

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

RODRIGO XAVIER DE OLIVEIRA

**OS DESAFIOS DO FINANCIAMENTO DO CRÉDITO
IMOBILIÁRIO PARA A ESTABILIDADE FINANCEIRA**

São Paulo

2015

RODRIGO XAVIER DE OLIVEIRA

**OS DESAFIOS DO FINANCIAMENTO DO CRÉDITO
IMOBILIÁRIO PARA A ESTABILIDADE FINANCEIRA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como
requisito para a obtenção do título de Mestre
em Administração

**Orientadora: Prof^a. Dr^a. Raquel de Freitas
Oliveira**

São Paulo

2015

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

O48d	<p>Oliveira, Rodrigo Xavier de</p> <p>Os desafios do financiamento do crédito imobiliário para a estabilidade financeira / Rodrigo Xavier de Oliveira. - - São Paulo, 2015.</p> <p>107 f.</p> <p>Orientador: Prof^a. Dr^a. Raquel de Freitas Oliveira.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Mercado imobiliário – Economia – Brasil. 2. Crise financeira global, 2008-2009. 3. Habitação – Financiamento – Brasil. 4. Mercado financeiro - Brasil.</p>
CDD 333.3322	

RODRIGO XAVIER DE OLIVEIRA

**OS DESAFIOS DO FINANCIAMENTO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA A
ESTABILIDADE FINANCEIRA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração

COMISSÃO JULGADORA

**Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer
Fundação Getúlio Vargas (FGV – EEASP)**

**Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**Profa. Dra. Raquel de Freitas Oliveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

São Paulo, 26 de março de 2015.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela oportunidade de cursar esse mestrado, que está abrindo as portas profissionalmente e me engrandecendo pessoalmente, me dando disposição e discernimento para absorver as informações adequadas para esse momento da defesa.

Agradeço à Caixa Econômica Federal, empresa em que trabalho desde 2005, pelo apoio durante o curso, financiando boa parte do mesmo, motivo pelo qual me comprometo a retornar esse investimento em meu crescimento profissional na forma de trabalho, entregando os resultados esperados.

À Professora Doutora Raquel de Freitas Oliveira, pela paciência e sabedoria na condução de minha orientação, essencial para a conclusão deste trabalho, sempre com ideias e material adequado ao assunto, facilitando e muito meu trabalho.

À todo corpo docente da FECAP, que me propiciou aquisição de conhecimento no decorrer do curso, conhecimento esse que pude aplicar em minha vida profissional, me proporcionando maior gama de ferramentas para o trabalho diário.

Mas tudo isso não seria possível sem a base familiar, que, no papel de meus pais, me proporcionaram a melhor educação possível, mostrando sempre o melhor caminho a seguir, assim como a importância das atividades acadêmicas na formação profissional e pessoal.

E a minha esposa, Luciana Araujo, pela paciência por abrir mão dos poucos momentos em que poderíamos passar juntos para que eu me dedicasse ao mestrado, sempre me incentivando a procurar o melhor caminho. Esse apoio foi fundamental para que eu conseguisse aguentar o ritmo do curso.

RESUMO

A crise financeira internacional de 2007/2008 provocou uma severa retração na economia mundial. E os produtos voltados ao mercado imobiliário tiveram papel determinante na crise. Ao mesmo tempo, no Brasil, os financiamentos imobiliários aumentaram sua participação, tornando-se antídoto para a crise não atingir o país. Assim, com a importância desse mercado no Brasil e no mundo, o estudo objetiva auferir a evolução do produto nos Estados Unidos e no Brasil, chegando a situação atual, estimulando o debate da necessidade de utilização de novas fontes de recursos para que a oferta de crédito atenda a demanda. Concomitantemente ao estudo, foi instituída uma letra no país, a LIG com essa mesma finalidade, baseada no modelo europeu. Na tentativa de inferir sobre a percepção do mercado sobre a nova letra, um questionário foi aplicado aos atores do mercado. Os resultados sugerem que a nova letra não se tornará em médio prazo uma importante fonte de recursos.

Palavras Chave: Crise do *Subprime*. Crédito Imobiliário. Letra Financeira. Fonte de Financiamento e Política Anticíclica.

ABSTRACT

The international financial crisis of 2007/2008 caused a severe downturn in the world economy. In addition, the products aimed at the real estate market had a determining role in the crisis. At the same time, in Brazil, the mortgages increased their share; becoming antidote to the crisis did not hit the country. Thus, the importance of this market in Brazil and worldwide, the study aims to obtain the evolution of the product in the United States and in Brazil, reaching the current situation, stimulating discussion of the need to use new sources of resources for the provision of credit meets the demand. At the same time the study was instituted a letter in the country, ON with the same purpose, based on the European model. In an attempt to infer the market's perception of the new letter, a questionnaire was applied to market actors. The results suggest that the new letter will not become in the medium term an important source of resources.

Keywords: Subprime Crisis. Mortgage. Financial Bill. Funding Source and countercyclical policy.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – CRÉDITO IMOBILIÁRIO/PIB	21
GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO CRÉDITO IMOBILIÁRIO/PIB NO BRASIL	22
GRÁFICO 3 – INADIMPLÊNCIA SBPE	66
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO POUPANÇA/SBPE	74
GRÁFICO 5 – ESTOQUES POUPANÇA/FINANCIAMENTOS.....	74
GRÁFICO 6 – EMISSÕES DE SECURITIZAÇÃO (CRI) em R\$ (milhões).....	77

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DÉFICIT HABITACIONAL POR FORMA DE DOMICÍLIO	<u>23</u>
TABELA 2 – DÉFICIT HABITACIONAL POR FAIXA DE RENDA	<u>23</u>
TABELA 3 – ARRECADAÇÃO FGTS	<u>71</u>
TABELA 4 – CAPTAÇÃO POUPANÇA	<u>73</u>
TABELA 5 – RESULTADOS QUESTÃO 1	<u>89</u>
TABELA 6 – RESULTADOS QUESTÃO 2	<u>89</u>
TABELA 7 – RESULTADOS QUESTÃO 3	<u>90</u>
TABELA 8 – RESULTADOS QUESTÃO 4	<u>90</u>
TABELA 9 – RESULTADOS QUESTÃO 5	<u>90</u>
TABELA 10 – RESULTADOS QUESTÃO 6	<u>91</u>
TABELA 11 – RESULTADOS QUESTÃO 7	<u>91</u>
TABELA 12 – RESULTADOS QUESTÃO 8	<u>92</u>
TABELA 13 – RESULTADOS QUESTÃO 9	<u>92</u>
TABELA 14 – RESULTADOS QUESTÃO 10	<u>93</u>

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – QUADRO COMPARATIVO ENTRE AS LETRAS IMOBILIÁRIAS	84
QUADRO 2 – QUESTIONÁRIO	86

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	SITUAÇÃO PROBLEMA	12
1.2	JUSTIFICATIVA	14
1.3	OBJETIVOS	16
1.4	ESTRUTURA	16
2	METODOLOGIA	17
2.1	ABORDAGEM METODOLÓGICA A PARTIR DOS OBJETIVOS	17
2.2	DETALHAMENTO DO ESTUDO	18
3	PANORAMA DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E NO MUNDO	20
3.1	CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO	20
3.2	EVOLUÇÃO DO CRÉDITO E SUAS FONTES DE FINANCIAMENTO	24
4	O CRÉDITO IMOBILIÁRIO E SEU PAPEL EM CRISES FINANCEIRAS INTERNACIONAIS	30
4.1	POR QUE OCORREM AS CRISES?	30
4.2	A CRISE DE 1929	32
4.3	GOVERNMENT SPONSORED ENTITIES E O PAPEL DA SECURITIZAÇÃO E EVOLUÇÃO DOS PRODUTOS PARA O MERCADO IMOBILIÁRIO	34
4.4	EVOLUÇÃO E A CRISE DE 2008	36
5	CONTEXTO HISTÓRICO DO CRÉDITO HABITACIONAL NO BRASIL	45
5.1	ANTECEDENTES E CRIAÇÃO DO BNH, DO SFH E DO FGTS	45
5.2	FCVS E RAZÕES PARA O DESCASAMENTO	48
5.3	EVOLUÇÃO DA POLÍTICA DE CRÉDITO HABITACIONAL	50
5.4	DÉCADA DE 80 E AS CONSEQUÊNCIAS ÀS POLÍTICAS HABITACIONAIS	54
6	DOS ANOS 90 AOS DIAS ATUAIS: RENASCIMENTO DO CRÉDITO HABITACIONAL BRASILEIRO	59
6.1	ANTECEDENTES	59

6.2 OS CRÉDITOS GARANTIDOS POR HIPOTECA E O SURGIMENTO DO SFI.....	62
6.3 COMPARAÇÃO ENTRE HIPOTECA E ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA	63
6.4 ATUAL SITUAÇÃO ECONÔMICA E BOOM IMOBILIÁRIO	65
6.5 PROGRAMA “MINHA CASA MINHA VIDA”	68
7 PERSPECTIVAS FUTURAS PARA O FINANCIAMENTO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL.....	71
7.1 SITUAÇÃO DO SBPE	71
7.2 IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS ÀS NOVAS CONCESSÕES.....	75
7.3 ILUSTRAÇÃO DE ALTERNATIVA COMO BASE NA POLÍTICA EUROPEIA DE “COVERED BONDS”	77
7.4 QUESTIONÁRIO	86
7.4.1 RESULTADOS	88
8 CONCLUSÕES	94
REFERÊNCIAS	96

1 INTRODUÇÃO

1.1 SITUAÇÃO-PROBLEMA

O Brasil apresenta déficit habitacional elevado, de mais de 5 milhões de residências, conforme última Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) (LIME NETO; FURTADO; KRAUSE, 2013). Além disso, ainda possui bônus demográfico; ou seja, a diferença entre natalidade e mortalidade é positiva, o que faz com que mais moradias sejam necessárias para atender a uma demanda crescente. A moradia própria é um bem caro, que demanda um grande investimento para sua aquisição, mensurado em quatro vezes o valor da renda anual para países desenvolvidos e oito vezes para países subdesenvolvidos. Desse modo, para que as famílias tenham acesso à compra de imóveis, é essencial o acesso a financiamentos imobiliários de longo prazo (BALL, 2003 apud GEYER, 2009).

Este estudo pretende contribuir para a compreensão de diferentes aspectos do mercado de crédito imobiliário no Brasil, apresentando sua criação, evolução, cenários atuais e desafios futuros como, por exemplo, fontes alternativas de financiamento que possibilitem a expansão desse mercado e a redução da exposição ao risco de liquidez resultante do descasamento de prazos dos ativos e passivos.

A crise financeira internacional, que teve início no ano de 2007, colocou o mercado habitacional em evidência, pois foi desencadeada pela desvalorização dos ativos imobiliários. Entretanto, apesar de sua magnitude, uma crise financeira relacionada ao mercado imobiliário não foi inédita nos Estados Unidos. Por exemplo, a crise das empresas do setor de poupança e empréstimos, denominadas *Savings & Loans* (S&L) nas décadas de 80 e 90, que eram as maiores financiadoras de hipotecas no mercado, teve consequências negativas sobre o crescimento econômico daquele país.

Crises como a das S&L advêm do problema do descasamento nos prazos entre as operações ativas e passivas. Isto é, os ativos das S&L eram financiamentos imobiliários de longo prazo, enquanto os passivos eram de curto prazo. No Brasil também ocorre esse problema, pois grande parte dos financiamentos de imóveis de maior valor de mercado é feita com recursos de depósito de poupança, ou seja, o *funding*¹ oriundo do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), que possuem liquidez imediata.

¹ O termo *funding* é comumente utilizado no mercado para se referir às fontes de recursos dos bancos para a concessão de créditos.

Entre alternativas de captação de longo prazo, o estudo focará nos *Covered Bonds*, uma ferramenta amplamente difundida em mercados maduros, sobretudo na Europa, onde os créditos hipotecários são lastreados. Esse tipo de título recebeu no Brasil a denominação de Letra Imobiliária Garantida (LIG), e foi criado por meio da Medida Provisória nº 656 de 7 de outubro de 2014, convertida na Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015.

Como o sistema de crédito imobiliário brasileiro é derivado do sistema existente nos Estados Unidos (apesar de não apresentar o mesmo grau de desenvolvimento), o trabalho começará apresentando o crédito imobiliário nesse país, principalmente o seu papel nas grandes crises internacionais, iniciando a análise em 1929 e chegando à crise de 2008, quando produtos financeiros voltados para o mercado habitacional ficaram em evidência, contribuindo para a eclosão da crise.

Conforme detalharemos neste trabalho, as crises financeiras trazem sérias consequências para toda atividade econômica, mas também dão espaço para novas oportunidades, objetivando a estabilização financeira, além do desenvolvimento e adequação de produtos financeiros que podem contribuir para a retomada do crescimento econômico. Dada a contribuição do setor habitacional para o crescimento econômico, o mesmo pode contribuir para a estabilização da economia.

