para serem complementares ao BNH, por meio das COHAB's e COOPHAB's, financiando moradias para mutuários com renda mensal inferiores a 3 salários mínimos (Santos, 1999).

A partir de meados da década de 1970 elevaram-se os números de unidades vendidas pelo programa desenvolvido pelas companhias e cooperativas habitacionais, com pico de atuação no final da década. Verifica-se que o SBPE no final da década de 1970 também registrou elevação, com apogeu no início da década de 1980. Contudo até 1984 os dois programas registram níveis baixos de atuação, recuando aos números iniciais do período.

Fica claro, portanto, a baixa representatividade dos programas alternativos ao longo do período, com uma atuação incompatível às necessidades habitacionais da população de até 3 salários mínimos, que em 2000 representavam 83,2% do déficit habitacional urbano (Fundação João Pinheiro, 2001).

Durante o período de funcionamento do BNH, de 1964 a 1984, foram financiadas entre todos os programas, 4,3 milhões de unidades habitacionais, distribuídas da seguinte forma:

- 18% para os programas alternativos, financiados com recursos do orçamento da união e do FGTS;
- 40% das unidades para as COHAB'S e COOPHAB'S com recursos do FGTS e ;
- 42% com recursos do SBPE, ou seja, 58% para beneficiários com rendimentos mensais de até 10 salários mínimos e 42% para a faixa superior a 10 salários. Pesquisas realizadas demonstram entretanto, que a atuação do BNH restringia-se a famílias com renda superior a cinco salários mínimos, ou seja, capazes de arcar com as prestações mensais de um financiamento (Royer, 2002).

O SFH e o BNH foram implementados para equacionar a questão de moradia para as famílias mais pobres e acabou sendo responsável por consolidar o mercado imobiliário urbano:

*(...) O investimento de vultosa poupança, parte compulsória*

*(FGTS) e parte voluntária (SBPE no financiamento à habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana, mudou a face das cidades brasileiras, financiando a verticalização das áreas residenciais mais centrais; contribuindo para o aumento especulativo do solo; dinamizando a promoção e a construção de imóveis (o mercado imobiliário atinge novo patamar e nova escala); diversificando a indústria de materiais de construção; subsidiando apartamentos para as classes médias urbanas; patrocinando a formação e consolidação de grandes empresas nacionais de edificação e mesmo de construção pesada, nas faraônicas obras de saneamento básico. (...)(Maricato, 1996).*

Paradoxalmente, enquanto os esforços do BNH eram realizados para melhorar as condições de moradia da população, as favelas urbanas cresceram significativamente durante sua existência. As unidades produzidas para a população de baixa renda eram muitas vezes utilizadas para fins eleitoreiros e a relação de troca de favores entre políticos e beneficiários do BNH impedia a execução de despejos como resposta aos elevados índices de inadimplência (Maricato, 1996).

Em 1985 foi criado um grupo de trabalho para diagnosticar a atuação do BNH, que concluiu pela incompatibilidade do mesmo com os propósitos da Nova República, cujo lema era “tudo pelo social”. A prioridade no campo da política habitacional passa a ser o atendimento da população de menor renda das periferias urbanas efetivamente não beneficiada pelo BNH (Royer, 2002).

No ano seguinte, em 1986, foi extinto o BNH; seus arquivos foram destruídos por um incêndio que possivelmente não tenha sido acidental (Maricato, 1996).

Com a sua extinção as atribuições do BNH foram divididas em três principais instituições:

- o Banco Central do Brasil assumiu a posição de órgão normativo e fiscalizador do SBPE;

- a Caixa Econômica Federal é a gestora do FGTS e agente financeiro do SBPE, e;
- a política habitacional e os programas alternativos ficaram a cargo de um órgão da esfera do executivo federal, sempre um ministério ou secretaria.

Uma das causas para o desequilíbrio do SFH foi a aceleração inflacionária a partir do final da década de 1970 com auge nos anos 1980 – implicando na deterioração dos salários dos mutuários, seguida pelo “gap” entre os índices de reajuste salariais e das prestações provocou já no início do SFH elevados níveis de inadimplência.

O sistema já era por concepção vulnerável às flutuações macroeconômicas, já que precisava da poupança nacional e do emprego para garantir a entrada de novos recursos e, portanto, seu equilíbrio atuarial (para alimentar respectivamente o SBPE e o FGTS). Seus índices de inadimplência elevados comprometeriam também o retorno dos recursos já aplicados no sistema e deveriam ser imediatamente atacados (Santos, 1999).

Para resolver essa situação o governo criou o plano de equivalência salarial, PES e o fundo de compensação das variações salariais, FCVS. Por esses instrumentos as prestações seriam reajustadas anualmente de acordo com os salários enquanto os saldos devedores continuavam sendo corrigidos trimestralmente. Para diminuir esse “gap” estabeleceu-se uma sobre prestação mensal que iria para o fundo de compensação das variações salariais, FCVS.

Todavia a entrada dos novos mutuários para o FCVS não foi suficiente para que ele tivesse condições de financiar integralmente o “gap” gerado pelo plano de equivalência salarial. A partir de 1979, com a inflação anual aproximando-se dos três dígitos a situação dos mutuários, com destaque para as classes média e alta, se complicou, pois o reajuste das suas prestações, excepcionalmente, ficou acima da correção salarial.

A partir de reivindicações das classes média e alta, em 1985 foi concedido um subsídio a todos os mutuários do sistema e o FCVS sofreu o início do desequilíbrio financeiro mais conhecido com “rombo do FCVS”. O desequilíbrio aumentou mais ainda em decorrência do Plano Cruzado de março de 1986 que estabeleceu uma regra de reajuste de prestações com base nos doze meses anteriores e subsequente congelamento das mesmas por um ano. Outros planos econômicos contribuíram em menor escala para aumentar o passivo total para o governo (Banco Central do Brasil, 2004).

Outro problema ocorrido ao longo da existência do SFH foi a dívida contraída pelo setor público, para investimentos em habitação e saneamento, junto ao FGTS. Essas dívidas, 75% do volume de crédito concedido com recursos do FGTS, foram continuamente renegociadas, com alongamento de prazos e facilidades, rompendo assim o equilíbrio financeiro do FGTS (Garcia e Castelo, 1996).

O final da década de 1980 foi marcado pela perda de fôlego do sistema como um todo, principalmente dos agentes financeiros públicos as COHAB'S, pelas restrições de endividamento impostas aos estados e municípios.

Na década de 1990 o FGTS recobrou sua capacidade de financiamento e serviu de fonte de financiamento para novos programas, como o pró-moradia e habitar-Brasil para famílias de até 3 salários mínimos e a carta de crédito – FGTS para a população com renda mensal até 12 salários mínimos.

Esses programas inseriram inovações já que o pró-moradia e o habitar-Brasil têm como alvo a população residente em áreas caracterizadas por altos índices de precariedade, como favelas; o programa carta de crédito – FGTS desvincula o crédito imobiliário individual do empreendimento imobiliário em si. Ou seja, uma família pode obter financiamento direto para a compra de uma unidade isolada, rompendo a lógica anterior de grandes financiamentos integrais para as construtoras e repasse apenas das unidades inseridas nesses empreendimentos ao consumidor final.

Ao todo o SFH financiou 5,6 milhões de unidades habitacionais, sendo que nesse mesmo período foram produzidas 31,6 milhões (Santos, 1999). Desta forma o sistema foi responsável pelo financiamento de apenas 18% das unidades construídas no país, sinalizando que a maioria das famílias optou por formas alternativas de financiamento, seja através de outros agentes como imobiliárias e construtoras, seja através de poupança própria.

Hoje o modelo de financiamento habitacional no Brasil está calcado no SFH que é composto pelo SBPE; fundos para-fiscais como o FGTS, e o sistema de financiamento imobiliário, o SFI. A seguir detalharemos esses eixos em termos de atuação mais recente.

### **3.2. Os fundos para-fiscais**

Dois fundos públicos de poupança compulsória constituída por depósitos mensais de empregadores são utilizados para conceder financiamentos habitacionais: o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (ou FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (ou FAT).

Esses dois fundos são considerados para-fiscais por originarem-se na cobrança de contribuições específicas, não sendo, portanto vinculações de impostos arrecadados (Pinheiro, 1997).

#### **3.2.1. Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS**

O FGTS foi criado pela Lei 5.107 de 13 de setembro de 1966, com o duplo objetivo de assegurar proteção financeira aos trabalhadores em situações de desemprego e aposentadoria e ser utilizado como fonte de recursos para aquisição da casa própria (Brasil, 1966).

A criação do FGTS tinha ainda um terceiro objetivo relacionado à eficiência alocativa do mercado de trabalho, ou seja, um dos objetivos era flexibilizar as demissões e acabar com a estabilidade aos 10 anos de serviço ao

obrigar às empresas a fazer o provisionamento das indenizações (Carvalho, Pinheiro, 2000).

O FGTS foi amplamente utilizado nas décadas de 1960 e 1970 como fonte de financiamento para o Estado na provisão de habitação e infraestrutura e sofreu graves problemas atuariais em função dos elevados índices de inadimplência dos programas habitacionais das companhias e cooperativas habitacionais e dos estados e municípios. Hoje esses problemas estão praticamente equacionados, a partir das negociações das dívidas dos estados e municípios (que por sua vez assumiram para si as dívidas dos mutuários finais das companhias habitacionais) e pagamento regular das parcelas acordadas (Carvalho, Pinheiro, 2000).

São diversos os fluxos de entrada e saída do FGTS, cujo órgão operador hoje é a Caixa Econômica Federal. A principal fonte de receita é o depósito mensal de 8% do salário de cada trabalhador, pelo seu respectivo empregador, em uma conta vinculada junto à Caixa Econômica Federal. Essas contas são remuneradas a uma taxa única de 3% a.a. e correção monetária.