Por exemplo, de acordo com Green e Wachter (2005), até a eclosão da crise de 1929, as hipotecas nos Estados Unidos eram caracterizadas como de curto prazo, com prazo máximo para pagamento de dez anos; o pagamento do principal não era completamente efetuado com os encargos mensais, sendo necessário pagamento suplementar ao final do prazo contratual; possuíam taxa de juros variáveis e apresentavam baixos índices de valor financiado sobre o valor do imóvel, denominado no mercado de LTV, sigla para o termo em inglês *Loan to Value*, de 50% ou menos. Ante esse cenário, produtos financeiros foram criados ou adaptados. Após a Grande Depressão, a inadimplência se elevou e houve uma onda de execução de hipotecas.

Para conter essa tendência, o governo estadunidense, através de empresas criadas especificamente com essa finalidade, comprou hipotecas inadimplentes de instituições financeiras e reintegrava essas hipotecas no sistema financeiro, mudando os termos que existiam até então, convertendo as taxas variáveis, o curto prazo e a não amortização em taxas fixas, longo prazo (20 anos) e total amortização das hipotecas.

Neste trabalho serão exploradas as diversas mudanças institucionais e a criação de instrumentos financeiros em resposta ao contexto econômico, analisando as referências bibliográficas existentes, passando pelas crises do período, tanto por fatores exógenos, causadas pelo aumento nas taxas de juros, conforme verificado nas instituições de poupança e empréstimos, as S&L, por exemplo, abordando notadamente o setor imobiliário americano, como por fatores endógenos, provocadas pela baixa aversão ao risco embutido nos ativos imobiliários, conforme verificado na crise de 2008.

Será abordada, também, a evolução do sistema de crédito imobiliário no Brasil, desde o primeiro grande marco para o segmento, que foi a criação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) na década de 60, passando pela criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) na década de 90, que introduziu a alienação fiduciária, chegando aos dias atuais, com atenção especial ao programa “Minha Casa Minha Vida” (MCMV).

1.2 JUSTIFICATIVA

O estudo se justifica porque o setor de crédito imobiliário apresenta altos níveis de crescimento, se comparado aos outros setores da economia, passando pela primeira vez da casa dos 100 bilhões de reais em maio de 2012 em novas concessões, conforme séries históricas do Banco Central, alavancando os resultados dos bancos credores e chegando à liderança no setor de créditos.

O maior desenvolvimento de toda a cadeia habitacional também pode melhorar índices de saúde, de acesso ao esgoto e ao saneamento básico, além de reduzir a quantidade de moradias precárias, com a inclusão de moradores de favelas na rede de financiamento, bem como impulsionar números de empregos com o aumento na demanda de materiais e mão de obra para a construção das unidades habitacionais (GEYER, 2009).

Porém, apesar desse crescimento vigoroso, o presente trabalho buscará mostrar que o mesmo pode não ser sustentado em longo prazo, pois as fontes de captação de recursos, sobretudo a poupança, apesar de também estar apresentando crescimento nos últimos anos, não acompanha a expansão na concessão de novos créditos imobiliários.

Isso pode ser corroborado pela reportagem de capa publicada no jornal Valor Econômico de 11/03/2015, em que o diretor-executivo de habitação da Caixa Econômica

Federal, sr. Teotônio Costa Resende, afirma “O cenário de escassez de funding para o crédito imobiliário, de que tanto se falou nos últimos anos, começou a virar realidade.” A reportagem afirma que a retirada líquida de R\$ 9,3 bilhões das cadernetas de poupança em janeiro e fevereiro de 2015 preocupam os bancos, pois são os recursos utilizados para empréstimos habitacionais (MARQUES, 2015).

Isso pode ser corroborado por uma reportagem publicada no Diário Comércio Indústria e Serviços, em 15/05/2014, motivada por um seminário promovido pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) de Renda Fixa ocorrido no dia anterior; reportagem essa também replicada na página da Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP). Nesse seminário, conforme noticiado pelo jornal, o secretário executivo adjunto do Ministério da Fazenda, Dyogo Oliveira, declarou que o Ministério estudava a criação de uma nova letra imobiliária com o objetivo de captação de recursos de longo prazo, em complemento aos *fundings* já existentes, denominada provisoriamente Letra Financeira Imobiliária (LFI), que agora, com a adoção da letra em nosso sistema financeiro, passou a ser denominada Letra Imobiliária Garantida (LIG), lastreada por uma carteira de crédito imobiliário, e, uma vez emitidas tais letras, os recursos voltariam aos bancos originadores para a concessão de novos empréstimos. Contudo, diferentemente do Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), oriundo do processo de securitização, em que os ativos saem definitivamente do passivo dos bancos originadores, na LIG os títulos permanecem no balanço das instituições (FAGUNDES, 2014).

O mecanismo da LIG é semelhante, conforme será demonstrado mais à frente, aos *Covered Bonds*, citados como fonte alternativa de fundos para lastrear novos créditos. Portanto, o presente trabalho também se justifica por estar em convergência com o mercado e com os órgãos reguladores do governo, pois o Ministério da Fazenda acabou criando um mecanismo de captação de longo prazo, no intuito de se encontrarem fontes alternativas para lastrear créditos imobiliários, tendo como exemplo o mercado europeu.

Sendo assim, novas fontes utilizadas já no Brasil, como a securitização, mas, sobretudo, as fontes utilizadas na Europa, como os *Covered Bonds*, serão apresentadas como sugestão ao preenchimento dessa lacuna que cada dia mais se acentua.

1.3 OBJETIVOS

O objetivo geral deste estudo é analisar o papel das fontes de recursos utilizadas para o crédito imobiliário no Brasil, suas perspectivas futuras e implicações sobre a estabilidade financeira a partir da análise da experiência internacional, especialmente a dos Estados Unidos. Para atender a esse objetivo geral, o trabalho divide-se em quatro objetivos específicos: (a) mostrar a evolução do crédito imobiliário nos EUA a partir de 1929, seu papel para a estabilização da economia e os produtos desenvolvidos; (b) apresentar a evolução histórica do crédito imobiliário no Brasil, seus grandes marcos, chegando aos importantes números atuais, e sua importância na economia; (c) verificar os cenários atuais e desafios futuros; (d) apresentar as fontes alternativas que possam substituir ou concorrer com as existentes, com destaque para a LIG e (e) identificar, por meio de um questionário, a percepção do mercado em relação ao crédito imobiliário.

1.4 ESTRUTURA

Dessa forma, além da introdução, o presente trabalho constitui-se de mais sete capítulos, sendo que o segundo capítulo abordará a metodologia aplicada ao estudo; o terceiro debaterá o panorama do crédito imobiliário no Brasil e no mundo, o que é o crédito imobiliário e suas principais características; o quarto capítulo contextualizará o crédito imobiliário e seu papel nas crises financeiras internacionais, começando pela crise de 1929 e chegando até a recente crise de 2008, considerando que o mercado imobiliário dos Estados Unidos será o principal objeto de estudo nesse capítulo; o quinto capítulo abordará o contexto histórico do crédito imobiliário no Brasil; o sexto objetivará o estudo do mercado brasileiro recente, chegando à situação atual do crédito imobiliário; e o sétimo capítulo levantará as perspectivas futuras para o crédito imobiliário, com a demonstração de uma alternativa de *funding* baseada nos *Covered Bonds* a ser utilizada no mercado brasileiro, uma ferramenta de captação de recursos de longo prazo, com a aplicação de um questionário aos agentes de mercado, para inferir a percepção dos mesmos em relação à LIG, e, por fim, no oitavo capítulo, serão apresentadas as conclusões do trabalho.

2 METODOLOGIA

2.1 ABORDAGEM METODOLÓGICA A PARTIR DOS OBJETIVOS

Primeiramente, Marconi e Lakatos (2010) citam que há vários métodos distintos para o alcance dos objetivos propostos, mas que podem ser utilizados concomitantemente. Sendo assim, este trabalho utilizará os métodos histórico e comparativo para que os objetivos sejam alcançados. O método caracteriza-se como histórico porque as atuais condições do sistema habitacional no Brasil e nos Estados Unidos têm origem no passado, sendo importante pesquisar suas origens para elucidação do momento atual do segmento. Também caracteriza-se como comparativo, pois aborda as diferenças e semelhanças dos sistemas habitacionais brasileiro e estadunidense, além de comparar as semelhanças e diferenças das alternativas de *funding* para o setor imobiliário, no caso os *Covered Bonds*, com a securitização.

Gil (1999) complementa dizendo que cada pesquisa possui um objetivo diferente, porém, agrupa tais objetivos em três grupos amplos de pesquisas, quais sejam, exploratórias, descritivas e explicativas, embora as pesquisas possam ser enquadradas, dependendo de seu objetivo, em mais de um grupo. A pesquisa exploratória visa o esclarecimento, desenvolvimento e modificação de ideias, para que os resultados sejam pesquisáveis em estudos posteriores. Envolve pesquisas bibliográfica e documental, entre outros métodos. Já as pesquisas descritivas visam à descrição, como o nome diz, das características de determinada população ou fenômeno. Por fim, as pesquisas explicativas apontam os fatores que determinam a ocorrência do problema e explicam a razão para a ocorrência dos fatos.

Sendo assim, podemos concluir que a presente pesquisa é exploratória, porque busca uma alternativa para o sistema existente, no caso, os *Covered Bonds*, para o mercado imobiliário brasileiro, seja para substituir ou para coexistir com as fontes de recursos utilizadas no momento, mas não aponta esse produto como a única solução, necessitando de estudos posteriores para verificar com mais detalhes se tal produto é aplicável ao sistema financeiro brasileiro. Porém, esse estudo se propõe a apresentar mais informações sobre o assunto. Podemos afirmar, ainda, que o estudo é também descritivo, uma vez que há a descrição de como os sistemas imobiliários, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, se desenvolveram, abordando-se as características, diferenças e semelhanças, além de apontar a

alternativa de *funding* para o mercado imobiliário brasileiro, cujas principais características são abordadas, explanando as vantagens e desvantagens que também são descritas.

Por fim, um questionário é aplicado para inferir a percepção do mercado sobre a instauração da LIG no Brasil. Primeiramente, Marconi e Lakatos (2010) observam que o questionário é o meio de coleta de dados, mediante envio de perguntas sem a presença do entrevistador. Gil (1999) complementa a definição de questionário dizendo que é uma técnica de investigação com o objetivo de obter informações sobre conhecimento dos respondentes em determinados assuntos.

Com base nessas argumentações, este trabalho se caracteriza como um estudo qualitativo, no qual, através de pesquisas bibliográficas e documentais, são apontadas as características e aspectos gerais sobre o assunto, além de ser uma pesquisa exploratória/descriptiva, utilizando o método histórico, em que se aborda a evolução histórica do setor imobiliário, e também o comparativo, pois se confrontam os mercados dos Estados Unidos e do Brasil, e, principalmente, se compara a securitização com os *Covered Bonds*.

2.2 DETALHAMENTO DO ESTUDO

O presente estudo se organiza com a inicial contextualização sobre crédito imobiliário em geral, o que seria o crédito imobiliário, a quem se destina e apresentando dados comparativos entre o mercado brasileiro e os de alguns países, por meio de dados históricos, em gráficos e tabelas, com dados obtidos em órgãos oficiais, como o Banco Central, e associações do setor, como a ABECIP. Posteriormente, começa a abordagem sobre a evolução do crédito imobiliário e das fontes de financiamento, por meio de estudos bibliográficos e documentais.

Feita a abordagem sobre a evolução, o estudo começa a se aprofundar, apresentando a evolução específica no mercado dos Estados Unidos. Inicia-se com abordagem da crise de 1929, com a posterior evolução dos produtos voltados ao mercado imobiliário, chegando até a crise de 2007, quando os produtos financeiros voltados ao segmento contribuíram para a eclosão da crise. Após tal análise, a evolução do mercado imobiliário no Brasil é mostrada, com a descrição dos planos e características inerentes a nosso mercado, até chegar aos dias atuais. Por fim, são apresentados os desafios futuros para o mercado brasileiro, a partir da ótica atual, com a apresentação de uma alternativa de *funding*, que poderia ser introduzida no

setor, dependendo de estudos complementares de viabilidade e mercadológicos. Para todas essas etapas foram utilizadas pesquisas bibliográficas e documentais, além de abordagem quanto a legislações.

Por fim, será apresentado um questionário aplicado aos participantes de mercado e gestores de carteiras de crédito, para apuração da percepção do mercado em relação à criação da nova letra. O trabalho todo pode ser considerado qualitativo, pois são apresentadas as principais características sobre o tema abordado.

3 PANORAMA DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E NO MUNDO

3.1 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

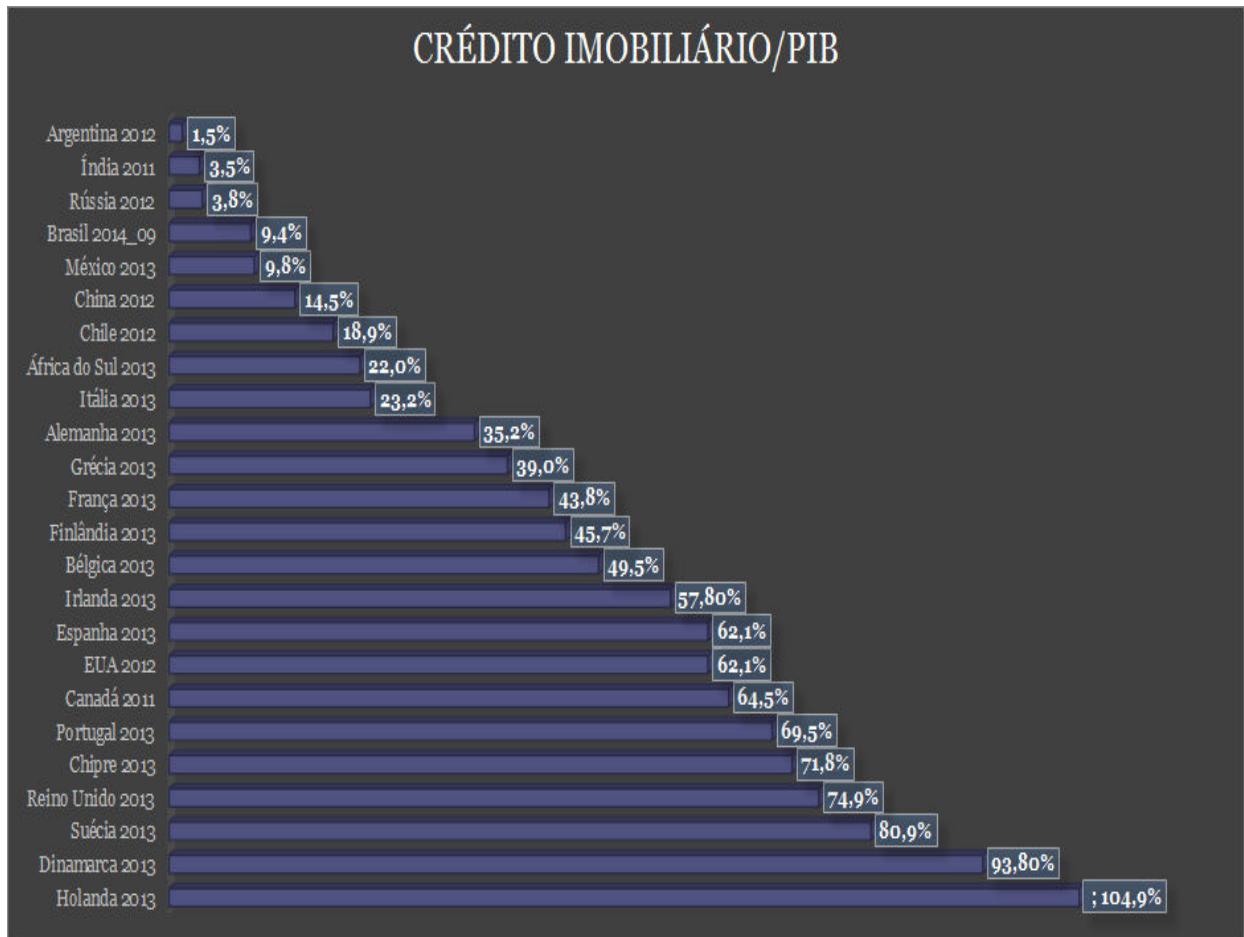
O crédito imobiliário pode ser caracterizado como a liberação de recursos por um agente financeiro para a aquisição de imóvel residencial ou comercial. Frequentemente, em contrapartida à concessão do financiamento, o agente financeiro exige como garantia que o tomador aliene o imóvel de diversas maneiras, o que será abordado ao longo do presente trabalho.

A diferença entre financiamento e crédito é que, em ambas as operações, há a cessão de recursos com base em confiança, remunerados a juros, mas o financiamento geralmente é destinado para a aquisição de um bem ou mercadoria, sobretudo bens de consumo duráveis e bens de capital. Normalmente, no financiamento, o bem adquirido é alienado ao credor sob a forma de garantia de retorno do capital alocado. Portanto, o financiamento habitacional é uma forma de crédito direcionado à aquisição de um imóvel, e o imóvel adquirido é alienado ao credor para garantir o retorno da operação.

Badev et al. (2014) dizem que o crédito imobiliário é um segmento de luxo do crédito, aumentando pouco em níveis de renda baixo ou médio, mas se elevando rapidamente em níveis de renda mais altos, sendo consistente com o conceito de elasticidade-renda.

Por mais que o setor imobiliário passe por enorme expansão no Brasil, com o aumento das unidades comercializadas, aumento do número de unidades financiadas e do valor global de financiamentos, comparando-o com outras economias, verificamos haver mais espaço para crescimento, já que a porcentagem de crédito imobiliário sobre o Produto Interno Bruto (PIB) está em 9,4% (set-14). Apesar de saltar para esse patamar, vindo de 1,62% (mar-07), ainda é muito baixa quando comparada à porcentagem dos outros países, como se pode ver no Gráfico 1. Por exemplo, conforme explanado por Moreira (2013), o volume de crédito habitacional sobre o PIB, em fevereiro de 2012, no México, era de 11,2%; no Chile, de 18,5%; enquanto nos Estados Unidos atingiu 81%; na China, 10,9%; e, na Índia, 6%. No Brasil, no mesmo período, o índice era de 5,1%.

GRÁFICO 1 – CRÉDITO IMOBILIÁRIO/PIB



Fonte: Adaptado de ABECIP (2014) e EMF (2014)

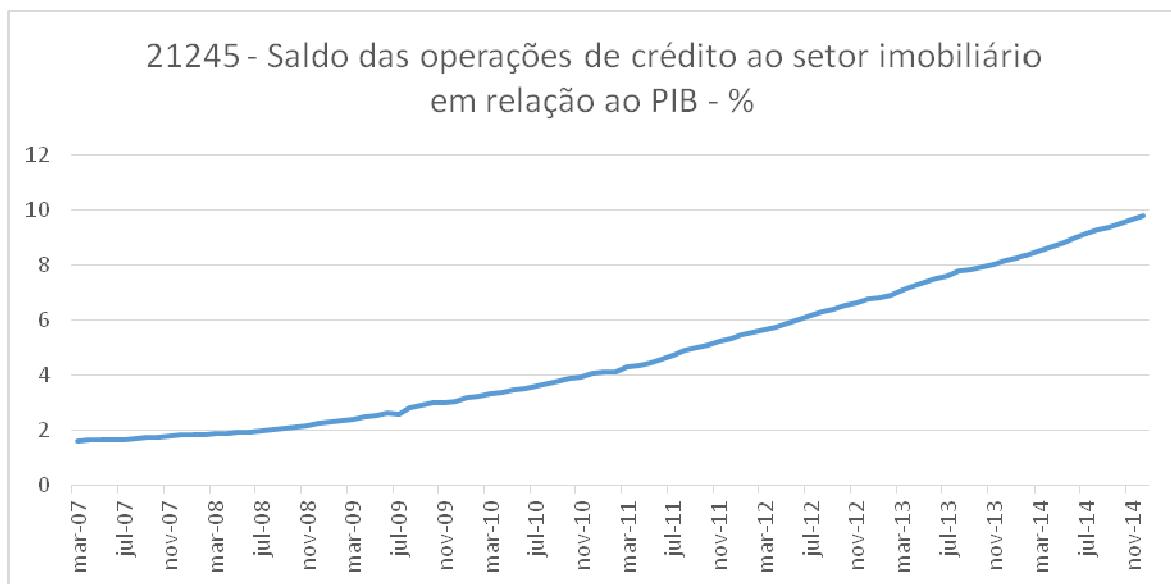
Verifica-se que o volume de crédito habitacional sobre o PIB no Brasil cresceu muito nos últimos anos. Esse número corrobora os dados disponibilizados por Moreira (2013), que divulga um estudo do Fundo Monetário Internacional (FMI), mostrando o crescimento do crédito imobiliário na América Latina, sobretudo por causa do crescimento do setor no Brasil, que lidera o crescimento no bloco.

Badev et al. (2014) complementam dizendo que os mercados de hipotecas são desenvolvidos em países com alto nível de PIB per capita, bem como com sistemas financeiros desenvolvidos, aliados a sistemas com estabilidade de preços e contratos que propiciam segurança jurídica e equilíbrio no nível de informações. Além do mais, os autores correlacionam o desenvolvimento dos mercados hipotecários com o desenvolvimento dos setores de seguros e acionário, pois são fontes de financiamento de longo prazo. Porém, isso não significa que o crédito possua intensa penetração entre a população de tais mercados. No

trabalho, os autores mensuram a penetração² do crédito em cento e quarenta e oito países e mostra que países com a mesma porcentagem de crédito sobre o PIB podem apresentar níveis de penetração de crédito diferentes, assim como países com o mesmo nível de penetração podem apresentar diferenças na razão crédito sobre o PIB.

O Gráfico 2 mostra que a razão crédito imobiliário sobre o PIB subiu consideravelmente no Brasil, passando de 1,62%, em março de 2007, para 9,79%, em dezembro de 2014.

GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO CRÉDITO IMOBILIÁRIO/PIB NO BRASIL



Fonte: Banco Central do Brasil (2014)

Badev et al. (2014) elencam que muitos países em desenvolvimento ainda passam por processos de urbanização, aumentando a necessidade de habitações e fazendo com que a demanda por imóveis aumente. Porém, essa demanda exige um financiamento, por estar sempre ligado a um múltiplo de renda anual.

Corroborando isso, a PNAD (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios, realizada pelo IBGE), estimou o déficit habitacional em 5,9 milhões de domicílios (LIMA NETO; FURTADO; KRAUSE, 2013). A Tabela 1 mostra que o déficit habitacional tem se reduzido ao longo dos anos, mas ainda há um grande contingente de pessoas sem moradia adequada. A Tabela 2 mostra que o déficit habitacional é bem concentrado na população com renda até o equivalente a 3 salários mínimos. Esses fatores, aliados ao bônus demográfico (razão positiva do crescimento populacional), indicam a necessidade de mais moradias no

² O autor caracteriza a penetração como o acesso da população adulta a financiamentos, como forma de mensuração de inclusão financeira em escala global.

Brasil, e, consequentemente, de maior demanda por crédito imobiliário. Essa questão sugere a necessidade de medidas para aliviar o problema, seja por meio de políticas públicas mencionadas mais adiante, ou por livre mercado.

TABELA 1 – DÉFICIT HABITACIONAL POR FORMA DE DOMICÍLIO

Ano	2007	2008	2009	2011	2012
Número de Domicílios	55.918.038	57.703.161	58.684.603	61.470.054	62.996.532
Déficit Habitacional	5.593.191	5.191.565	5.703.003	5.409.210	5.244.525
Precárias	1.244.028	1.139.729	1.074.637	1.163.631	870.563
Rústico	1.135.644	1.039.445	1.005.875	1.034.725	785.887
Improvisados	108.384	100.284	68.762	128.906	84.676
Coabitação	2.307.379	2.032.334	2.315.701	1.808.314	1.757.160
Cômodos	214.476	190.213	224.120	237.914	178.433
Convenientes com intenção de mudar	2.094.410	1.842.670	2.094.953	1.571.581	1.579.263
Excedente de Aluguel	1.756.369	1.735.474	2.020.899	2.110.409	2.293.517
Adensamento de Aluguel	526.900	500.925	539.582	512.925	510.197
Déficit Habitacional (%)	10,00%	9,00%	9,72%	8,80%	8,33%

Fonte: Adaptado de Lima Neto, Furtado e Krause (2013)

TABELA 2 – DÉFICIT HABITACIONAL POR FAIXA DE RENDA

	2007	2008	2009	2011	2012
s/ declaração	1,7%	1,7%	1,9%	3,0%	2,4%
até 3 s.m.	70,7%	70,2%	71,2%	73,0%	73,6%
entre 3 e 5 s.m.	13,1%	14,0%	13,5%	11,7%	11,6%
entre 5 e 10 s.m.	10,4%	10,3%	9,6%	9,1%	9,4%
Acima de 10 s.m.	4,1%	3,9%	3,8%	3,2%	2,9%

Fonte: Fonte: Adaptado de Lima Neto, Furtado e Krause (2013)

Por isso, existe a expectativa de crescimento sustentado do crédito imobiliário por muito tempo, mesmo com o valor dos imóveis em alta, dada a demanda crescente. De fato, Santos, D. F. et al. (2012) argumentam que a demanda por créditos habitacionais depende não apenas do crescimento populacional, mas também da nova configuração das famílias, que envolve menor número de pessoas habitando as moradias, do nível de emprego e renda, dos preços, das condições de financiamento, e de processos com segurança jurídica.

Outros fatores que ajudaram o setor, segundo Santos, D. F. et al. (2012), foi a subida da renda média do trabalhador, de 16,8% entre 2003 e 2009. Além disso, houve crescimento do PIB na década de 2000, que foi maior do que na década de 90 (32,7%, e 23,3%, respectivamente), e a economia se estabilizou, reduzindo os níveis de inflação e da taxa básica de juros. Aliado a isso, foram criadas legislações favoráveis ao setor, como o SFI e do patrimônio de afetação pelas Leis 9.514/1997 e 10.931/2004, respectivamente.