Os principais fluxos de saída são os saques (nos casos de demissão, aposentadoria ou aquisição de moradia) e os fluxos de recursos para provisão de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana, tecnicamente dividida em: empréstimo, repasse e financiamento.

Empréstimos podem ser efetuados aos agentes financeiros ligados ao SFH. Dentre eles encontra-se a própria Caixa Econômica Federal que acumula as funções de agente operador e agente financeiro, assumindo perante o FGTS os riscos de crédito. Esse caráter dual da Caixa Econômica Federal restringe na prática o acesso de outros agentes financeiros aos recursos do FGTS, limitando a dinamização do mercado de crédito habitacional para a população de baixa renda.

Repastes correspondem ao fluxo financeiro do FGTS para o agente promotor ou mutuário pessoa jurídica, que podem ser cooperativas e companhias habitacionais ou incorporadoras que promovam a construção de



unidades habitacionais e a concessão de crédito às famílias. Financiamento é o crédito imobiliário direto ao mutuário pessoa física.

Todas essas modalidades de utilização dos recursos do FGTS são genericamente chamadas de aplicações e o retorno das mesmas constitui a segunda fonte de receita do fundo. Os mutuários pagam as parcelas referentes a juros e amortizações das dívidas assumidas junto ao FGTS aos seus respectivos agentes financeiros e promotores que os repassam ao agente operador que é a Caixa Econômica Federal. Os riscos das operações são assumidos pela Caixa Econômica Federal, pois o fundo não pode sofrer perdas de patrimônio (Pinheiro, 1997).

Fica claro que os fluxos de entrada e saída de recursos são complexos, abrangendo uma série de atores como os trabalhadores, bancos, companhias habitacionais e mutuários finais.

Todas as aplicações efetuadas com recursos do FGTS devem seguir às normas delineadas pelo conselho curador do FGTS, que é composto por três representantes dos empregados, três dos empregadores e seis do governo; e pelas diretrizes indicadas pelo agente gestor, atualmente representado pelo Ministério das Cidades, que é o responsável pelos orçamentos plurianuais, definições de metas e acompanhamento dos programas.

Todos os requisitos expostos a seguir devem necessariamente ser preenchidos para todas as operações de crédito com recursos do FGTS: garantia real; remuneração a taxa de juros média mínima de 3% a.a. além da correção monetária igual às contas vinculadas; rentabilidade suficiente para cobrir os custos operacionais e constituição de reserva técnica; prazo máximo de 25 anos; e aplicações em saneamento básico e infraestrutura urbana complementares aos programas habitacionais que devem compor pelo menos 60% dos recursos aplicados.

A capacidade de investimento do FGTS depende então de uma série de fatores como índices de emprego formal, níveis de emprego e renda para

garantir níveis adequados de adimplência, bem como custos operacionais. Depois de um período de corrosão do fundo em decorrência da concessão de créditos de baixa qualidade e elevados índices de inflação na década de 1980, como já explicamos na primeira seção deste capítulo, a partir da década de 1990 o FGTS retoma lentamente sua capacidade de investimento.

Contudo, somente no ano de 2000 percebeu-se um aumento significativo na capacidade de investimento do FGTS que atinge o patamar de 0,64% do PIB. Esse aumento pode ser explicado pelo crescimento econômico com aumento de contribuições e queda de saques, e também pelo saneamento do fundo iniciado em 1993, com renegociações de dívida entre outras medidas, proporcionando aumento da arrecadação dos empréstimos (Carvalho, Pinheiro, 2000).

As aplicações em habitação realizadas com recursos do FGTS são direcionadas à basicamente 5 programas dirigidos tanto ao setor público como ao setor privado. O pró-moradia e o convênio com o INCRA consistem em empréstimos ao setor público e as linhas imóvel na planta, material de construção e carta de crédito são programas direcionados ao setor privado, especificamente ao mutuário final, sendo que no caso do imóvel na planta há um incentivo aos construtores na medida em que eles utilizam-se desses recursos para financiamento do capital de giro da obra.

As condições do crédito imobiliário com recursos do FGTS oferecido pela Caixa Econômica Federal são: prazo de 12 a 360 meses, juros de 6% a 10,16% a.a., progressivos em função da renda, acrescidos de correção monetária, e valor venal máximo dos imóveis de R\$ 500.000,00 para aquisição de imóveis novos ou construção, imóvel na planta (Caixa Econômica Federal).

Muito embora as críticas ao FGTS estejam normalmente relacionadas aos custos e enrijecimento do mercado de trabalho formal, é importante ressaltar a fragilidade desse instrumento como grande financiador de habitação tendo em vista sua vulnerabilidade às flutuações conjunturais da economia, bem com a pesada estrutura burocrática na qual ele está inserido, o que dificulta sua utilização pelos agentes financeiros de forma mais flexibilizada e coerente com a

característica da população que precisa de habitação neste país.

O papel da Caixa Econômica como agente operador do FGTS requer a submissão de todos os créditos solicitados a todos os normativos desta instituição além das resoluções do Conselho Curador do FGTS, o que gera um excesso de normas e regularização prejudiciais à eficiência do fluxo de fundos para crédito imobiliário habitacional.

A Lei 10.188 de 2001 criou o programa de arrendamento residencial já previsto por meio de sucessivas medidas provisórias reeditadas a partir da medida provisória 1.823 de abril de 1999.

Esse programa prevê a utilização de recursos remanescentes de quatro fundos em extinção<sup>14</sup>, bem como a contratação de operação de crédito junto ao FGTS limitada a R\$ 2.450 milhões para operacionalizar o Programa de Arrendamento Residencial ou PAR.

A Lei prevê a criação de um patrimônio específico do programa que é contabilizado independentemente dos ativos da Caixa Econômica Federal, sendo apenas mantidos como propriedade fiduciária desta instituição que é agente gestor do programa.

O programa apresenta duas modalidades principais: construção e reforma. A Caixa Econômica Federal promove a contratação de empresas privadas para a construção ou reforma dos imóveis que virão a ser patrimônio do Fundo de Arrendamento Residencial – FAR, esse fundo é composto pelos recursos do FGTS e outros previstos na Lei de criação do PAR, bem como das receitas provenientes dos arrendamentos residenciais realizados. Quando o imóvel está pronto são fechadas operações de arrendamento ao beneficiário/arrendatário final.

O arrendamento ocorre por um período de quinze anos com prestações

---

<sup>14</sup> FAS – Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social, FINSOCIAL – Fundo de Investimento Social, PROTECH – Programa de Difusão Tecnológica e FDS – Fundo de Desenvolvimento Social.

calculadas a uma taxa de arrendamento mensal de 0,7% do valor final do imóvel. Ao final do período o morador pode exercer opção de compra do imóvel.

Esse programa ocorre também em parceria com os municípios através de convênios específicos onde estes se encarregam de indicar candidatos para arrendar os imóveis, indicar prédios viáveis para a modalidade de PAR reforma além de vender áreas de propriedade das companhias habitacionais com ou sem subsídio para empreendimentos PAR.

### **3.2.2. Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT**

O FAT foi criado em 1990 através das Leis 7.998 e 8.019 de 11 de janeiro e 11 de abril, que regulamentam a Constituição Federal de 1988.

Seu fluxo de receita principal é composto pelas contribuições financeiras dos empregadores do setor público e privado. O setor privado contribui com 1% (instituições sem fins lucrativos) e 0,65% (demais empresas) sobre a folha de pagamento. O setor público contribui com 1% das receitas correntes das receitas correntes adicionadas de transferências recebidas de outras esferas públicas nos casos de estados e municípios. Já as autarquias contribuem com 0,65% das receitas orçamentárias e as empresas públicas com 0,65% da receita operacional bruta (Pinheiro, 1997).

Os fluxos de saída são: transferências ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDES (40% das contribuições), seguro-desemprego, abono salarial, aplicações em depósitos especiais das instituições financeiras oficiais federais (como Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil), despesas com treinamento e pesquisas no âmbito do Sistema Nacional de Empregos, despesas operacionais e reserva mínima de liquidez (Pinheiro, 1997).

### **3.3. O Sistema brasileiro de depósitos de poupança – SBPE**

O sistema brasileiro de poupança e empréstimo ou SBPE, instituído na

criação do SFH, funciona através de agentes financeiros que trabalham com a modalidade de captação de recursos denominada caderneta de poupança. As diretrizes para aplicação dos recursos captados são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, que é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro nacional<sup>15</sup>.

Essas diretrizes são estabelecidas por meio de resoluções. A legislação específica em vigor em dezembro de 2011 inclui: Lei 4.380 de 21/08/1964, Lei 4.864 de 29/11/1965, Lei 8.004 de 14/03/1990, Lei 8.036 de 11/05/1990, Lei 8.177 de 01/03/1991, Lei 8.692 de 28/07/1993, Lei 10.150 de 21/12/2000; Decreto-Lei 2.291 de 21/11/1986; Resoluções do Banco Central 3.932 de 16/12/20120 (Banco Central do Brasil, 2011).

Atualmente, as normas do, disciplinam as regras para o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas instituições integrantes do SBPE, estabelecendo que 65%, no mínimo, devem ser aplicados em operações de financiamentos imobiliários, sendo que 80% do montante anterior em operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH e o restante em operações a taxas de mercado, desde que a metade, no mínimo, em operações de financiamento habitacional, bem como 20% do total de recursos em encaixe obrigatório no Bacen e os recursos remanescentes em disponibilidades financeiras e operações de faixa livre (Banco Central do Brasil, 2011)..

A questão básica a ser analisada é a interpretação dos 80% que devem ser aplicados no âmbito do SFH. De acordo com a Resolução 3.932 do Banco Central do Brasil, são consideradas operações de financiamento habitacional (Banco Central do Brasil, 2011):

- Créditos para aquisição de imóveis novos ou usados;

---

<sup>15</sup> O CMN é constituído pelo Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), pelo Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil (Bacen). Os serviços de secretaria do CMN são exercidos pelo Bacen. (Ministério da Fazenda, 2011).