Mais um fator importante para manter e expandir a oferta de crédito imobiliário é a exigência regulamentar de que as instituições participantes do SBPE destinem 65% de seus recursos captados em poupança aos créditos habitacionais (Resolução CMN nº 3347/2006). Desses valores, 80%, no mínimo, deveriam ser destinados a operações dentro do SFH, como estímulo ao crédito para imóveis de menor valor. Antes dessa resolução, os recursos ficavam atrelados a títulos públicos que, na relação de custo de oportunidade, ofereciam maior liquidez e rentabilidade.

3.2 EVOLUÇÃO DO CRÉDITO E SUAS FONTES DE FINANCIAMENTO

Conforme Costa, F. N. (2013), as famílias não decidem a poupança macroeconômica, mas sim o que gastam e como pouparam as sobras de sua renda líquida. Esses recursos podem ser investidos no sistema financeiro, por meio de depósitos à vista, depósitos a prazo, caderneta de poupança e outros, ou no mercado de capitais, em ações e títulos de dívida, ou mesmo por meio de fundos de investimento. Quando investidos em instituições bancárias, os recursos passam a compor o *funding* dos empréstimos concedidos pelos agentes financeiros.

Costa, A.C.A. (2004) expõe que o crédito é uma importante ferramenta de política monetária e impulsiona o crescimento econômico. Assim, políticas creditícias são necessárias em virtude das externalidades positivas que elas trazem para a economia. Porém, nem mesmo com a estabilização, após o Plano Real, o crédito teve avanço significativo, sobretudo porque havia incertezas quanto à durabilidade da estabilização, problemas institucionais e jurídicos, inadimplência e preferência pelos alocadores de recursos por títulos públicos, que eram mais líquidos, rentáveis e considerados ativos livres de risco. Em relação ao financiamento habitacional, assim como em alguns créditos específicos, não houve reação com a estabilização da economia, mesmo com a obrigatoriedade de direcionamento de recursos, o que será abordado mais adiante.

Geyer (2009) complementa que, para o crédito habitacional, especificamente, o volume de crédito é determinado também pelo poder do credor na execução dos contratos e pelo nível de informações possíveis sobre o proponente (seu histórico, que pode ser disponibilizado por órgãos públicos ou por entidades privadas).

Costa, A.C.A. (2004) argumenta que a mais importante fonte de recursos do crédito habitacional é o SBPE, financiando imóveis de maior valor agregado, seguido do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), financiando imóveis com valor máximo de R\$ 190.000,00³, dependendo da comarca em que o imóvel está localizado. A preponderância do SBPE advém da exigência regulamentar de direcionamento compulsório de recursos captados via depósitos em poupança mencionada anteriormente. O volume desse compulsório direcionado aos créditos imobiliários era estipulado em 60% dos saldos médios depositados em poupança, em consoante com a Resolução 2623/99 do Banco Central. Antes da resolução citada, o direcionamento de recursos era de 70%, mas a Resolução 2706/00 elevou esse percentual para 65%, mantido até os dias atuais. Lundberg (2011) complementa afirmando que, até os dias atuais, as fontes de financiamento do SFH continuam a ser as principais financiadoras do crédito imobiliário.

Ainda segundo Costa, A.C.A. (2004), no início da década de 2000, o direcionamento de recursos era efetuado dentro do limite, e o volume de novas concessões crescia. Já o volume de concessões dos bancos públicos estava em queda por conta das privatizações dessas instituições, mas também pela transferência dos contratos da Caixa Econômica Federal (CEF) à Empresa Gestora de Ativos (EMGEA), reduzindo sua participação no mercado. Outro fator importante foi a clara modificação de estratégia para fomento de suas carteiras, que passaram a conter maior participação de créditos oriundos do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que também eram elegíveis para serem contabilizados como direcionamento de créditos, em detrimento de novas operações, sinalizando queda na concessão e, até certo ponto, ineficiência no direcionamento de recursos no que se refere à ampliação na oferta de crédito. Os bancos privados também aumentaram a concessão de créditos imobiliários, especialmente aqueles da categoria livre mercado, em que não há limites de prazos, valor do imóvel ou outros padrões contratuais, diferentemente dos financiamentos enquadrados no SFH.

³ A carta de crédito FGTS varia seu limite máximo dependendo do porte da cidade em que o imóvel está localizado, variando de R\$ 100.000,00, para cidades com até 250.000,00 habitantes, até R\$ 190.000,00 para capitais e cidades com população maior que um milhão de habitantes. Outro fator limitante para conseguir um crédito com os recursos do FGTS é a renda, que à medida que aumenta, aumenta a taxa de juros, chegando ao teto máximo estabelecido para o produto de R\$ 5.000,00 de renda familiar. Mesmo que o imóvel se enquadre nos limites, se a renda familiar for superior ao teto, automaticamente o crédito é enquadrado na carta de crédito SBPE.

Santos, C.H.M. (1999) afirma que, antes da criação do SFH, os encargos eram calculados a taxas de juros fixas, e os pagamentos efetuados em moeda cada vez mais desvalorizada, por causa da inflação. Isso prejudicava a capacidade de captação de recursos dos agentes financeiros para a concessão dos financiamentos. Essa situação é caracterizada por Reynolds e Carpenter (1977) como desaplicação do setor habitacional, mediante teto no valor das locações, devido à lei do inquilinato, e nas taxas de juros, com a lei da usura, situações estas que desencorajavam o investimento no setor.

A criação do SFH visou solucionar esse problema, porque desenvolveu um mecanismo de captação de recursos de longo prazo para lastrear investimentos habitacionais que trazia entre as ideias principais a instauração de um mecanismo de correção monetária sobre os saldos devedores, assim como sobre as prestações (SANTOS, C.H.M., 1999). Reynolds e Carpenter (1977) caracterizam a instituição da correção monetária como imprescindível para encorajar os investimentos no setor. A correção monetária tinha por base a Unidade Padrão de Capital (UPC), que, por sua vez, era reajustada trimestralmente pela variação do preço das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). Como a correção monetária era aplicada a outros setores do mercado de capitais, não havia receio de fluxo excessivo de recursos. Azevedo (1988) caracteriza a UPC como instituição de moeda forte imobiliária, sobre a qual se ampararam todas as operações imobiliárias e como fator de correção monetária das prestações e dos saldos devedores.

É nesse período que o FGTS é criado. De acordo com Reynolds e Carpenter (1977), anteriormente à criação do FGTS, os recursos do orçamento do Banco Nacional de Habitação (BNH) advinham de contribuições compulsórias de 1% sobre os salários dos trabalhadores e 4% sobre os rendimentos dos aluguéis, pelas quais os locadores recebiam letras imobiliárias resgatáveis de prazo de 20 anos como contrapartida. Com a criação do FGTS, os recursos eram originados da contribuição compulsória recolhida pelo empregador, sem ônus ao trabalhador, de 8% sobre o salário bruto deste, que poderia optar ou não pelo fundo.

Os depósitos rendiam 3% ao ano mais correção monetária e, mesmo com a retirada dos recursos pelos trabalhadores, como o nível de emprego era elevado na década de 70, segundo Reynolds e Carpenter (1977), foi permitido ao fundo sustentar uma taxa considerável de crescimento, figurando como importante fonte de dotação de recursos ao BNH, para movimentar o sistema. Porém, com a rotatividade dos recursos, acaba havendo incompatibilidade com as necessidades do BNH e de todo o sistema, cujas aplicações deveriam ser de longo prazo.

Com esse propósito, conforme Santos, C.H.M. (1999), acreditava-se que o SFH seria autossustentado, sem geração de aportes pelo governo, funcionando na tentativa de se estabelecer eficiência em moldes empresariais, sem aportes de subsídios, com alocação de recursos eficientes, permanentes e em grande escala, atendendo aos públicos de todas as faixas de renda. Porém, isso dependia, e depende ainda nos dias atuais, da capacidade de captação dos fundos (FGTS e SBPE) e da inadimplência dos mutuários; ou seja, era extremamente vulnerável, podendo oscilar conforme situações macroeconômicas, e de taxas de remuneração, situação essa também descrita em Azevedo (1988).

Costa, A.C.A. (2004) complementa dizendo que o SFH foi inovador, com o direcionamento de recursos exclusivos para esse fim, e procurava, em parte, o descasamento entre ativos e passivos, com adoção da indexação uniforme entre os contratos de depósitos e saldos devedores dos empréstimos. Entretanto, mesmo com o direcionamento de recursos para o setor, tal fator não foi suficiente para fomentar o mercado e reduzir o déficit habitacional.

O mercado de crédito imobiliário cresceu consideravelmente nos últimos anos, e tal crescimento é creditado à promulgação da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, instaurando o SFI, dando maior segurança jurídica, além de trazer para o sistema uma nova forma de garantia para os créditos concedidos, a alienação fiduciária, um avanço para o mercado, com a criação de mecanismos de desregulamentação financeira e incentivo ao mercado de capitais para lastrear os créditos concedidos, regulamentando a securitização de recebíveis e criando os CRI, um instrumento fruto da securitização e posterior agrupamento dos créditos nesses títulos (MARTINS; LUNDBERG; TAKEDA, 2008).

O instrumento de alienação fiduciária foi efetivamente estabelecido no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 10.931, que também instituiu o patrimônio de afetação às incorporadoras, criou as LCI, títulos de dívida de bancos, que são lastreados em créditos imobiliários, mas que são investimento de curto prazo. A lei 10.931 ainda instituiu o incontrovertido, onde o montante componente do encargo mensal que não é alvo de questionamento deve ser quitado, e somente o controverso será alvo de suspensão ou depositado em juízo, bem como promoveu a desoneração dos ativos imobiliários de tributos, dando maior liquidez ao sistema, além de criar uma ponte entre o SFH e o SFI (MARTINS; LUNDBERG; TAKEDA, 2008). A importância da lei 10.931 também é citada em Lundberg (2011).

Nos outros países analisados, as fontes de financiamento existentes são diferentes quando comparadas ao Brasil. Porém, nos Estados Unidos, por muito tempo as fontes de

recursos utilizadas foram baseadas nas *savings accounts*, contas remuneradas como as cadernetas de poupança existentes no Brasil, com teto de renumeração, com liquidez imediata e suscetíveis a choques macroeconômicos. Posteriormente, as fontes utilizadas nos Estados Unidos basearam-se na securitização de recebíveis, conforme abordagem detalhada no próximo capítulo.

Na Europa, em países como Alemanha, Espanha, Dinamarca, França, entre outros, abordados detalhadamente no trabalho elaborado por Silva, I.F.B.R (2004), as fontes comumente utilizadas são baseadas nas obrigações hipotecárias, ou *Covered Bonds*, títulos de dívida emitidos pelos bancos concedores, mas que se diferem dos títulos securitizados porque permanecem no balanço dos bancos emissores.

Nos países latino-americanos com mercado de crédito imobiliário parecidos com o do Brasil, como o Chile e o México, por exemplo, o mercado secundário é apoiado por letras de crédito. No Chile, conforme abordado por Leal (2013), o mercado é parecido com o mercado europeu no tocante à captação de recursos, com títulos de dívida mantidos no balanço do banco emissor, mas encontrando dificuldades na colocação em grande escala, devido à preferência pela liquidez, não atingindo grandes números em razão da dificuldade na captação de poupança privada de longo prazo em toda a economia chilena. Há, ainda, um programa governamental, que, em sua essência, é semelhante ao programa MCMV brasileiro, com subsídios decrescentes, conforme acréscimo de renda, e o restante do valor do imóvel financiado por bancos.

Voltando ao Brasil, no caso do SBPE, o problema de descasamento pode se tornar mais grave, pois os recursos que o lastreiam, no caso os depósitos de poupança, possuem liquidez imediata, por meio do saque em cartão magnético, e, em cenários de alta nas taxas de juros, como veremos que ocorreu nos Estados Unidos, na década de 80, existe a tendência de fuga dos recursos desse tipo de aplicação, visto que ela remunera a taxa prefixada, no caso do Brasil a 0,5%⁴ ao mês mais atualização monetária, e no mercado geralmente remunera acompanhando a taxa básica de juros.

Em um caso extremo, a fuga de recursos poderia inviabilizar os financiamentos habitacionais que utilizam tais recursos como lastro. Isto não ocorre com o FGTS, porque o

⁴ A partir de 04 de maio de 2012, com o cenário de baixa na taxa básica de juros na economia, chegando a 7,5% ao ano, a poupança ficou muito competitiva se comparada a outras aplicações financeiras, apresentando excesso de recursos. Para evitar essa concentração de recursos para a poupança, o Banco Central alterou a forma de remuneração e, em cenários de queda da SELIC a menos de 8,5%, a remuneração passa a ser de 70% da SELIC mais a correção monetária, válido para novos depósitos a partir dessa data.

saque dos recursos depende de regras determinadas na legislação, mesmo que a remuneração (3% ao ano mais atualização pela TR) não seja competitiva.

Assim, os mesmos problemas apresentados de captação de longo prazo, um dos motivadores para a criação do SFH, e reafirmados com a promulgação do SFI, persistem no momento atual, pois, por mais que novos instrumentos de captação de recursos tenham sido introduzidos no período, o sistema de crédito imobiliário ainda depende do FGTS e do SBPE para o funcionamento adequado. Portanto, essas fontes de recursos podem, dependendo do cenário macroeconômico, enfrentar perspectivas de saída maciça de recursos, podendo não ser suficientes para sustentar o crescimento e a demanda de futuros créditos imobiliários.

4 O CRÉDITO IMOBILIÁRIO E SEU PAPEL EM CRISES FINANCEIRAS INTERNACIONAIS

4.1 POR QUE OCORREM AS CRISES?

Conforme Bahry e Gabriel (2008), ausência de dificuldades sérias traz euforia. Durante o *boom*, as estimativas de risco do credor tendem a se tornar excessivamente baixas, e os banqueiros acabam se contagiando com o otimismo, alavancando suas posições, tornando-as cada vez mais especulativas.

Ainda segundo Bahry e Gabriel (2008), a instabilidade emerge quando o período de tranquilidade e bonança se transforma em *boom* especulativo, que tende a ser seguido por pânico, deflação de ativos, depressões profundas e, por fim, recuperação. Claessens e Kose (2013) argumentam que as crises geralmente estão associadas a mudanças substanciais no volume de crédito e dos preços de um ativo, podendo gerar sobrevalorização e perturbações graves na intermediação financeira.

Duas grandes crises são referenciadas neste trabalho: a Grande Depressão de 1929 e a recente crise de 2007-2008. Entre elas há algumas semelhanças, pois, em 1929, houve elevação de preços em um ativo, no caso, o valor de terrenos, atingidos por elevada especulação. O *boom* de crédito pode ser provocado por consequências de tomadas de decisões na área macroeconômica, como a redução nas taxas de juros que ocorreu antes da crise de 2007 (CLAESSENS; KOSE, 2013).

No sistema bancário, com a Grande Depressão, houve a quebra de 9.096 bancos, causada pela corrida bancária que sucedeu a crise. Como esses bancos eram responsáveis pela provisão de crédito na economia, a oferta de moeda foi reduzida e a depressão sucedeu o *crash* (MENDONÇA; GALVÃO; LOURDES, 2011).

A resposta do governo estadunidense foi a promulgação do *Glass Steagall Act* (GSA), em 1933, não permitindo o afloramento de bancos denominados universais. Foram criadas, então, regras de conduta, a fim de minimizar riscos, e foi formado um mecanismo de segurança, que passasse a assegurar os depósitos efetuados, até certo limite, para se evitar novas corridas bancárias (GREEN; WACHTER, 2005). De acordo com Mendonça, Galvão e Lourdes (2011), foram criadas novas instituições após o GSA, como a *Securities and Exchange Commission* (SEC), criada com a função de proteger a integridade do mercado de

títulos. Assim, o GSA, ao segmentar o mercado, acabou criando barreira para evitar o contágio de uma crise em todo o mercado financeiro.

Ainda conforme Mendonça, Galvão e Lourdes (2011), foi criado, no mesmo período, o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), um órgão com a função de garantir os depósitos à vista dos bancos comerciais. O seguro garantido pelo FDIC foi considerado o principal sistema de segurança e o meio eficaz de se evitar corridas bancárias, mecanismo esse testado com sucesso, pois, com a crise do *subprime*, não foram constatadas corridas bancárias. Em contrapartida, foi exigido um percentual de capital próprio de segurança, como forma de tornar os controladores corresponsáveis na proporção desse capital em caso de falência.

Esse sistema regulatório, segundo Mendonça, Galvão e Lourdes (2011), funcionou bem até 1970, assim, grandes choques na economia americana não foram registrados. Porém, a partir da década citada, novas formas de regulação foram impostas, mas, dessa vez, com vistas à maior liberalização financeira, permitindo o surgimento de inovações financeiras e a sedimentação do processo de securitização. A primeira legislação com vistas à desregulamentação ocorreu em 1980, que acabou com a segregação de bancos comerciais e de investimento e aumentou o valor do seguro bancário, fazendo com que os bancos assumissem posições mais arriscadas.

Entretanto, foi somente com o Acordo da Basileia, em 1988, que foi firmado o primeiro acordo de regulação bancária em nível global, através do mecanismo de exigência de capital mínimo regulatório de 8% para os ativos ponderados pelo risco. Esse capital deveria proteger contra perdas e promover a redução na alavancagem dos agentes financeiros. Teve como princípio a mitigação do risco de crédito por ser considerado o risco ao qual as instituições financeiras estariam mais expostas (MENDONÇA; GALVÃO; LOURDES, 2011).

A necessidade de mitigação de riscos quanto à arbitragem de capital para cobertura de títulos securitizados e a exigência de adoção de modelos próprios de mensuração de risco motivaram a segunda versão do Acordo da Basileia, comumente conhecido como Basileia II. Esse novo acordo foi baseado em três pilares, quais sejam: requisitos mínimos de capital para cobertura de risco de crédito, de mercado e operacional; fiscalização bancária; além da transparência de informações. Contudo, o modelo nem chegou a ser propriamente testado, visto que a crise do *subprime* eclodiu logo após a adoção dos princípios do Basileia II (MENDONÇA; GALVÃO; LOURDES, 2011). Isso acaba nos mostrando que um novo

marco regulatório se fazia necessário, mediante a sofisticação financeira outrora vigente nos mercados.

4.2 A CRISE DE 1929

Antes da crise de 1929, que assolou a economia dos Estados Unidos, com contaminações em nível mundial, conforme relatado por Mendonça, Galvão e Lourdes (2011), havia euforia nos Estados Unidos, tanto pelo setor imobiliário, quanto pelo mercado acionário. Foi uma época de valorização excessiva dos terrenos, e muitas fraudes surgiram em operações no mercado imobiliário relacionadas a preços e até em operações com terrenos inexistentes.

Podemos caracterizar a crise de 29 como o evento motivador para a primeira grande revolução ocorrida com o setor imobiliário na economia estadunidense. Conforme Green e Wachter (2007), após a crise foram introduzidas as hipotecas de longo prazo, a autoamortização, além das taxas de juros fixas. Os principais credores que atuavam no mercado eram as instituições de poupança e empréstimos, as S&L, e os bancos hipotecários. Eram os credores que definiam os critérios de proteção, com as taxas de juros flutuantes como proteção ao risco de flutuações na taxa de juros, e a baixa razão LTV contra o risco de crédito (GREEN; WACHTER, 2005).

Contudo, com a crise de 1929, houve aumento na inadimplência, agravado pela ocorrência desses pagamentos residuais ao final do contrato, denominados “*balloon*”, além da ocorrência de desemprego (GREEN; WACHTER, 2005). Então, novas concessões foram desestimuladas e as renegociações paralisadas, sobretudo porque o valor da dívida, em muitos casos, era maior do que o valor dos imóveis e também por causa do problema de liquidez que os agentes financeiros estavam enfrentando. Assim, os mutuários necessitavam vender os imóveis para conseguir honrar os pagamentos das hipotecas, deprimindo ainda mais o mercado. Os mutuários que não conseguiam vender se tornaram inadimplentes e as hipotecas foram executadas (GREEN; WACHTER, 2007).

Segundo Green e Wachter (2005), no pico da Grande Depressão, 10% das moradias foram executadas, e as instituições, no intuito de vender os imóveis, acabaram forçando o preço dos imóveis para baixo. Para conter essa queda, o governo dos Estados Unidos criou três grandes instituições. Foram criadas a *Home Owners Loans Corporation* (HOLC) e a

Federal National Mortgage Association (FNMA), para colocação das hipotecas junto ao mercado de capitais, além da *Federal Housing Administration* (FHA), para assegurar as hipotecas de longo prazo.

A HOLC, suportada por total confiança no mercado de que suas atividades seriam garantidas pelo governo (GREEN; WATCHER, 2007) captava recursos através de títulos do governo e usava esses fundos para adquirir hipotecas inadimplentes de instituições financeiras, para reintegrarem-nas ao sistema financeiro. A instituição mudou drasticamente os termos das hipotecas, convertendo as taxas variáveis, o curto prazo e a não amortização em taxas fixas, longo prazo e total amortização das hipotecas (GREEN; WATCHER, 2005). Ao mesmo tempo, alterando os termos das hipotecas, o governo reduziu o risco embutido na transação (GREEN; WATCHER, 2007).

Com isso, criou-se a necessidade de se assegurar um mercado secundário de comercialização dessas hipotecas. Nesse contexto, a criação da FHA foi fundamental. A combinação das duas instituições representou a engenharia financeira necessária que permitiu a transformação das instituições financeiras ilíquidas em líquidas novamente (GREEN; WATCHER, 2005).

A FHA também flexibilizou seus termos, como forma de incentivo ao mercado de construção, ampliando o prazo máximo para pagamento de suas hipotecas para 30 anos. Outra medida importante foi que, em 1956, o LTV subiu para 95% do valor do imóvel, para construções novas; para imóveis usados, esse percentual foi para 90%. Com a forte expansão econômica que ocorreu após a 2^a Guerra Mundial, o mercado imobiliário se expandiu rapidamente (GREEN; WATCHER, 2005).

Um moderno seguro privado de hipoteca começou com a *Mortgage Guarantee Insurance Corporation*, em 1957, e permitia aos credores efetuar empréstimos pequenos além dos limites da FHA. Com o tempo, a fatia de mercado das companhias privadas aumentou. Juntos, os dois setores forneciam ao mercado o que se chama hipoteca convencional, padrão seguido até duas décadas após a 2^a Guerra Mundial (GREEN; WATCHER, 2005).

Os principais agentes, os bancos comerciais e o setor de poupança e empréstimos, possuíam fontes baratas de recursos, depósitos apoiados no FDIC, no caso dos bancos, e no *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC), no caso do setor de poupança e empréstimos. Isso ocorria porque depósitos tipicamente pequenos tinham fé e crédito do governo dos EUA, fazendo com que as instituições financeiras pudessem oferecer créditos com

taxas baixas. As hipotecas normalmente pagavam entre 5% e 6%. Títulos do tesouro dificilmente passavam de 4%, ou seja, a remuneração desses títulos superava a dos títulos públicos e eram relativamente seguros (GREEN; WATCHER, 2005).

Porém, esse modelo começou a apresentar problemas em 1966, quando os títulos do tesouro subiram acima dos 4%, transferindo recursos da poupança e empréstimos para títulos do tesouro, o que trouxe escassez de recursos para os mutuários de hipotecas. Em resposta, o governo dividiu a Fannie Mae em duas instituições: a *Government National Mortgage Association*, conhecida como Ginnie Mae, e a nova Fannie Mae, que seria de capital fechado e capaz de comprar e vender hipotecas não apoiadas pelo governo para levantar fundos adicionais para hipotecas. Em 1970, o Congresso dos EUA criou a Freddie Mac para securitizar as hipotecas emitidas pelo setor de poupança e empréstimos (GREEN; WATCHER, 2005). Contudo, o papel dessas empresas, denominadas *Government Sponsored Entities* (GSE), será abordado no próximo subitem.

4.3 GOVERNMENT SPONSORED ENTITIES E O PAPEL DA SECURITIZAÇÃO E EVOLUÇÃO DOS PRODUTOS PARA O MERCADO IMOBILIÁRIO

As GSE são entidades privadas, patrocinadas pelo governo, o que atrai a confiança das pessoas (REISS, 2009). Ainda segundo Reiss (2009), as GSE operam de forma semi-independente e concedem empréstimos habitacionais de baixo custo.

A Fannie Mae e a Freddie Mac são as maiores GSE além de entidades com o maior papel no desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas residenciais. A sistemática simplificada para funcionamento do sistema é a seguinte: mutuários obtêm hipotecas no mercado primário; os credores, por sua vez, vendem esses créditos hipotecários no mercado secundário e usam os rendimentos para originar mais hipotecas e, em seguida, utilizam esses recursos para comprar mais hipotecas no mercado primário. Ambas as GSE atuam no mercado secundário de duas maneiras; emitindo títulos denominados *Mortgage-backed Securities* (MBS) e emitindo dívidas. Possuem acesso a linhas de empréstimos a taxas subsidiadas, fazendo com que as empresas sejam capazes de lucrar muito com essas linhas, devido ao *spread* alto. Como mantêm algumas hipotecas, o risco de pré-pagamento também ocorre (REISS, 2009).

Existem algumas restrições às hipotecas que as GSE podiam comprar. Só podiam comprar hipotecas com razão LTV de 80% ou menos, a não ser que a hipoteca carregue um seguro ou outro suporte de crédito, e não podiam comprar hipotecas de valor superior a um limite estabelecido anualmente. As duas GSE praticamente não possuem concorrência nesse setor devido às vantagens concedidas pelo governo, assim como a confiabilidade, propiciando uma garantia implícita também dada pelo governo (REISS, 2009).

Em 1968, a Fannie Mae foi dividida em duas. Em 1970, foi criada a Freddie Mac. Quando criada, a Freddie Mac comprava hipotecas originadas pelo setor das S&L, enquanto a Fannie Mae comprava hipotecas originadas pelos bancos hipotecários. Desde então, convergiram seus mercados e, como duas grandes compradoras de hipotecas residenciais, promoveram assim a padronização dos contratos. Tal padronização tem aumentado a liquidez e a atratividade das hipotecas como investimento para os diversos atores econômicos (REISS, 2009).