- financiamento à produção de imóveis;
- compromentimentos futuros para a concessão de crédito
- para compra de imóveis ainda em fase de produção;
- cartas de crédito com prazo de validade máximo de 120
- dias para aquisição ou construção de imóveis;
- aquisição de material de construção ou reforma;
- cédulas e letras de crédito imobiliário e cédulas
- hipotecárias emitidas no âmbito do SFH;
- certificados de recebíveis imobiliários;
- direitos creditórios originados em compromissos de compra venda de imóveis;
- quotas de fundos de investimento imobiliário e de fundos de investimento em direitos creditórios com carteiras constituídas por financiamentos habitacionais;
- Operações remanescentes de normas já não mais em vigor;
- saldos de depósitos no Fundo de Apoio à Produção de Habitações para a População de Baixa Renda (Fahbre) e no Fundo de Estabilização (Festa);
- créditos junto ao Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS);

- créditos de dívidas novadas do FCVS;
- descontos concedidos em contratos com previsão de cobertura pelo FCVS;
- imóveis residenciais recebidos em liquidação de
- financiamentos habitacionais.
- saldos de financiamentos negociados no âmbito do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).

Existe uma ampla gama de alternativas para aplicação das exigibilidades mínimas que originalmente eram destinadas apenas à concessão de crédito para moradias de interesse social, com valores teto e taxas de juros limitadas.

Hoje, de acordo com a Resolução 3.932, uma operação no âmbito do SFH está limitada a financiamentos de até R\$ 450.000,00 para imóveis avaliados até R\$ 500.000,00, a uma taxa de juros máxima de 12% a.a.

O único incentivo para as instituições financeiras concederem créditos menores é um mecanismo, também previsto nessa resolução, que permite para efeito de contabilização das exigibilidades mínimas a aplicação de um fator multiplicador de 1,5 para os saldos dos financiamentos concedidos para a aquisição de imóveis residenciais novos com valores limitados a R\$ 100.000,00 para os municípios de São Paulo e Rio de Janeiro e R\$ 80.000,00 para outras localidades do país.

Dessa forma, os créditos abaixo dos valores acima contam 1,5 vezes para o atendimento do percentual mínimo que deve ser aplicado pelos bancos em créditos dentro do SFH.

Do total de depósitos 65% devem ser aplicados em crédito imobiliário, pelo menos 80% devem ser destinados a operações no âmbito do SFH e o restante a operações de crédito a taxas de mercado, sendo que no mínimo 50% devem ser aplicados em crédito imobiliário para fins habitacionais.

Quando a instituição financeira não atende as exigibilidades acima descritas, o saldo remanescente é recolhido ao Banco Central e remunerado mensalmente pela remuneração da poupança (6% a.a.) mais uma taxa de juros de 0,5% a.a., ou seja, mesmo nos casos de não atender as obrigações previstas os bancos têm um spread garantido de 0,5% a.a.

### **3.4. O Sistema de financiamento Imobiliário – SFI**

Em 1997 foi criada a Lei 9.514, aprovada pelo Congresso Nacional a partir de uma proposta de lei da Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário (ABECIP), que estabeleceu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), sistema de financiamento complementar ao Sistema Financeiro de Habitação. Foram então realizadas inovações no financiamento imobiliário nacional, com a criação de instrumentos de securitização imobiliária, ou seja, que possibilitam a transformação de bens imóveis em títulos mobiliários, como os Fundos de Investimento Imobiliários (FII's) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's). A lei que criou o SFI introduziu também um novo veículo legal denominado Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, sociedades com propósitos de fazer a securitização dos recebíveis imobiliários através da emissão dos CRI's, títulos imobiliários equivalentes a debêntures.

Estas inovações buscaram articular o setor imobiliário com o mercado financeiro, estabelecendo um processo de desintermediação bancária para o financiamento da produção, ao mesmo tempo em que oferecem possibilidades de ganhos financeiros aos investidores. A partir de 2002 alguns FII's passaram a ser negociados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, representando um marco na integração do setor imobiliário com o mercado financeiro.



Ambos são formas de securitização<sup>16</sup> de ativos imobiliários, cujo sentido é a conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado financeiro. Esses ativos possuem como lastro os imóveis que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas nos fluxos de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis (Vendrossi, 2002).

A Lei prevê um Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, composto por caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e outras a critério do Conselho Monetário Nacional.

A Lei viabiliza a emissão do denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI. Tal certificado tem por objetivo efetivar a securitização dos créditos imobiliários das empresas integrantes do SFI. A securitização poderá ocorrer também através da emissão de outros títulos de crédito.

O CRI capta recursos de investidores institucionais em prazos compatíveis com os financiamentos imobiliários. A emissão do CRI se dá a partir de um Termo de Securitização que especifica os créditos imobiliários que lastreiam a operação. Este termo é registrado no Registro de Imóveis e na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – CETIP é responsável pelo registro das negociações envolvendo os CRI.

Outros instrumentos interessantes são o regime fiduciário sobre créditos imobiliários e a alienação fiduciária de bens imóveis. Ambos são importantes mecanismos para o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas, na medida em que resolvem alguns problemas identificados no Sistema Financeiro de Habitação – SFH.

---

<sup>16</sup> Securitização (do inglês securitization) é uma prática financeira que consiste em agrupar vários tipos de ativos financeiros (notadamente títulos de crédito tais como faturas emitidas e ainda não pagas, dívidas referentes a empréstimos e outros), convertendo-os em títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais.

O regime fiduciário sobre créditos imobiliários viabiliza a não inserção dos créditos imobiliários que lastreiam uma série de CRI no patrimônio da empresa securitizadora. Desta forma, o investidor ao adquirir CRI possui uma garantia explícita de que os créditos imobiliários (lastro da operação) estão imunes a eventuais ações judiciais contra a empresa securitizadora.

A operacionalização do regime fiduciário se dá através da criação de sociedades de propósito específico para incorporar os créditos imobiliários, segregando-os assim do patrimônio da securitizadora.

A alienação fiduciária de bens imóveis funciona como um facilitador na concessão de financiamentos imobiliários. Com o instrumento do contrato de alienação fiduciária o financiador detém a posse direta do imóvel através da propriedade fiduciária, e o devedor assume então a figura de possuidor direto do imóvel. Liquidado o financiamento cessa-se o contrato e o comprador assume a propriedade plena do imóvel.

A introdução da alienação fiduciária para os bens imóveis segue o modelo predominante no mercado de financiamento de bens móveis (por exemplo: automóveis) e vem resolver um problema significativo no mercado de financiamento habitacional: a necessidade de recorrer a longos procedimentos judiciais para a retomada de um imóvel em casos de inadimplência.

Dessa forma, através deste novo modelo representado por essas três inovações fundamentais: o Certificado de Recebíveis Imobiliários, o regime fiduciário sobre créditos imobiliários e a alienação fiduciária de bens imóveis, foram instituídas as bases para a reativação do mercado de financiamento imobiliário no país, garantindo assim a oferta necessária de créditos imobiliários para o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas.

A Cibrasec é a primeira empresa de securitização do Brasil, e não sofre grandes pressões concorrenciais. O objetivo principal da empresa consiste em desenvolver o mercado secundário de hipotecas no país, de forma a ampliar a liquidez das instituições de financiamento habitacional no país para aumentar a oferta de empréstimos para aquisição de moradias (Atlantic Rating, 2002).

A Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC foi criada em 1997 como a primeira empresa de securitização do país, tendo como composição acionária 23 bancos e pequenas companhias de crédito imobiliário como apresentado a seguir:

**TABELA 1 – COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DA CIBRASEC**

Nº	Grupo	Acionista	Nº de Ações	Percentual de Participação
1	1	BANCO ITAÚ UNIBANCO S/A	11.600	17,5750%
2	2	BANCO SANTANDER BRASIL S/A	9.000	13,6357%
3	3	BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	6.000	9,0905%
		BANCO DO BRASIL S/A	2.000	3,0302%
4	4	BANCO ALVORADA S.A	6.000	9,0905%
5	5	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	6.000	9,0905%
6	6	INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION	6.000	9,0905%
7	7	ASSOCIAÇÃO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMO (POUPEX)	6.000	9,0905%
8	8	COMPANHIA PROVÍNCIA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO	1.028	1,5575%
9		LARCKY SOCIEDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A	888	1,3454%
10		HABITASUL CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A	888	1,3469%
11		FAMÍLIA PAULISTA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A	179	0,2712%
12		ECONOMIA CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A - ECONOMISA	1.060	1,6059%
13		COBANSÁ COMPANHIA HIPOTECÁRIA	1.079	1,6347%
14		CHB - COMPANHIA HIPOTECÁRIA BRASILEIRA	404	0,6120%
15		ASSOC. DE POUPANÇA E EMPR. PERNAMBUCO - APEPE	30	0,0455%
16		APEMAT CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A	179	0,2712%
17		APEAL CRÉDITO IMOBILIÁRIO S/A	264	0,4000%
18	9	BANCO CITIBANK S/A	1.500	2,2726%
19		BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A - BANRISUL	2.000	3,0302%
20		BRB - BANCO DE BRASÍLIA S/A	2.100	3,1817%
21		BANESTES S.A - BANCO DO ESTADO DO ESPÍRITO SANTO	1.800	2,7271%
22	9	ABECIP - ASSOC. BRAS. ENT. CRÉDITO IMOB. E POUP.	3	0,0045%
			<b>66.003</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: <http://www.cibrasec.com.br/composicao.html>

### 3.5. Programa Minha Casa, Minha Vida.

Não poderíamos encerrar esse capítulo sem comentar a principal ação estatal do últimos anos no campo do financiamento imobiliário: o Programa Minha Casa, Minha Vida. Lançado ainda durante o governo Lula, ele visa atender famílias de baixo poder aquisitivo que de outra forma não teria acesso a esse tipo de crédito.

Estima-se que graças ao Programa o setor de habitação deve continuar crescendo nos próximos anos. Dos R\$ 209,6 bilhões a serem desembolsados por meio do programa a título de subsídios e financiamentos, R\$ 55,6 bilhões foram liberados e a previsão era alcançar R\$ 58,1 bilhões até o fim de dezembro de 2011. O ritmo de contratações e desembolsos começou a aumentar a partir

do fim de 2009. Naquele ano as construtoras integrantes do programa absorveram R\$ 6,0 bilhões; em 2010, R\$ 24,2 bilhões. Em 2011 R\$ 27,8 bilhões. Até 2016, os restantes R\$ 134,3 bilhões serão liberados.

Além do financiamento dos bancos públicos, concentrado basicamente na Caixa (R\$ 121,09 bilhões), o orçamento inclui subsídios do Orçamento Geral da União (OGU) e do FGTS, respectivamente de R\$ 62,8 bilhões e R\$ 25,7 bilhões do valor total.

Até o fim de 2011 terá sido contratada a construção de 1.568.843 moradias, das quais 426.529 referem-se à segunda fase, lançada em 2011. Entre 2012 e 2014 deverão ser contratadas 1.568.843 habitações.

Com essa dimensão, o Minha Casa, Minha Vida tem sido decisivo para o desempenho do setor. Na Caixa, que concentra mais de 70% do crédito imobiliário do país, representou cerca de metade dos contratos em 2010 - 661 mil, de um total de 1,23 milhão. O valor total dos financiamentos do banco alcançaram R\$ 76 bilhões no ano passado e devem subir entre 8% e 10% em 2011, mantendo a curva ascendente dos últimos anos. Em 2003, a Caixa emprestou R\$ 5 bilhões, que saltaram para R\$ 23 bilhões em 2008 e R\$ 47 bilhões em 2009.

#### **4. – FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL: PROPOSTAS PARA UM MODELO MAIS EFICAZ**

Os capítulos anteriores foram dedicados a explorar os aspectos envolvendo o financiamento imobiliário pela ótica dos exemplos internacionais e também a realidade brasileira. No presente capítulo a intenção é apontar possíveis caminhos a serem seguidos para minimizar o grande “gap” entre a demanda por crédito imobiliário e sua disponibilidade na economia brasileira. Conforme já abordado um indicador adequado de se avaliar a maturidade e sucesso do crédito imobiliário de um país é analisar a relação do valor de crédito versus o PIB. Neste quesito o Brasil ainda tem muito a evoluir para chegar próximo de qualquer indicador dos países desenvolvidos.

Analisando sob a perspectiva econômica a representatividade do crédito imobiliário em relação ao PIB depende do deslocamento das curvas de demanda e oferta para patamares muito superiores aos atualmente observados.

É importante esclarecer que não existe uma única medida que realize o deslocamento das curvas. Existe sim, uma série de alternativas que combinadas podem realizar o deslocamento destas curvas, aumentando a percentual de crédito imobiliário concedido no país e por sua vez, aumentando o número de habitações próprias, aumentando o giro da economia, aumentando o número de empregos e trazendo todos os benefícios conhecidos desta importante carteira de crédito.

Para apresentar as alternativas com base nas experiências internacionais e nas projeções das necessidades brasileiras para o crédito imobiliário dividiremos os possíveis ajustes sob a ótica da Demanda (mutuário) e sob o ponto de vista da Oferta (sistema financeiro).

##### **4.1.– Demanda total VS. Demanda Efetiva.**

É necessário que seja analisada a questão da qualidade da demanda

pelos recursos disponíveis – cabe ao mutuário não apenas desejar o acesso ao crédito imobiliário, mas ele deve ter condições de sinalizar sua condição de repagamento.

#### **4.1.1. Capacidade de pagamento**

Abordaremos a questão da capacidade de pagamento das famílias brasileiras através da análise da evolução da renda no país, tomando o salário mínimo e as linhas de pobreza e indigência como referência e questões como a distribuição de renda e desigualdade.

É importante notar que, enquanto no Brasil o salário mínimo (SM) se mantém como um piso mínimo de atendimento das necessidades básicas do trabalhador e de sua família, função esta que ainda hoje sequer é cumprida como será evidenciado na revisão sobre linha de pobreza a seguir, em diversas nações, ao longo do século XX, como por exemplo, a França, o SM “descolou-se da simples concepção de piso monetário essencial à sobrevivência do trabalhador, para incorporar o objetivo de integração dos frutos do desenvolvimento econômico aos trabalhadores de menor remuneração e baixo grau de organização sindical” (Pochmann, 2005).

Pochmann (2005) analisa que, entre 1980 e 2005, a parcela salarial – participação do rendimento do trabalho no total da renda nacional – foi fortemente reduzida no Brasil, passando de 50% do total renda nacional para quase 35%, enquanto a parcela referente às outras formas de rendimento do capital (lucros, juros, aluguéis) dobrou, em termos reais, aumentando sua participação na renda nacional, em 28,6%. Nesse mesmo período o SM perdeu 55% de seu poder aquisitivo. Entre 1986 e 1993, o rendimento médio real de todos os ocupados com renda registrou significativa queda de 30,6% e continuou a cair, embora em ritmo menor, de 16,5% entre 1995 e 2003. Pochmann (2005) observa ainda a elevação da desigualdade no mercado de trabalho – em 2003, a diferença entre o maior e o menor rendimento do trabalho no Brasil era de 127,8 vezes, apresentando uma redução em relação a 1995, quando era de 135,3

vezes, porém bem maior que a de 103,3 vezes em 1979.

Outra questão que deve ser considerada é a progressividade da carga tributária no Brasil, já que tem profundo impacto na redução da capacidade de consumo das famílias. Enquanto a carga tributária média, em 2008, correspondeu a 36,2% do PIB, famílias com renda de até 2 SM pagam 48,8% ou mais da sua renda em tributos, mas famílias com renda acima de 30 SM contribuem, em termos relativos, com bem menos, cerca de 26% da sua renda.

Iniciativas para garantir renda mínima às famílias, independente de situações específicas como desemprego, começaram em 1991, com um Projeto de Lei do Senado (Nº 80) que propôs a instituição do Programa de Garantia de Renda Mínima (PGRM) para cidadãos acima de 25 anos, que auferissem rendimento mensal bruto inferior a 2,5 SM.

Em 1995, o programa Bolsa Escola implantado em Brasília estabelecia uma complementação de renda equivalente a 1 SM para famílias que tivessem renda inferior a 0,5 SM per capita, vinculado à frequência das crianças na escola.

A reduzida capacidade de pagamento das famílias tem reflexo perverso em sua condição de acesso à financiamentos, função do relativamente alto custo de moradia, especialmente nas áreas urbanas, além do impacto das taxas de juros, spreads, demais custos e restrições de acesso ao crédito.

À demanda potencial corresponde ao déficit acumulado somado à demanda que se configura a cada ano.

Um estudo do CEDEPLAR<sup>17</sup>/UFMG (2007) estima que a demanda por novas unidades somará, entre 2008 e 2023, cerca de 27 milhões de unidades, 62% delas compostas por famílias com renda mensal de até R\$ 1,2 mil. Para zerar o déficit e atender plenamente a demanda futura, seria necessário,

---

<sup>17</sup> Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional de Minas Gerais

portanto, produzir e financiar mais de 33 milhões de novas unidades nesses próximos 15 anos, o que equivale a uma produção formal anual de mais de 2 milhões de unidades e a níveis de crédito bem superiores aos picos de 600 mil financiamentos de 2008. Das 33 milhões, na faixa de até 3 SM de renda familiar, são 22,35 milhões, uma média anual de 1,5 milhões de novas unidades populares. Na CAIXA, agente do SFH mais voltado para o financiamento à habitação de interesse social, entre 2005 e 2007, do total de financiamentos concedidos, excluindo os financiamentos caucionados pelas prefeituras, apenas 8,5% destinaram-se a famílias com renda de até 2,5 SM.

Apenas a título de um exercício hipotético, supondo uma família com renda mensal equivalente a 2 SM e apta a realizar um comprometimento de renda de 25% com a prestação de um financiamento habitacional, teríamos um valor máximo financiável de R\$ 26 mil.

A simulação acima demonstra o quão distante está uma família cujo rendimento mensal equivale a 2 SM de financiar um imóvel, já que o crédito que consegue (teoricamente) obter é insuficiente para a aquisição de uma unidade regular.

Tudo o mais constante, se o prazo e o comprometimento de renda forem estendidos para o máximo – 360 meses e 30% – e a família contar com o subsídio da Res.460/PMCMV – equalizando a taxa de juros para 5% a.a. e assumindo a taxa de administração – o valor financiável sobe para R\$ 48 mil.

Porém, em função da extensão do prazo, só seria possível financiar 80% do valor do imóvel ( $LTV=0,8$ ). Ou seja, a família teria ainda que conseguir subsídio ou uma poupança própria para complementar a diferença de R\$ 12 mil, para a aquisição de um imóvel de R\$ 60 mil. Aqui, em face dos subsídios, já se viabiliza uma aquisição. Contudo, considerando o prazo alongado e o percentual máximo de comprometimento, é provável que essa família não passe na avaliação de risco do agente financeiro.

A equação que permite o acesso das famílias é composta, de um lado,



pela capacidade de pagamento da família – renda, poupança e subsídios – e de outro, pelos custos e condições de crédito somado ao preço da habitação.

O baixo poder aquisitivo das famílias, resultante dos reduzidos salários, impede que a necessidade de habitação se transforme em demanda efetiva.