Mesmo com o decréscimo na concessão de hipotecas com taxas de juros fixas, tais hipotecas eram vendidas normalmente às GSE, e, em seguida, eram agrupadas e revendidas a investidores individuais. Com a adoção paulatina desta sistemática, os recursos para hipotecas deixaram de vir de poupança e empréstimos e passaram a vir de títulos lastreados em hipoteca. Assim, a securitização passou a ser uma ferramenta dominante para lastrear novas hipotecas de longo prazo (GREEN; WATCHER, 2005).

No final da década de 1970, a securitização por meio de MBS decolou, e os credores tradicionais optaram por não manter as hipotecas em seus balanços. O mercado de MBS cresceu mais de 500% entre 1984 e 2000. A partir do final da década de 1970, as instituições privadas começaram a securitizar hipotecas do mercado *private label*, as hipotecas jumbo, sendo que o *boom* do *subprime*, que teve início no princípio dos anos 2000, ocorreu em grande parte devido a esse mercado (REISS, 2009).

O seguro de hipoteca era mantido pela Ginnie Mae, e por dois motivos: para fornecer garantia apoiada pelo governo, garantindo todo o pagamento para o mutuário abrangido pela FHA; e para ser capaz de empacotar e securitizar os créditos da FHA. Tinha por objetivos o fornecimento de liquidez e estabilidade no mercado secundário de hipotecas, bem como propiciar crédito hipotecário a todo o país. As GSE uniformizaram o crédito em todo o país e criaram novos instrumentos derivados de títulos hipotecários que ajudariam a manter líquido esse mercado, de 1980 até a crise (GREEN; WATCHER, 2005).

Sendo assim, podemos dizer que houve uma mudança de financiamento de hipotecas para o mercado de capitais em comparação aos depósitos de poupança. Um fato que ajuda a explicar isso é que os compradores de tais títulos passaram a ser adquiridos por investidores institucionais, e essas firmas que compram títulos lastreados em hipotecas normalmente possuem gestores profissionais, que são capazes de suportar os riscos se comparados a investidores individuais, reduzindo, assim, o risco que o padrão americano de hipoteca impõe ao proprietário e ao mercado em geral (GREEN; WATCHER, 2005).

4.4 EVOLUÇÃO E A CRISE DE 2008

O mercado de securitização dos Estados Unidos é único em relação aos de outros países. O mercado estadunidense costuma possuir o maior valor emprestado e altos valores máximos, mas não é o que empresta os maiores valores máximos. Há mercados que emprestam 100% do valor do imóvel. As taxas fixas se sobressaem em apenas mais dois países além dos Estados Unidos: na Dinamarca e no Japão. Os Estados Unidos se destacam pela ausência de taxas para pagamento das hipotecas de forma antecipada e também pela facilidade em refinanciar as hipotecas (GREEN; WATCHER, 2005).

Na década de 1970, mais da metade das dívidas hipotecárias provinha das S&L, que eram fortemente reguladas pelo governo federal. Os ativos mantidos pelas instituições foram, em grande parte, limitados a hipotecas com raio de no máximo 50 milhas, ou seja, altamente regionalizadas. O passivo eram depósitos que possuíam tetos estabelecidos em 1966 (GREEN; WATCHER, 2007).

Até meados da década de 60, o sistema funcionou bem, e as S&L, pela captação subsidiada, tornaram-se altamente rentáveis com as condições macroeconômicas favorecendo o setor. Porém, durante algum tempo, algumas S&L se tornaram insolventes, já que a taxa básica de juros chegou a 15,06% e a taxa média das hipotecas era de 7%, levando todas as instituições do setor a sofrer com problemas de desintermediação. Os choques macroeconômicos que o setor sofreu evidenciaram um sistema regulamentar insustentável (GREEN; WATCHER, 2007).

O resultado desse fato foi a saída de recursos do sistema bancário e crise nas economias e indústria de empréstimo, uma grande mudança no mercado estrutural de hipotecas nos EUA e uma transformação do sistema financeiro habitacional. Cerca de dois

terços das S&L, em meados dos anos 80, estavam insolventes tecnicamente (HELLWIG, 2009). Efetivamente, as GSE criaram o mercado secundário na década de 1970, visto que, comparadas às S&L, não eram empresas que possuíam quaisquer restrições geográficas, podendo desenvolver um mercado efetivamente nacional de hipotecas.

Em resposta à ocorrência desse fenômeno, o legislativo dos EUA retirou o teto de remuneração dos depósitos de poupança, além de permitir que as GSE investissem em hipotecas com taxa ajustável. Essas medidas fizeram com que mais liquidez fosse injetada no mercado. Contudo, o aumento dessas taxas e a competição com outras fontes de recursos comprimiram a rentabilidade das S&L. Por esse motivo é que as S&L já estavam tecnicamente insolventes antes dessa desregulamentação (HELLWIG, 2009).

No entanto, com a subida na taxa de juros, muitos mutuários entraram em inadimplência após os ajustes da taxa. Assim, a utilização de taxas variáveis fez com que os agentes transferissem o risco da taxa de juros aos contratantes, mas o risco de juros se transformou em risco de crédito. Além do mais, quando os contratos eram executados, ficava evidente que o valor das propriedades era menor do que a dívida, após a elevação da taxa de juros. Sendo assim, formou-se um conjunto-chave para a crise bancária que atingiu vários países europeus, o Japão, além dos Estados Unidos, entre o final da década de 1980 e início da década de 1990 (GREEN; WATCHER, 2005).

Como as S&L representavam a espinha dorsal do sistema hipotecário até o momento, sua crise representava a crise do sistema residencial como um todo, e o Estado se viu obrigado a intervir e instituir uma série de reformas para socorrer o setor e encorajar as operações de securitização, ancoradas pelas GSE (CAGNIN, 2009).

A crise no setor de poupança e empréstimos deixa claros os perigos e riscos do agente financeiro financeirar hipotecas de longo prazo captando depósitos de curto prazo, principalmente em mercado com cenários de taxas de juros voláteis. Com a securitização, os ativos de longo prazo, como as hipotecas, puderam ser financiados através do mercado de capitais, cada vez mais global e em escala, permitindo o casamento de prazos entre ativos e passivos (GREEN; WATCHER, 2005).

Conforme Freitas e Cintra (2008), já havia vendas de carteiras de crédito até a década de 1980, mas esse mercado era pequeno e não possuía liquidez. Entretanto, após o Acordo de Basileia em 1988, os bancos foram incentivados a utilizar a securitização e os derivativos para atingir os números propostos no acordo. Assim, o processo de desregulamentação financeira

iniciado na década de 1980, nos Estados Unidos, desmantelou a segmentação financeira estadunidense, facilitando a conglomeração financeira e o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições no mercado de capitais e em operações fora do balanço.

Conforme Cagnin (2009), os bancos reagiram instituindo outras inovações financeiras, e a concorrência entre instituições bancárias e não bancárias transformaram o negócio bancário. A criação desses novos instrumentos permitiu aos agentes transformarem a valorização de seu patrimônio em riqueza, sem que se desfizessem de seus ativos. O consumo aumentou ainda pela valorização dos ativos lastreados em imóveis, assim, a valorização imobiliária substituiu o papel da riqueza acionária no circuito de valorização de ativos, dívida e consumo.

Segundo Cagnin (2009), com o crescimento e evolução do mercado, e, consequentemente, aumento da liquidez dos ativos securitizados, bancos comerciais se sentiram atraídos e também se tornaram importantes securitizadores. Dada a elevada participação das GSE no mercado, os bancos buscaram elevar sua participação em mercados não atendidos pelas agências. Esse fator representou importante ferramenta para a diversificação de contratos de crédito junto às famílias verificados no período.

Nesse processo, bancos universais com diversas linhas de negócio acabam gerando bancos com cada vez menos dependência das margens líquidas dos empréstimos como fonte de receitas. Suas receitas cada vez mais dependem de sua habilidade em originar e transacionar ativos, sendo remuneradas por taxas, comissões e ganhos de capital inerente às novas operações. Assim, o cerne do negócio passou a ser a originação e transação de ativos, atividades de *brokers* e de bancos de investimento. Nesse ponto, o papel dos bancos no acompanhamento e avaliação na qualidade, bem como o fornecimento de liquidez, foi deixado de lado (FREITAS; CINTRA, 2008).

Empresas passaram a priorizar operações não registradas em balanço e a criar empresas de propósitos especiais, os *Special Purpose Vehicles* (SPV), além dos veículos de investimento estruturado, os *Special Investment Vehicles* (SIV). Transferiram parte de suas carteiras a esses veículos, na tentativa de reduzir as exigências de capital e a liberar recursos para novos negócios (FREITAS; CINTRA, 2008). Brunnermeier (2008) complementa dizendo que o modelo originar para distribuir transfere o risco a outros agentes econômicos. Além do mais, os bancos financiavam seus ativos com instrumentos com prazo de vencimento cada vez mais curtos, o que os deixava expostos ao risco de liquidez.

Ocorreu, assim, a financeirização dos imóveis, que permitiu a diversificação dos contratos e a ampliação do estoque de crédito, tendo como colateral de última instância os imóveis em tendência de valorização. Porém, aprofundou a dependência do ciclo de preços e de produção à conjuntura dos mercados financeiros (CAGNIN, 2009).

Com essa estruturação, o processo de securitização atingiu seu ápice. Assim, o aumento no preço dos imóveis tornou-se alternativa para a geração de novos instrumentos financeiros lastreados em hipotecas, além da exploração da modalidade denominada *Home Equity*⁵ ou por meio de refinanciamento das hipotecas já existentes no mercado (FREITAS; CINTRA, 2008).

As baixas taxas de juros, após 2001, diminuíram o custo do endividamento e estimularam o crédito imobiliário, mas a aversão ao risco foi reduzida. Conforme Cintra e Cagnin (2007), esse risco pode ser elevado demais. À medida que o sistema se expandia, a demanda por imóveis aumentava, e o resultado foi a forte expansão nos preços. (CAGNIN, 2009).

Simultaneamente, proliferaram transações com instrumentos financeiros lastreados em hipotecas já securitizadas, como os *Collateralized Debt Obligation* (CDO) entre outros, emitidos por SIV e garantidos por linhas de crédito fornecidas por bancos comerciais. Igualmente afetaram a capacidade das instituições financeiras de avaliar os proponentes, pois, ao transferir o risco de inadimplência, deixaram de monitorar o devedor. Durante a euforia, as hipotecas foram sistematicamente originadas e reempacotadas de diferentes formas, classificadas pelas agências de risco e revendidas. Nos CDO, as hipotecas foram empacotadas juntamente com recebíveis provindos de cartão de crédito, financiamento de veículos, financiamentos estudantis, etc. (FREITAS; CINTRA, 2008).

Esses papéis, com distintos recebíveis, foram estruturados em tranches, sendo que cada tranche possui determinado grau de risco individual. Esse empacotamento propiciou às hipotecas *subprime* a ocasião de serem reclassificadas como de excelente risco ou como grau de investimento. Essa classificação pode ter induzido algumas pessoas avessas ao risco a adquiri-los. Em alguns casos, foram acrescidas garantias de pagamento, ou pelo banco originador ou por derivativos. Os SIV, por sua vez, emitiram *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP), caracterizados como emissão de dívida de curto prazo, lastrada em ativos de longo prazo. Inicialmente, essa gestão arriscada, com dívidas de longo prazo lastrando papéis

⁵ Modalidade na qual o mutuário consegue empréstimo sem destinação específica, dando o imóvel como garantia.

de curto prazo, permitiram ganhos extraordinários pela diferença nas taxas de juros (FREITAS; CINTRA, 2008).

Brunnermeier (2008) complementa afirmando que a divisão das *securities* em tranches tem por objetivo alocar os títulos para investidores específicos, pois os investidores possuem diferentes propensões para o risco. A tranche de menor risco, denominada sênior, oferece menor taxa de juros, mas possui preferência quando há o pagamento do fluxo de caixa da carteira. Em contrapartida, a tranche de mais risco, a júnior, aguarda o pagamento do fluxo de caixa das demais. O ponto de corte entre elas é determinado para que as tranches de menor risco recebam classificação AAA pelas agências e são destinadas a investidores, em especial, institucionais, que, por regulamentação, só podem investir em títulos considerados de baixo risco. Além disso, os investidores podem se proteger com contratos denominados *credit default swaps* (CDS), que asseguram contra o padrão de determinada tranche. Assim, os títulos classificados como AAA combinados com CDS sinalizavam que o investimento era seguro.

Gorton (2009) ainda caracteriza a securitização como a segregação do fluxo de caixa de alguns ativos e posterior venda das reivindicações sobre tais ativos. A venda é efetuada por meio de uma SPV que, por sua vez, emite títulos de dívida de curto prazo para financiamento da compra da carteira junto à instituição bancária patrocinadora. Dessa forma, a *security* possui a mesma característica que um depósito à vista, mas com algum risco.