A dificuldade para acessar o crédito de longo prazo mesmo à taxas mais baixas ofertadas pelo SFH, em função da reduzida capacidade de pagamento, soma-se a exigência de entrada, demais custos e taxas, falta de garantias satisfatórias e a dificuldade para demonstrar renda, no caso de atividade produtiva informal, tão comum entre essas famílias. A expansão do crédito para baixa renda vem ocorrendo no comércio varejista, mas à custa de taxas elevadíssimas de juros – em torno de 6 a 7% ao mês no crediário de lojas (Casas Bahia, C&A, Magazine Luiza, etc.) e ainda mais alto nos cartões de crédito, chegando a 12% ao mês.

Ou seja, embora existam outros obstáculos para a expansão do crédito habitacional conforme já explicitado, é preciso dotar as famílias da capacidade de assumir um compromisso financeiro de longo prazo, dentro de condições razoáveis, para que possamos atingir níveis de crédito comparáveis aos demais países – nos economias consideradas desenvolvidas mais de 90% dos domicílios são acessados através de crédito imobiliário, na América Latina, estima-se que apenas 30%.

Embora o aquecimento do setor imobiliário e a incorporação do crédito de longo prazo nas estratégias bancárias ainda não abarcaram as famílias com renda inferior a 5 SM e a Política Habitacional estabelece subsídios para um horizonte de apenas 3 anos e para o financiamento de 400mil unidades até 3 SM, as estimativas apontam para necessidades da ordem de 22,3 milhões de unidades a serem providas, até 2023, para famílias cujos rendimentos não devem ultrapassar 3 SM. O incremento, através do crédito, de 3 milhões de moradias formais ao estoque de domicílios permanentes no país, o correspondente ao atendimento de 50% do déficit, já situaria a relação crédito/PIB em 10%, patamar médio dos países em desenvolvimento. Contudo,

a análise aqui delineada sugere o quão distante podemos estar dessa meta, se mantidos os atuais níveis de renda/pobreza e a insuficiente intervenção estatal que caracterizaram o Brasil até recentemente.

Até aqui nos dedicamos a deixar claro que, em se tratando do mercado imobiliário, a demanda efetiva por domicílios é muito inferior a demanda total.

Se do ponto de vista do rendimento médio das famílias menos favorecidas a solução ainda está distante, no mercado de crédito encontram-se muitos possíveis mutuários que não chegam a obter aprovação de suas operações, mas teriam condição para tal.

Portanto, a partir do próximo ponto apresentaremos alguns mecanismos que podem servir como sinalizadores da capacidade de pagamento das famílias.

#### **4.1.2. Bureaus de crédito e histórico de pagamento**

Sob o ponto de vista da informação creditícia e a consequente decisão favorável de crédito para o financiamento imobiliário, ferramentas ou incentivos públicos devem ser criados possibilitando a redução das assimetrias.

Sendo assim sugerem-se duas ações práticas:

- A criação e manutenção de um bureau positivo de informações de crédito, aliado;
- ao incentivo de um modelo de poupança previa que permitiria que as instituições financeiras pudessem ter um histórico de pagamento do mutuário, principalmente os de baixa renda.

Especificamente quanto a criação de um cadastro positivo no Brasil, após uma longa deliberação no Congresso Nacional, a presidente Dilma Rouseff aprovou a implantação desta ferramenta no país em junho de 2011. Atualmente

os principais bureaus de informação (Serasa Experian, Boa Vista, FICO) estão iniciando parcerias junto a bancos e lojistas (crédito direto ao consumidor) a fim de operacionalizar a ferramenta. Para os primeiros meses de 2012 espera-se que o Conselho Monetário Nacional regulamente a matéria.

#### **4.1.3. Cadastros Negativos**

Outra ferramenta utilizada pelos bancos para enfrentar os riscos de assimetria de informações é a inclusão dos maus créditos em listas de inadimplentes, também conhecidas como cadastros negativos. Ao efetuar a “negativação” de um cliente o banco se utiliza de uma ferramenta de pressão para forçar que o mesmo cumpra com suas obrigações contratuais.

Estes cadastros negativos também servem como um meio de sinalizar ao resto do mercado financeiro que os clientes que lá estão inclusos não são bons pagadores, o que implica em fechamento de mercado de crédito para tais pessoas.

Vê-se que desta forma o banco diminui os dois tipos de problemas ligados a informação, a seleção adversa é diminuída, pois se o devedor está “negativado” não merece crédito na instituição ou seja o contrato não chegará a se efetivar, e se depois de assinado, o devedor vier a apresentar risco moral ele pode ser ameaçado de “negativação” o que deve servir de estímulo para a correção de comportamento por parte do devedor.

Portanto, cadastros negativos e mais ainda cadastros positivos (como o já comentado) deveriam facilitar o acesso ao financiamento imobiliários de mutuários que comprovassem um “bom comportamento” do ponto de vista creditício.

#### **4.1.4. Monitoramento**

Segundo Mishkin (2000) uma vez concedido o empréstimo, o tomador do

recurso tem um incentivo para se engajar em atividades arriscadas que diminuem a probabilidade de pagamento do empréstimo. Para reduzir este risco moral<sup>18</sup>, as instituições financeiras devem aderir ao princípio de administração de risco de crédito segundo o qual as atividades desenvolvidas pelo devedor sejam monitoradas a fim de assegurar o cumprimento do que foi estabelecido pelo contrato de empréstimo.

Para que isso seja possível as instituições têm que manter severo controle de suas carteiras de crédito para identificar operações que apresentem maiores riscos de inadimplência.

Para incentivar o devedor a manter um relacionamento de longo prazo com o credor, cumprindo as disposições contratuais, o banco deve estabelecer um limite de crédito a ser revisado periodicamente o que facilitaria o acesso às informações acerca da capacidade financeira do devedor. O estabelecimento de limites de crédito remete a outra ferramenta que pode ser utilizada para reduzir o efeito da assimetria de informações que será apresentada a seguir.

Lembramos que o dispositivo do “monitoramento” já é utilizado no crédito imobiliário em vários países do mundo, sob o nome de poupança prévia, no qual é possível o acompanhamento do comportamento do futuro mutuário.

#### **4.1.5. Relações de Longo Prazo com o Cliente**

Para Mishkin (2000) uma outra forma de os bancos e outras instituições financeiras obterem informações sobre seus devedores de empréstimo é através de relações de longo prazo com o cliente. Conforme Boot (2000) o relacionamento bancário facilita a criação de um fluxo contínuo de informações entre o credor e o devedor que pode garantir o acesso aos fundos de financiamento disponíveis.

---

<sup>18</sup> Risco moral representa a possibilidade de um agente mudar seu comportamento depois do fechamento de um negócio, como a contratação de um seguro, por exemplo.

Se um possível devedor tem uma conta corrente ou de poupança (conforme já comentado) ou se pediu outros empréstimos a um banco no decorrer de um período longo, um analista de crédito pode verificar as atividades anteriores das contas e aprender bastante sobre o devedor. Se o relacionamento já existe, o banco conta com uma série de vantagens para avaliar o perfil de risco do cliente. Ao verificar o saldo em conta corrente, ou mesmo se o cliente mantém uma aplicação ou qualquer outra forma de reciprocidade é possível concluir que tipo de tomador este clientes será.

Essa condição se mostra bastante interessante no caso do financiamento imobiliário, pois como trata-se de um produto financeiro em que o seu repagamento levará alguns anos, facilita para o banco a criação de um relacionamento de longo prazo.

Boot (2000) desenvolve a ideia de que o relacionamento bancário é a principal forma de a instituição realizar a filtragem e o monitoramento de seus clientes. A partir de um relacionamento de longo prazo com um devedor específico é possível diminuir a ocorrência dos problemas de assimetria de informação, já que o comportamento do cliente já é conhecido e pode ser facilmente antecipado. Ainda segundo Boot, se o banco tem relacionamento com o devedor através de outros produtos como conta corrente, por exemplo, é fácil para a instituição acompanhar a capacidade de pagamento do devedor, simplesmente monitorando os depósitos e saques efetuados ao longo do tempo. Boot considera a troca de informações entre o banco e seus devedores como o maior benefício que o relacionamento bancário pode trazer.

Conforme Boot (2000) através do relacionamento bancário o devedor terá fortes incentivos para liberar informações para o banco, a fim de obter vantagens contratuais numa eventual renovação ou renegociação do empréstimo. Boot relaciona os seguintes benefícios originários do relacionamento bancário: (i) o relacionamento bancário facilita a confecção de contratos que satisfaçam as necessidades do credor, (ii) o relacionamento bancário facilita a inclusão de cláusulas restritivas que permitam o melhor controle do devedor, (iii) o relacionamento bancário facilita a monitoração dos colaterais (garantias)

estabelecidos no contrato, (iv) o relacionamento de longo prazo com um bom devedor certamente implicará em maiores lucros para o banco, do que relacionamento de curto prazo com devedores que apresentem maiores riscos de crédito.

O relacionamento bancário também encontra referência na aplicabilidade da sinalização proposta por Spence (1974), já que o comportamento prévio de um devedor fornece um importante sinal de seu comportamento para o banco. Conforme o autor, devedores que tiveram problemas de pagamento no início do relacionamento bancário, dificilmente serão considerados bons clientes pela instituição o que certamente diminuirá sua probabilidade de conseguir crédito no futuro.

Bebczuk (2000) argumenta que o passado pode disciplinar um devedor através da reputação. Se um devedor tem uma história creditícia questionável, em que uma escolha de maus projetos implicou num cumprimento errático dos compromissos financeiros assumidos, é bastante provável que os bancos se mostrem reticentes a conceder-lhe crédito ou somente o façam através de um custo muito elevado. Tal reputação só poderá ser determinada através do relacionamento bancário de longo prazo, confirmando a aplicação da ferramenta.

As vantagens de se estabelecer relações de longo prazo com os clientes sugerem que laços mais fortes entre as empresas e os bancos poderiam ser benéficos a ambos. O que se conclui de tal situação é de que quanto melhor as informações possam ser distribuídas no mercado de crédito, tanto melhor este mercado funcionará. Segundo Boot (2000) a duração do relacionamento bancário com um devedor afeta positivamente a disponibilidade de crédito além de que os termos dos contratos de empréstimo geralmente tornam-se mais brandos para o devedor à medida que o relacionamento bancário se intensifica, bem como a exigência de colaterais diminui. Estes resultados são consistentes com a ideia de que o relacionamento bancário de longo prazo facilita a troca de informações diminuindo os problemas de seleção adversa e risco moral no mercado de crédito.

#### 4.1.6. Garantias oferecidas

Uma das formas que o devedor tem de se mostrar comprometido com a transação é fornecer colaterais (garantias) de que se o projeto for mal sucedido, o mesmo dispõe de outros ativos para efetuar o pagamento.

Intuitivamente, quanto maiores forem os colaterais oferecidos pelo devedor a título de garantia ao contrato de empréstimo mais segura será a transação. Ou seja, conforme Cosci (1993) o candidato ao empréstimo que estiver mais disposto a oferecer seus ativos pessoais como colaterais resultará em mais qualidade ao contrato.

Para Barro (1976) o colateral funciona como um incentivo para o devedor pagar o empréstimo, já que se não o fizer terá que entregar um ativo de sua propriedade ao credor.

Conforme Bebczuk (2000) o colateral é um ativo do devedor que passa automaticamente a propriedade do credor quando os fluxos de recursos gerados pelo projeto de investimento sejam insuficientes para quitar a dívida.

Conforme Mishkin (2000) a garantia é a propriedade prometida ao credor como compensação se o devedor de empréstimo se tornar inadimplente. Por sua vez ela diminui as consequências da seleção adversa<sup>19</sup>, pois reduz os prejuízos do credor no caso de inadimplência num empréstimo. Se um devedor se tornar inadimplente, o credor poderá vender sua garantia e usar os proventos para compensar os prejuízos decorrentes do empréstimo.

Conforme Santos (2000) define-se garantia, em seu aspecto de risco, como a vinculação de um bem ou de uma responsabilidade conversível em numerário que assegure a liquidação de uma operação de crédito. A finalidade da garantia é evitar que fatores imprevisíveis, ocorridos após a concessão do crédito, impossibilitem a liquidação da operação.

---

<sup>19</sup> Seleção adversa representa a dificuldade que um agente financeiro tem para identificar mutuários com melhores condições de pagamento.

A contribuição de Gertler (1988) relaciona que quanto melhor for a posição patrimonial de uma empresa melhores serão suas condições de obter empréstimos, já que quanto maiores forem seus ativos melhores serão suas garantias para oferecer ao banco.

Segundo Cocco (2000) o colateral pode ser o responsável pela própria realização do projeto. Ele considera que os ativos de propriedade de empresário podem ter um valor de mercado menor do que os recursos necessários para a realização do projeto de investimento. Se o empresário tiver que vender seus ativos para realizar o projeto isto incorrerá em óbvia perda de bem-estar. Mas se ao contrário o colateral for entregue como garantia num contrato de empréstimo ele somente será liquidado em caso de fracasso do projeto, o que em última análise é melhor do que a venda antes da realização do projeto. Ele também aplica a exigência de colaterais para resolver o problema de Principal-Agente dentro dos bancos. Em seu exemplo ele presume que as agências de um banco são melhores informadas sobre a qualidade de seus empréstimos que a matriz do banco, no entanto os gerentes locais não têm incentivos em utilizar adequadamente esta informação nos empréstimos concedidos. Dada a dificuldade de monitoração das agências, a matriz pode simplesmente instituir regras que tornem obrigatória a utilização de colaterais nas operações de crédito o que diminuiria o risco para a carteira de crédito da instituição.

Segundo Spence (1974) ativos que podem ser oferecidos como colateral são sinais do comportamento do devedor. Os ativos são garantias ou modos de reduzir o prejuízo do banco no caso de inadimplência. Para Spence (1974) ativos também são índices, porque os devedores com bom patrimônio apresentam baixa probabilidade de não cumprir com seus compromissos, ou seja, para o autor ativos são ao mesmo tempo garantias e índices.

Como regra geral, os profissionais de crédito devem considerar que nenhum empréstimo deva ser concedido exclusivamente em função da garantia, por melhor que seja.



Quando da concessão de limites de crédito, a instituição financeira deve verificar qual garantia melhor se enquadra ao empréstimo pretendido. Dessa forma, é importante o conhecimento das diversas garantias que poderão ser fornecidas pelo cliente.

Considerando a problemática envolvendo a concessão de financiamento imobiliário para famílias de baixo poder aquisitivo, a análise das soluções sempre esbarra na dificuldade que esse tipo de mutuário tem de apresentar condições ou garantias de sua capacidade creditícia.

Da mesma forma, considerando o que já foi analisado no tópico sobre capacidade de pagamento dos mutuários que recebem como remuneração o salário mínimo, parece óbvio que no curto prazo não veremos grandes mudanças nesse aspecto.

Portanto, se faz necessário a criação de fundos garantidores para esse tipo de financiamento, a fim de que os bancos sejam encorajados a “apostar” nesse tipo de mutuário já que na outra ponta ele contará com recursos necessários para garantir o repagamento do crédito.

Em função da carência de investidores interessados em constituir esses tipos de fundos, caberá ao governo a criação e manutenção destes “pools” de recursos facilitando o “destravamento” do crédito para famílias de baixa renda.

Assumindo que o mercado de crédito (e para fins desse trabalho, especificamente crédito para fins de aquisição de imóveis) para funcionar precisa que os agentes envolvidos disponham de informações suficientes para tirar suas próprias conclusões sobre o comportamento do outro, quanto mais o devedor se mostrar honesto e disposto a cumprir o que for determinado pelo contrato, mais chances têm o negócio de ser bem sucedido.

#### **4.2. Lado da Curva de Oferta: como ampliar a oferta de crédito**

#### **4.2.1. O papel do sistema financeiro**

A seguir apresentaremos sugestões a serem aplicadas num processo de gestão de risco de crédito realizado pelos bancos para aumentar o montante de recursos destinados ao financiamento imobiliário.

#### **4.2.2. Especialização das entidades emissoras de crédito imobiliário.**

Mishkin (2000) chama a atenção para uma característica especial a respeito dos empréstimos bancários, é que geralmente o banco se especializa em emprestar para firmas locais ou para firmas em determinados setores, como o de energia, por exemplo. Mishkin prossegue dizendo que tal comportamento é surpreendente pois significa que o banco não está diversificando seu portfólio de empréstimos e portanto está se expondo a maiores riscos em virtude da concentração de ativos em um só setor.

Mas ao considerarmos a existência do problema de seleção adversa tal comportamento faz sentido, já que o banco é obrigado a separar entre os riscos de crédito bons e ruins. É decididamente mais fácil coletar e filtrar informações sobre empresas locais e determinar sua capacidade financeira para obter crédito do que coletar informações comparáveis sobre empresas localizadas a grandes distâncias da matriz do banco.

A premissa básica sobre a assimetria informacional é a diferença de conhecimento entre as duas partes de uma transação. Quando um banco mantém um relacionamento de proximidade a um determinado setor da economia e concentra seus empréstimos para somente empresas que atuem neste setor ele dilui esta diferença de informações, podendo avaliar muito mais facilmente os projetos que buscam financiamentos.

Um exemplo prático deste tipo de concentração são as cooperativas habitacionais que têm como associados pessoas interessadas em comprar ou construir suas moradias. À medida que somente pessoas com o mesmo

interesse se unem para a constituição de uma cooperativa, a instituição tem condições de identificar os associados que representam baixos ou altos riscos de crédito o que permite a cobrança de taxas de juros mais baixas quando da concessão dos empréstimos.

Outro bom exemplo de especialização no mercado de crédito imobiliário refere-se aos bancos emitentes de títulos hipotecários. Durante um bom tempo, essa solução mostrou-se bastante eficiente, contudo, em função da Crise de 2008, atualmente está em questionamento.

#### **4.2.3. Ampliação das fontes do crédito imobiliário**

Conforme já comentado várias vezes ao longo deste trabalho, para o crédito imobiliário funcionar adequadamente é necessário que existam fontes suficientes de recursos para “irrigar” as operações. No Brasil esse sempre foi um dos principais “gargalos”.

Apenas para efeitos de informação, a caderneta de poupança em 2011 obteve captação líquida - depósitos menos saques - de R\$ 14,186 bilhões, 63,3% a menos do que em 2010 (R\$ 38,681 bilhões), segundo dados divulgados no final de dezembro pelo Banco Central (BC). É o resultado mais baixo desde 2006, quando a captação líquida fechou em R\$ 6,472 bilhões.

As instituições financeiras que aplicam os recursos em crédito imobiliário tiveram em 2011 entrada líquida de R\$ 9,344 bilhões. Considerando os rendimentos, as cadernetas fecharam 2011 com saldo de R\$ 420,008 bilhões, ante R\$ 378,798 bilhões do ano anterior.

**Contrato de poupança prévia:** o que se propõe é a adoção de um modelo de poupança prévia, onde o mutuário se disporia em poupar ao longo de alguns anos a fim de sinalizar (e também de criar “funding”) para o sistema financeiro sua condição de poupador e de cumpridor das obrigações contratuais (repagamento).

Essa seria uma solução de longo prazo, onde o governo complementaria o rendimento da atual caderneta de poupança, de forma que sua captação aumente vigorosamente nos próximos anos.