Esse mercado em expansão aumentou a confiança nos produtos e reduziu a aversão ao risco. As carteiras eram rapidamente securitizadas e as instituições financeiras com menor participação de mercado passaram a se endividar para originar hipotecas não conformes e conseguir participar do mercado em crescimento (FREITAS; CINTRA, 2008). Cintra e Cagnin (2007) atestam que a maioria dos empréstimos *subprime* tinha essas características.

Em suma, com o valor dos imóveis em alta, novas hipotecas eram originadas, realimentando a expansão e valorização dos ativos imobiliários. A dinâmica dos SIV se assemelhou a uma pequena instituição financeira, gerando um processo de descasamento de prazos, mas sem regulamentação, visto que os SIV não eram abrangidos pela regulação bancária (FREITAS; CINTRA, 2008).

Tanto credores como devedores esperavam que os imóveis se valorizassem cada vez mais para sustentação do modelo, ou que as taxas de juros caíssem ou se mantivessem baixas

na concessão ou na tomada dessas linhas não convencionais. A adimplência, então, cada vez mais dependia dessas hipóteses (CAGNIN, 2009).

Allen e Carletti (2009) complementam que os cidadãos dos Estados Unidos começaram a contrair empréstimos, hipotecando seus imóveis em garantia, como contrapartida da valorização patrimonial. Dessa forma, cada vez mais os agentes econômicos ficaram alavancados.

Cabe ressaltar que, conforme Allen e Carletti (2009), a crise de 2007 pegou muitos de surpresa. Em princípio, parecia localizada no setor de hipotecas subprime, mas se espalhou por todo o mercado financeiro e, posteriormente, por toda a economia global. Brunnermeier (2008) diz que a crise começou a ser prenunciada com o aumento nas concessões de financiamentos para o público *subprime*. O valor dos CDS para esse público se elevava, porque também se elevava o risco.

Em meados de 2006, os preços dos imóveis começaram a emitir sinais de encolhimento. A partir de fevereiro de 2007, uma série de eventos começou a revelar a fragilidade dos instrumentos, como a inadimplência das hipotecas *subprime* e a queda no preço dos imóveis (FREITAS; CINTRA, 2008).

Além do mais, também em meados de 2006, os primeiros contratos que contavam com taxas de juros híbridas tiveram reajustes, pelo valor previsto em contrato, gerando impacto inesperado nos devedores. No mesmo período, a taxa básica de juros da economia começou a ser elevada, refletindo no aumento da inadimplência (CAGNIN, 2009).

Em maio de 2007, o mercado começou a entrar em ebullição com o fechamento de um fundo de *hedge*, que registrou perdas com o *subprime*. Posteriormente, a agência Moody colocou alguns títulos lastreados em hipoteca em *downgrade*, uma espécie de quarentena para análise de rebaixamento de classificação. Em junho, dois fundos Hedge vinculados ao banco Bear Stearns tiveram problemas, levando o banco a injetar liquidez nesses fundos para que sua reputação não fosse atingida. Em seguida, um grande credor de hipotecas subprime, o Countrywide Financial Corp, anunciou queda nos lucros em meados de julho. Essa sucessão de fatos fez com que os preços começassem uma espiral de queda, levando a crise ao setor (BRUNNERMEIER, 2008).

Em razão das interconexões criadas pela securitização, a crise do setor *subprime* se espalhou em efeito cascata para diversos mercados financeiros ao longo do ano de 2007. Com o não pagamento, o risco dos MBS foi reclassificado pelas agências. A desordem contagiou

todo o mercado, e as perdas pareciam não ser mais absorvidas pelas tranches de maior risco. Assim, os CDO e o mercado de ABCP também foram atingidos, e sua paralisação trouxe dificuldades para obtenção de recursos de curto prazo pelos agentes. Com isso, a reintegração de ativos dos SIV pelos bancos se deu em decorrência do acordo de recompras (CAGNIN, 2009).

Para não chegar ao *default*, ou à liquidação completa de seus portfólios, os bancos foram obrigados a garantir as linhas de crédito de contingência. Assim, ativos que haviam sido retirados dos balanços dos bancos voltaram, quando foram obrigados a fornecer a liquidez necessária aos SIV (FREITAS; CINTRA, 2008).

Em julho de 2007, o mercado de papéis garantidos por hipotecas de curto prazo começou a secar. No Reino Unido, o banco Northern Rock, incapaz de se financiar através do mercado interbancário, acabou recebendo liquidez do Banco da Inglaterra. Em última análise, o banco foi vítima da primeira corrida bancária no país em mais de cem anos (BRUNNERMEIER, 2008).

Com isso, a crise se espalhou para vários atores pelo setor financeiro global, que passaram a exercer a preferência pela liquidez, secando a concessão de empréstimos a clientes, mesmo para aqueles com bom histórico de crédito. Vários bancos foram afetados e divulgaram perdas maiores do que o esperado, tanto nos Estados Unidos como na Europa. Também as GSE divulgaram perdas, e, mesmo não se envolvendo em CDO, adquiriram títulos com taxas ajustáveis realizadas por tomadores de baixa renda (FREITAS; CINTRA, 2008).

Conforme Cagnin, (2009), as declarações de perdas patrimoniais geraram crise no mercado interbancário, sobretudo pela incapacidade de mensuração de riscos pelos bancos, exigindo intervenção dos Bancos Centrais. A queda no consumo e no PIB nos Estados Unidos transformou a crise no crédito imobiliário em crise financeira global, ameaçando o funcionamento de diferentes operações de securitização ao redor do mundo.

Em março de 2008, uma série de eventos começou a colocar pressão no Bear Stearns, o que acabou culminando na venda do Bear para o JP Morgan. Em julho de 2008, a crise acabou atingindo as GSE, após o IndyMac, um grande corretor de hipotecas, ser colocado sob tutela do FDIC. Os problemas da GSE, então, se deflagraram, levando o governo a anunciar planos para a sua garantia, que, de implícita, passou a explícita. Apesar

desse apoio, as ações das companhias caíram, forçando o governo a colocar as GSE sob tutela federal (BRUNNERMEIER, 2008).

A crise continuou a assolar o sistema financeiro. O banco Lehman Brothers havia sobrevivido ao problema de março de 2008 que atingiu o Bear. Entretanto, suas ações começaram a cair quando uma negociação de compra do Lehman fracassou no início de setembro. O presidente do FED New York se reuniu com executivos de vários bancos para tentar achar algum comprador para o Lehman. Posteriormente, o governo decidiu não oferecer qualquer garantia pública, com a justificativa de oneração aos contribuintes, alegando que o banco, seus clientes e contrapartes tiveram tempo suficiente para se preparar para a escassez de liquidez. Assim, o Lehman foi obrigado a decretar falência, já que nenhum outro banco se comprometeu a adquiri-lo (BRUNNERMEIER, 2008).

Posteriormente, a seguradora AIG anunciou problemas de liquidez, pois estava alavancada em derivativos. Suas ações caíram mais de 90%, levando o governo a socorrer a companhia, passando a integrar em 80% o capital da empresa (BRUNNERMEIER, 2008). Essa situação também está descrita em Allen e Carletti (2009).

Segundo Schwarcz (2013), a securitização, por causa de seu papel na crise, foi colocada como vilã, mas é um dos principais meios de financiamento nos quais as empresas se financiam no mercado de capitais, evitando intermediários de altos custos, como os bancos, processo esse conhecido como desintermediação financeira. Além disso, a securitização pode alocar mais precisamente o capital de risco, evitando ineficiências do intermediário. Permite, ainda, acesso ao mercado de capitais com custo menor do que a emissão de dívida. Esses aspectos são compensados pelos problemas de titulação revelados na crise. Se tais falhas forem corrigidas, o modelo pode continuar a financiar moradias e pode continuar a gerar valor.

Gorton (2009) complementa dizendo não acreditar que a volta dos créditos ao balanço dos bancos pode ser a solução. Sendo assim, não crê que a causa seja o modelo originar e distribuir. Dessa forma, sugere que as tranches sênior fossem asseguradas pelo governo. Além disso, sugere que a entrada na atividade de securitização deveria ser limitada, e qualquer entidade que entrasse na atividade deveria ser considerada banco.

A regulação, nesse sentido, pode ser a solução para o problema. Após a Grande Depressão, conforme mencionado anteriormente, o sistema foi fortemente regulado, o que

conseguiu estabilizar o setor (ALLEN; CARLETTI, 2009). Gorton (2009) também aborda tal assunto.

Por fim, Gorton (2009) conclui que o imediatismo impede que reformas estruturais, essenciais para os ajustes necessários ao sistema financeiro, sejam efetuadas. Assim, a securitização precisa de regulação, não de restrição, sendo necessária a intervenção do governo no segmento.

5 CONTEXTO HISTÓRICO DO CRÉDITO HABITACIONAL NO BRASIL

5.1 ANTECEDENTES E CRIAÇÃO DO BNH, DO SFH E DO FGTS

No Brasil, verifica-se que o desenvolvimento do mercado financeiro voltado para o setor habitacional apresentava um comportamento bem distinto do que o verificado para o mercado estadunidense anteriormente descrito. Até 1964, não havia grandes programas e/ou incentivos para o setor imobiliário na economia. Contudo, a situação anterior a 1964 era grave. Em um ambiente fortemente inibidor de investimentos, por causa da inflação e das taxas de juros nominais fixas, foi gerado um déficit habitacional de oito milhões de unidades (SANTOS, C.H.M., 1999).

O mercado imobiliário, anteriormente, acabava premiando indiretamente o mutuário, gerando desequilíbrio na relação, já que os poucos mutuários pagavam encargos com taxas nominais fixas, porém sem qualquer correção monetária, gerando prestações futuras em níveis reais quase que irrisórias, aliado ao fato de a poupança voluntária ser desestimulada com a taxa de retorno real negativa, inibindo captações de longo prazo (SANTOS, C.H.M., 1999).

No ano de 1964, ocorreu o primeiro grande programa governamental voltado para o setor com a criação do SFH. Segundo Santos, C.H.M., (1999), o SFH era um mecanismo de captação de recursos de longo prazo para investimentos no setor habitacional, cuja ideia principal era a aplicação de um mecanismo de correção monetária tanto sobre os saldos devedores, como nas prestações, com o intuito de viabilizar os investimentos mesmo em uma economia inflacionária. O impulso ao financiamento era necessário porque o bem moradia é essencialmente caro, além de responder por parcela significante da atividade do setor de construção civil. As características preço e indústria de construção fazem com que os governos classicamente interfiram no setor, dispondo de recursos para o financiamento, de modo direto ou indireto. Essa situação também consta descrita em Azevedo (1988).

Noal e Janczura (2011) dizem que, concretamente, a primeira política habitacional nacional se deu com a criação do SFH e do BNH, que possuía como principal intenção o incentivo à construção civil na crença de que o setor contagiasse os demais setores da economia. Reynolds e Carpenter (1977) complementam que o SFH foi gerado com a criação do BNH, com papel relevante não só para o setor, mas também para o desenvolvimento econômico geral, sobretudo por conta das inter-relações que o setor proporciona.

Moreira (2013) cita que o SFH, além de construção de moradias, pretendia a dinamização da economia que o setor poderia alavancar. Dentro dessa política estava inserida a criação do SFH, que instituiu a correção monetária, fundamental para o aumento na concessão de financiamentos habitacionais.

Veloso, Villela e Giambiagi (2008) entendem que a criação do SFH é uma extensão da ampla reforma do Sistema Financeiro Nacional, primeiramente com a criação do Banco Central, e a instituição do mecanismo de correção monetária, aplicada aos títulos públicos representados pelas ORTN.

O SFH foi concebido para ter como órgão central o BNH, também criado no mesmo período para esse fim. O banco foi criado para administrar o FGTS, pelo total controle das diretrizes do setor de poupança, além de garantir a liquidez do sistema em épocas de dificuldades conjunturais (SANTOS, C.H.M., 1999), bem como o seu fortalecimento, incremento expansão e diversificação, e incentivava a poupança de longo prazo, além da absorção pelo mercado de trabalho de mão de obra não qualificada (AZEVEDO, 1988). Portanto, conforme Noal e Janczura (2011), o BNH era um sistema único, que concentrava todas as ações do setor, controlando todas as instituições participantes do SFH, tanto públicas como privadas. Por fim, segundo Moreira (2013), além de administrar o FGTS, as funções do BNH eram regular, normatizar e fiscalizar o SFH, incluindo as instituições participantes do SBPE.

Moreira (2013) observa que a criação do SFH incentivou a geração de poupança voluntária, através do incentivo à captação de poupança, com a inclusão da correção monetária em seus rendimentos e, por outro lado, acabou incentivando o crédito imobiliário com o aumento na captação de poupança, assim como ocorria nos EUA com as S&L, modelo que serviu como base para a criação do SFH. Nesse caso, Azevedo (1988) acrescenta que a criação do BNH era uma tentativa de se estabelecer uma autarquia nos moldes empresariais, buscando a eficiência sem subsídios diretos.

A concepção do SFH possuía, conforme dito acima, a premissa da autossustentabilidade, sem geração de aportes pelo governo federal (SANTOS, C.H.M., 1999). Essa premissa, contudo, era totalmente dependente das condições macroeconômicas, como qualquer forma de captação de recursos, principalmente do nível de emprego, no caso do FGTS, e das taxas de remuneração, no caso do SBPE.