**Mercado secundário:** apesar da crise deflagrada em 2008 no mercado hipotecário americano, o modelo funcionou muito bem durante várias décadas. A possibilidade de concessão de financiamento imobiliário para famílias de baixo poder aquisitivo via captação de “funding” através do lançamento de títulos imobiliários é bastante engenhosa e eficaz.

Claro que com a experiência americana é necessário que a duplicação do modelo em nosso país seja acompanhada de regras claras para o funcionamento deste mercado, bem como uma rede de proteção eficiente para as famílias mutuárias com a intenção de proteger o lado “mais fraco” na operação.

#### **4.2.4. Ajuste dos marcos regulatórios:**

O mercado de crédito intrinsecamente implica num problema de assimetria de informação – o credor não sabe de antemão de se o devedor pretende (ou tem condições) de cumprir com seu compromisso.

Portanto, os bancos criam forma de mitigar esses problemas de assimetria. O contrato de dívida é uma dessas formas. Ou seja, o que está desenhado neste documento tem que ser cumprido, tanto pelo devedor, como também pelo credor.

No Brasil ao longo das últimas décadas convencionou-se acreditar que contratos imobiliários “não valem tanto assim”. Ou seja, a execução imobiliária por falta de pagamento é extremamente morosa ou por assim dizer até ineficaz.

Ora, em ambientes assim é normal que o credor (no caso os bancos) se

ressinta em emprestar, o que em última instância causa um racionamento de crédito imobiliário – todos perdem. Bancos deixam de fazer negócios e possíveis mutuários não encontram novos financiamentos disponíveis para a aquisição de seus imóveis.

Contudo vale lembrar que em nosso país uma interessante tentativa de reversão deste cenário já está em curso. Conforme comentado no Segundo Capítulo, a aplicação da alienação fiduciária – a título de garantia – para contratos de financiamento imobiliário vem se mostrando eficaz. A despeito disso, ainda existe um longo caminho a percorrer no que diz respeito ao marco regulatório neste mercado.

Faz-se necessário que esse círculo vicioso seja rompido, que as entidades reguladoras ou até mesmo o Poder Judiciário aja com retidão e rapidez a fim de garantir segurança jurídica aos contratos imobiliários.

Desta forma apresentaremos os mecanismos existentes no mercado que tentam cumprir esse papel.

#### **4.2.4.1. Contratos de Dívida**

Uma vez realizada a avaliação de risco e tomada a decisão de assumi-lo concedendo o crédito, tem início o processo de sua formalização, através da assinatura de um contrato, o qual irá balizar, a partir de então, o relacionamento credor-devedor. O credor deve ter, de forma prévia à contratação, sistematizadas as informações relativas a ocorrência de risco moral e ao contexto jurídico no qual deverão ser resolvidos os eventuais conflitos com a outra parte, pois esse conhecimento poderá orientar suas exigências prévias com relação ao conteúdo da proteção contratual desejada.

Conforme já comentado anteriormente, o financiamento imobiliário implica num relacionamento de longo prazo com o cliente, portanto, é necessária a criação de ferramentas que orientem esse relacionamento e forneça segurança

jurídica para ambas as partes. Na prática através da constituição de um contrato de dívida, instituição financeira e mutuário celebram suas obrigações e direitos durante a vigência de seu relacionamento.

Para Braga (2000) além de prever o montante de empréstimo, o período e a taxa de juros, esses contratos procuram estabelecer cláusulas que, além de selecionar os devedores, induza-os a tomar as ações necessárias ao bom andamento do empreendimento financiado, possibilitando o pagamento do empréstimo mais os juros pactuados no prazo previsto.

Sob a análise de Mishkin (2000) o contrato de dívida é um acordo no qual o tomador do empréstimo se compromete a pagar ao banco quantias fixas em intervalos regulares. Mishkin chama a atenção que a partir da assinatura do contrato, o banco passa a ter direitos sobre os lucros da empresa devedora, o que pode implicar em incentivos aos gerentes daquela firma em esconderem os resultados a fim de diminuir o valor dos pagamentos. Tal atitude caracterizaria a ocorrência de risco moral no comportamento do devedor.

Na verdade a formalização de uma operação de crédito se dá por meio da assinatura do contrato, que em última instância deve servir como prova dos compromissos firmados entre as partes. O objetivo deste é exatamente diminuir a ocorrência dos problemas ligados a assimetria de informações, já que por estar formalizado deve servir como instrumento de imposição de uma das partes que se considerar prejudicada pelo comportamento da outra.

No entanto como já vimos, o risco moral ocorre exatamente após a assinatura do contrato de dívida, o que implica na utilização de outras ferramentas que possam diminuir o grau de incerteza vinculado aos contratos de empréstimo. Tais dispositivos serão abordados a seguir.

#### **4.2.4.2. Cláusulas Restritivas (“covenants”)**

O instituto de cláusulas restritivas constitui um sistema de garantia

indireta, próprio de financiamentos de projetos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, ou seja, é um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, que protege os interesses do credor e estabelece que determinados atos que devem ou não serem cumpridos, podendo ser um compromisso restritivo ou uma obrigação de proteção. Tais medidas visam limitar a ocorrência de risco moral ao delimitar o tipo de comportamento esperado do devedor.

No caso de financiamentos imobiliários as cláusulas restritivas determinam às obrigações das instituições e do mutuário, bem como prazo do financiamento, condições da obra (no caso de construção), etc.

Segundo Bebczuk (2000) o contrato de empréstimo inclui uma série de cláusulas para proteger os direitos do credor. A aceitação destas cláusulas por parte do devedor é positivamente interpretada pelo banco e pode implicar numa taxa de juros mais reduzida que a normalmente aplicada pela instituição.

Para Boot (2000) as cláusulas restritivas ajudam controlar potenciais conflitos de interesse, na verdade elas servem para guiar o relacionamento entre o banco e seu devedor, sinalizando qual o comportamento esperado e como ele deve ser pago.

Conforme Mishkin (2000) existem os seguintes tipos de cláusulas restritivas, a saber:

- cláusulas destinadas a diminuir o risco moral, fazendo com que o devedor prefira não desenvolver atividades que possam aumentar o risco;
- cláusulas destinadas a estimular o devedor a tomar atitudes que facilitem o pagamento do empréstimo ao credor;
- cláusulas destinadas a proteger o estado do colateral que garante a operação.

### **4.3. Considerações Finais**

Ao longo deste capítulo foram apresentadas as formas como o sistema financeiro pode ser encorajado a intensificar seu esforço no chamado financiamento imobiliário, bem como as possíveis ferramentas a serem desenvolvidas ou aprimoradas a fim de que as famílias possam comprovar seu comportamento de crédito e sua capacidade de pagamento.

A seguir apresentamos as conclusões que chegamos durante a confecção deste trabalho.



## 5. CONCLUSÃO

O objetivo fundamental deste trabalho foi o de explicitar a problemática envolvendo o financiamento imobiliário no Brasil, bem como apresentar as soluções desenvolvidas e implementadas por diversos outros países, para, a partir daí tentar propor sugestões viáveis ao desenvolvimento deste tipo de financiamento em nosso país.

Na Introdução deste trabalho deixamos claro que o acesso a capitais suficientes para a compra de um imóvel está muito distante da realidade das famílias de baixa renda do Brasil. Mesmo para extratos mais abastados de nossa sociedade se faz necessária a criação de modelos de financiamento viáveis e acessíveis.

Interessante comentar que, seja pela baixa geração de renda das famílias (consequência da baixa produtividade da mão de obra) ou pela simples dificuldade da geração de hábitos de poupança, o sistema financeiro nacional sempre enfrentou o imenso desafio da criação de uma “massa de recursos” que servisse de fonte para financiamentos desse tipo.

Exatamente por nossa crônica dificuldade de gerar “poupança interna” seja para investimentos ou para o “funding” imobiliário este trabalho em seu Primeiro Capítulo concentrou-se em identificar os modelos de financiamento utilizados em outros países, modelos estes que resolveram ou pelo menos minimizaram a questão da fonte dos recursos.

Claro que importar “soluções prontas” que se mostraram eficazes em outros países não pode ser considerado o melhor caminho para se resolver um problema complexo como o do financiamento imobiliário. É crucial conhecer e entender a situação nacional e suas particularidades.

Desta forma o Segundo Capítulo deste trabalho focou em reconstruir a história do financiamento imobiliário no Brasil, começando pelas reformas propostas pelos governos militares a partir de 1964, passando pela “aventura” da

criação e recriação do BNH, até as opções modernas.

O que fica claro é que inúmeras tentativas foram implantadas no Brasil, indo desde o financiamento público simplesmente até a recente canalização para os bancos privados do crédito imobiliário.

Infelizmente o que se percebe é que o mercado ainda não é maduro suficiente, seja na ponta do agrupamento dos recursos (via poupança pública ou privada) seja no repasse destes recursos (abrangendo tanto as camadas mais ou menos favorecidas da população).

Sendo assim o Terceiro Capítulo ousou apresentar possíveis opções que se, não resolvem pelo menos poderiam minimizar os efeitos do “gargalo” do financiamento imobiliário no Brasil.

Segundo o diagnóstico apresentado nesse trabalho, os problemas do financiamento imobiliário no Brasil passam por dois eixos: falta de capacidade de pagamento das famílias e, por conseguinte, desinteresse do sistema financeiro em ofertar recursos.

Desta forma as respostas estão no aumento do poder aquisitivo da população, além do aperfeiçoamento nas ferramentas que permitam às famílias sinalizar aos bancos sua capacidade de pagamento.

Quanto ao sistema financeiro, a solução passa pela ampliação das fontes de recursos disponíveis, bem como o fortalecimento dos mecanismos de gestão de risco (contratos, cláusulas restritivas, etc) para que os agentes tenham incentivos e menos restrições quando da alocação destes recursos.

Por fim, esperamos ter contribuído para a compreensão da problemática que envolve o financiamento imobiliário, indo do caráter agregado até o consequente repasse justo dos recursos, apontando um caminho viável para a concretização do tão difícil e esperado “sonho da casa própria”.

## REFERÊNCIAS

ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **História e Perspectivas do Crédito Imobiliário**. Edição de comemoração - 36 anos. São Paulo, 2003.

\_\_\_\_\_. **A evolução do crédito imobiliário no Brasil e medidas para viabilizar sua expansão**. Mimeo, agosto 2006, Abecip.

\_\_\_\_\_. **Seminário Internacional de Crédito Imobiliário**. Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. Publietto Editora. Rio de Janeiro. 2007

ARCOVERDE, Guilherme Lins. **O Mercado de Crédito no Brasil**. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Número 15, 2002.

BACEN - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil nº. 15**. Março de 2002.

BARRO, Robert J.. **The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest**. Journal of Money, Credit and Banking. nº 8, 1976.

BEBCZUK, Ricardo N.. **Información Asimétrica em Mercados Financeiros: Información y Aplicaciones**. New York; Cambridge University Press, 2000.

BONATTO, Alexsandro Rebello. **Gestão de risco de crédito – Uma abordagem segundo a teoria da informação assimétrica**. 2003.

BOOT, Arnoud W.A... **Relationship Banking: What Do We Know?** Journal of Financial Intermediation. vol. 9,.

BRAGA, Márcio Bobik. **Algumas Considerações Teóricas e Implicações Decorrentes da Relação Contratual Entre Credor e Devedor sob a Hipótese de Existência de Assimetria de Informação**. Texto para Discussão. 2000.

BRASIL. 1964. **Lei n. 4.380**, de 21 de agosto de 1964. Presidência da República. Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br> . Acesso em 10 de agosto de 2010.

\_\_\_\_\_. 1966. **Lei n. 5.107**, de 13 de setembro de 1966.. Presidência da República. Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br> . Acesso em 10 de agosto de 2010.

BROLLO, Fernanda. **Crédito Imobiliário e Déficit de Moradias: Uma Investigação dos Fatores Econômicos e Institucionais do Desenvolvimento Habitacional no Chile e no Brasil**. Fundação Getúlio Vargas. Escola de Administração de Empresas de São Paulo. SP, 2004.

CHIQUIER, Loïc e Lea, Michael, **Housing Finance Policy in Emerging Markets, The World Bank**. Washington, DC, 2009

COCO, Giuseppe. **On the Use of Collateral**. Journal of Economic Surveys. v. 14, nº 2, 2000,

COSTA, Ana Carla Abrão. **Mercado de Crédito: uma análise econométrica dos volumes de crédito habitacional no Brasil**. In: Trabalhos para discussão: Banco Central do Brasil. Brasília, 2004. Disponível em : < <http://www.bcb.gov.br> > acesso em: 20 nov. 2008.

COSCI, Stefania. **Credit Rationing and Asymmetric Information**. Vermont: Dartmouth Publishing Company Limited, 1993.

Diamond DB. 1998. **The transition in housing finance in central europe**. In: Housing finance international, 1998. Londres: IUHF. P. 15 -26.

Dübel, Achim. 2003. **Financial, Fiscal, and Housing Policy Aspects of Contract Savings for Housing (CSH) in Transition Countries—the Cases of Czech Republic and Slovakia**. Financial Sector Development Department of the World Bank. Washington, D.C.

Ferreira, T.; Penin, G. **A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky**. Informações FIPE, Outubro 2007. Disponível em: [http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10\\_25-29-ferr.pdf](http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf)

Friedemann, ROY, F. 2003. **Extending mortgage lending to middle and lower income groups in emerging economies – are contract savings systems (Csh) suitable?**. International Housing Finance Program At The Wharton School. Philadelphia.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

Fundação João Pinheiro. 2001. **Déficit habitacional no Brasil 2000**. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro, Centro de Estatística e Informações.

GARCIA F, CASTELO AM. 1996. **O Sistema Financeiro da Habitação: Problemas estruturais e diretrizes para uma reforma**. São Paulo. Pesquisa e Debate vol. 8

GERTLER, Mark. **Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview**. Journal of Money, Credit and Banking. v. 20, 1988,

GUTTENTAG JM. 1998. **Reorganizing housing banks**. In: Housing Finance International vol. março/1998. Londres: IUHF.

\_\_\_\_\_. 1998. **Secondary market-based versus depository-based housing finance systems**. In: International Union for Housing Finance (org.). Secondary mortgage markets: international perspectives. Londres: IUHF.

GUTTENTAG, JM, Lea MJ. 2003. **Types of housing finance systems**. In: Improving housing finance systems in emerging and advanced economies conference, junho de 2003. Pensilvânia: Wharton International Housing Finance Systems.

\_\_\_\_\_. 2003. **Secondary mortgage markets: an introduction**. In: Improving housing finance systems in emerging and advanced economies conference, junho de 2003. Pensilvânia: Wharton International Housing Finance Systems.

GUTTMAN, Robert. **How Credit Money Shapes the Economy**. M. E. Sharpe, Armonk, New York, 1951.

Hardt J., Lichtenberger JD. 2001. **The economic and financial importance of mortgage bonds in Europe**. In: Housing Finance International vol. junho/2001. Londres: IUHF.

IBGE, **Aglomerados Subnormais – Primeiros Resultados**, Dezembro/2011.

Disponível em:

[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/censo2010/aglomerados\\_subnormais/default\\_aglomerados\\_subnormais.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/censo2010/aglomerados_subnormais/default_aglomerados_subnormais.shtm)

LEA, Michael J. e RENAUD, Bertrand, 1995, **The World Bank Financial Sector Development Department**

LEA, Michael. **The International Housing Finance Sourcebook 2000**. Chicago: International Union of Housing Finance Institutions, Chicago.

LING, David C. e ARCHER, Wayne R. **Real State Principles: A Value Approach**. Florida: McGraw – Hill, 2010.

MARICATO E. 1996. **Metrópole na periferia do capitalismo**. São Paulo: Hucitec.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5ª edição. Rio de Janeiro, LTC, 2000.

MORANDI, L. (2003). **Estimativa do estoque de capital Fixo Brasil – 1950/2000**. Rio de Janeiro: IPEA / Dimac. (Texto para discussão).

MUTH, R. (1960) “**The demand for non-farm housing**”, in A.C.Harberger, ed., The demand for durable goods, University of Chicago Press, Chicago, 1960.

OLSEN, E.O. (1969) “**A competitive theory of the housing market**”, American Economic Review.

PINHEIRO, Armando Castelar e CABRAL, Célia. **Mercado de Crédito no Brasil: O Papel do Judiciário e de Outras Instituições**. Ensaio BNDES n. 9. Rio de Janeiro, 1998.

- PINHEIRO MM. 1997. **O papel dos fundos parafiscais no fomento: FGTS e FAT.** Texto para discussão 485. Brasília: IPEA. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/pub/td/1997/td\\_0485.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/1997/td_0485.pdf) . Acesso em 14 de maio de 2011.
- POCHMANN, Márcio. **Ciclos do valor do salário mínimo e seus efeitos redistributivos no Brasil.** Seminário CESIT: Salário Mínimo e Desenvolvimento. Campinas, abril, 2005. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/> Acessado em 20.10.2011.
- ROJAS, E. **The long road to housing sector reform: lessons from the chilean housing experience.** Housing Studies. Vol. 16, número 4. Londres: Carfax Publishing., 2001
- ROYER L. 2002. **Política habitacional no Estado de São Paulo : estudo sobre a Companhia de Desenvolvimento Habitacional e Urbano do Estado de São Paulo,** CDHU. São Paulo: Faculdade de Arquitetura e Urbanismo/USP.
- SANTOS CHM. 1999. **Políticas federais de habitação no Brasil: 1964/1998.** Texto para discussão 654. Brasília: IPEA. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td\\_0654.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td_0654.pdf) . Acesso em 12 de maio de 2011.
- SIQUEIRA, José Miranda de. **O Novo Sistema Financeiro Imobiliário.** Comentários à Lei nº 9.514/97. 2. Ed. Brasília: Projecto Editorial, 2002.
- SCHUMPETTER, Joseph Alois. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico.** Abril Cultural, SP, 1982.
- SLEATOR, Alexandra. 2003. **Moody's on European Covered Bonds.** Disponível em: [http://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/308C1E546468BEF7C12578A9002A51C1/\\$FILE/eur\\_vortr\\_mepfk\\_berlin\\_sleator2003%5B1%5D.pdf](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/308C1E546468BEF7C12578A9002A51C1/$FILE/eur_vortr_mepfk_berlin_sleator2003%5B1%5D.pdf). Acesso em 20 junho 2011.
- SPENCE, Michal. **Market Signalling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes.** London, England: Harvard University Press. 1974.
- Van Order, Robert. 2003. **“Public Policy and Secondary Mortgage Markets: Lessons from U.S. Experience.”** Freddie Mac. Presented at the World Bank Global Housing Finance Conference, March.
- VASCONCELOS, José Romeu de e JÚNIOR, José Oswaldo Cândido. **O Problema Habitacional no Brasil: Déficit, Financiamentos e Perspectivas.** Texto para discussão n. 410. Brasília: IPEA, 1996.
- VEDROSSI, A. O. **A securitização da recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil.** A. O. Vedrossi, E. Monetti – São Paulo: EPUSP, 2002. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/326). Disponível em:<

<http://www.realestate.pcc.usp.br/arquivos%20PDF/A%20Securitiza%C3%A7%C3%A3o%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios.pdf> >. Acesso em: 15 nov. 2008.

VENTURA, Eloy Câmara. **A evolução do crédito da antiguidade aos dias atuais.** Curitiba: Juruá Editora, 2000.