As fontes de financiamento para tal proposição dar certo, descritas em Azevedo (1988), eram as contribuições voluntárias do SBPE, que captava recursos de poupança aplicando-os em financiamentos habitacionais, e, a partir de 1966, o FGTS, criado no mesmo ano como um instrumento de contribuição compulsória sobre cada trabalhador empregado no mercado formal de trabalho, era transformado em capital imobiliário mediante repasses aos agentes financeiros (NOAL; JANCZURA 2011). As fontes de recursos também são citadas em Santos C.H.M., (1999), quais sejam, a compulsória, no caso o FGTS; e a voluntária, o SBPE. A ideia era que os imóveis seriam bons ativos para lastrear os passivos dos fundos. Penin e Ferreira (2007) dizem que o SFH tem como fontes o FGTS e o SBPE, acrescentando que o SBPE é o braço de mercado do SFH.

Veloso, Villela e Giambiagi (2008) exemplificam dizendo que o SFH era composto pelo BNH, Caixas Econômicas Federais e Estaduais, Sociedade de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo. Também foi criado o mecanismo de poupança compulsória por meio do FGTS, que se tornou uma fonte importante de recursos para o sistema. Já Santos, D.F et al. (2012) dizem que os principais *fundings* para o setor são o FGTS e o SBPE, que são utilizados pelo governo para subsidiar a política habitacional.

Segundo Santos C.H.M., (1999), no SBPE, os agentes financeiros captavam depósitos em poupança e demais títulos imobiliários que serviam para lastrear investimentos habitacionais propostos por construtoras e empreendedores. Recebidos tais recursos, o empreendedor se responsabilizava pela venda aos mutuários finais e os mutuários se responsabilizavam em pagar os empréstimos às instituições. Já o FGTS era totalmente gerido pelo BNH, não havendo o repasse a intermediários, e era utilizado prioritariamente em habitações de interesse social, além de projetos de infraestrutura e saneamento, tendo como principais agentes operadores as Companhias Habitacionais (COHAB).

Reynolds e Carpenter (1977) complementam dizendo que, além do FGTS e do SBPE, as letras imobiliárias também contribuem para geração de recursos ao setor imobiliário, apesar de, se comparadas aos dois principais, as letras não apresentavam grande impacto no setor. Mais além, dizem que, aliado à principal motivação de criação do fundo, que era a criação de uma garantia ao trabalhador em casos inesperados, o FGTS foi criado porque as necessidades operacionais do sistema não eram acompanhadas pelas fontes de recursos existentes.

Para evitar a descapitalização do BNH, instituiu-se uma moeda forte imobiliária, a UPC, sobre a qual se baseavam todas as operações imobiliárias realizadas, e, com isso,

institui-se a correção monetária das prestações e do saldo devedor dos mutuários (AZEVEDO, 1988).

Como a correção monetária era superior aos índices de reajuste salarial, além da correção pela UPC ser trimestral e os salários serem anualmente corrigidos, foram introduzidos o FCVS e o Plano de Equivalência Salarial (PES) (AZEVEDO, 1988). O PES estabelecia o reajuste anual das prestações tendo como parâmetro o aumento médio dos salários mínimos. Porém, sua instituição gerou um descasamento entre o saldo devedor e as prestações, visto que o saldo devedor continuou a ser corrigido trimestralmente pela UPC. Esse descasamento geraria um passivo devedor por parte do mutuário ao final do contrato. Para sanar tal problema, foi criado o FCVS, que visaria à quitação desse saldo devedor residual ao final do contato, mediante contribuição de um percentual do encargo mensal para o fundo (SANTOS, C.H.M., 1999).

Moreira (2013) diz que a criação do FCVS visava dar tranquilidade aos mutuários, no cenário de incerteza em relação à incidência de saldo devedor residual ao final do prazo contratual. Tal sistema promovia a quitação de eventual saldo devedor residual quando o mutuário pagasse todas as prestações mensais previstas no contrato. Tal descompasso será explorado mais adiante.

5.2 FCVS E RAZÕES PARA O DESCASAMENTO

Anteriormente, para tentar corrigir a ocorrência de saldo devedor residual, os prazos originais poderiam ser prorrogados por até 300 meses, e, esgotada tal prorrogação, as prestações seriam corrigidas simultaneamente com o saldo devedor, com base na variação do valor de uma ORTN. Isso poderia gerar a eternização da dívida. A detecção dessas dificuldades, juntamente com a pressão da sociedade por planos de reajustes anuais das prestações, fez com que fossem criados o FCVS e o Plano C (FARO, 1990).

O FCVS foi criado em 16 de junho de 1967, concomitantemente com o Plano C de financiamento; porém, pode-se considerar que a origem de tal fundo ocorreu com a promulgação do Plano A. De acordo com esse plano, o saldo devedor dos financiamentos seria reajustado pela variação do valor nominal da ORTN, trimestralmente, enquanto as prestações seriam reajustadas anualmente, 60 dias após a divulgação do valor do salário

mínimo. Por conta do descompasso de índices de atualização, já se podia prever que os saldos devedores não seriam liquidados ao final dos prazos contratuais (FARO, 1990).

Em outro trabalho efetuado por Faro (1985), consta que o FCVS foi criado para garantir a total amortização dos contratos, para contratos celebrados nos Planos A e C, mediante contribuição de uma prestação, tendo o prazo de prorrogação do contrato sido fixado em, no máximo, 50% do prazo originalmente contratado. Qualquer saldo devedor remanescente posterior a esse prazo, a partir da resolução, seria quitado pelo fundo.

Mesmo assim, dada a aceleração inflacionária da época, aliada à política salarial vigente, pode-se dizer que o valor das contribuições ao FCVS não seria suficiente para a cobertura de todos os saldos residuais previstos; assim, o fundo já nascia fadado ao desequilíbrio (FARO, 1990).

Barbosa (2008), em uma análise mais simplista, diz que o FCVS foi criado para cobrir possíveis saldos residuais em contratos imobiliários, contratos estes em que havia descasamento entre o índice de correção das prestações e dos saldos devedores. Dessa forma, o mutuário passaria a contribuir para o FCVS, que seria o responsável pelo pagamento de eventual saldo devedor residual ao final do contrato.

Em 1969, o BNH criou o PES, atendendo a reclamações quanto a incertezas sobre o número de prestações. Aqui cabe um adendo, já que, mesmo com a equivalência salarial inserida no nome do PES, os reajustes salariais não estavam vinculados ao reajuste salarial do próprio mutuário, e, sim, indexados à variação do salário mínimo ou à variação das ORTN. Assim, o nome pode dar margem a interpretações, objeto, inclusive, de discussão na esfera judicial (FARO, 1990).

Com o PES, as correções trimestrais do saldo devedor foram mantidas, assim como o reajuste anual das prestações. Porém, quando o prazo contratual findava, não havia mais possibilidade de prorrogações. Dessa forma, os saldos devedores residuais seriam absorvidos pelo FCVS. Em contrapartida, a contribuição no valor de um encargo mensal foi substituída pelo Coeficiente de Equiparação Salarial (CES), um fator multiplicador dos encargos mensais. Além do mais, em caso de quitação do saldo devedor antes do final do prazo contratual, o mutuário continuaria o pagamento dos encargos até o final do prazo, e esse excedente seria totalmente revertido ao FCVS. O fator multiplicador variava entre 1,10 e 1,15, mas, mesmo assim, não revertia o fator inflacionário, ou seja, o CES teve seu valor subestimado, contribuindo para o desequilíbrio do fundo (FARO, 1990).

Assim, o fato de haver descasamento em dois planos do SFH de amortização contratual entre os índices de reajuste das prestações comparados ao saldo devedor fez com que os mesmos, conforme descrito em Faro (1985), fossem caracterizados como financeiramente inconsistentes, fazendo o FCVS sofrer os efeitos acentuados das políticas econômicas da década de 1980. Na literatura, é consenso que as políticas para o setor imobiliário, com as benesses concedidas aos mutuários, muito pelo clamor popular, em virtude da recessão e da inflação a níveis elevados, trouxeram mais prejuízos para os credores e para o FCVS, evidenciando ainda mais o descasamento. Tais políticas serão exploradas adiante, pois é impossível dissociar o FCVS das políticas de financiamento do período.

5.3 EVOLUÇÃO DA POLÍTICA DE CRÉDITO HABITACIONAL

Conforme já explanado, o BNH, criado em 1964, juntamente com o mecanismo de correção monetária, de acordo com Faro (1985), foi inicialmente concebido como uma autarquia, que recebeu a incumbência da gestão do SFH. Durante seu funcionamento, o BNH promoveu alterações em seus planos de financiamentos pactuados entre os agentes financeiros integrantes do SFH e os mutuários finais. As mudanças por vezes foram paramétricas, como alteração de taxa de juros, criação do CES, do FCVS, prazos de financiamento, taxas de administração e seguros, mas também ocorreram algumas mudanças estruturais, envolvendo as sistemáticas dos planos de financiamento.

A primeira modificação aconteceu em janeiro de 1966, estabelecendo dois planos de correção monetária, os chamados Plano A e Plano B. Em ambos os planos, os saldos devedores eram reajustados trimestralmente de acordo com o índice de variação das ORTN. Anteriormente, os reajustes das prestações ocorriam sempre 60 dias após a decretação do salário mínimo, enquanto o saldo devedor era reajustado pela variação do índice de preços. A diferença entre os planos era que, no Plano A, o limite no valor dos imóveis a serem financiados não poderia ser superior a setenta e cinco salários mínimos, e o reajuste das prestações se daria pela maior variação do salário mínimo, imediatamente anterior, 60 dias após a divulgação dos valores (FARO, 1985).

Embora no plano A fosse possível a liquidação da dívida antes do prazo, havia também a possibilidade de geração de saldo devedor residual, opção mais provável, principalmente quando a concessão do financiamento ocorria logo após o reajuste do salário

mínimo. Como o próximo reajuste se daria apenas no ano seguinte, o contrato não teria a correção das prestações por mais de um ano, ficando defasado em relação à correção do saldo devedor (FARO, 1985).

Já no plano B, o reajuste das prestações e do saldo devedor era efetuado pelo mesmo índice e pela mesma vigência, qual seja, a variação da ORTN trimestralmente, e, como os reajustes eram efetuados pelo mesmo índice, o plano podia ser considerado financeiramente consistente. Tal plano era destinado a mutuários que possuíam renda familiar maior do que 75 salários mínimos. Tendo em vista a criação da UPC, em novembro de 1966, cujo valor seria o mesmo de uma ORTN ao primeiro mês de cada trimestre civil, os financiamentos deveriam ser expressos com base no índice recém-criado. Os financiamentos do Plano B evoluíam por meio da Tabela Price (TP), e as taxas de juros eram expressas em termos anuais, apesar da capitalização mensal. Mesmo sendo financeiramente consistente, como a correção monetária era trimestral, somente após três meses é que a perda inflacionária seria reposta. Assim, tal perda inflacionária era inserida no risco de crédito dos bancos credores, majorando a taxa de juros dos empréstimos. A resolução tinha uma ressalva dizendo que, se no plano A o saldo devedor não fosse amortizado após 300 meses, aplicar-se-iam os critérios do Plano B após esse prazo, até o saldo devedor ser quitado (FARO, 1985).

Posteriormente, o Plano A foi alterado, agora podendo abranger financiamentos de até 500 salários mínimos, além de ser criado o Plano C. A diferença do Plano A e do Plano C era no reajuste das prestações, já que, no Plano C, o mesmo se daria 30 dias após o reajuste da classe profissional à qual o mutuário pertencia, porém ainda efetuada conforme variação do salário mínimo. Ambos os planos eram considerados financeiramente inconsistentes por manterem critérios de reajuste distintos para saldo devedor e prestações (FARO, 1985).

Ao final do ano de 1969, devido à incerteza em relação à quantidade de prestações que o contrato poderia ter, sobretudo por conta do descasamento entre os índices de reajuste das prestações e do saldo devedor, foi criado o PES, substituindo os Planos A e C, o que Faro (1985) caracterizou como decisão eminentemente política. Havia, no período, uma ilusão monetária, com o aumento nominal do saldo devedor, ocorrendo a sensação de que, quanto mais se pagava, mais o saldo devedor aumentava, sendo difícil explicar a correção monetária aos mutuários, fato agravado por ser o instrumento de correção monetária recente à época. Assim, críticas apareceram contra a correção monetária. O prazo contratual do PES ficou limitado ao mesmo prazo previamente estabelecido, sem a possibilidade de prorrogação, e o FCVS passaria a absorver qualquer saldo devedor residual ao final do prazo originalmente

contratado. Em contrapartida, o FCVS passaria a ser credor das prestações remanescentes em caso de contratos com saldo devedor liquidado antes de o prazo contratual findar. Com a mesma resolução, o Plano B passou a ser denominado Plano de Correção Monetária (PCM).

A fixação do CES não ocorreu sem ônus aos mutuários, pois, embora dispensados de contribuir para o FCVS, como ocorria antes do PES, havia o risco de se pagar mais do que o efetivamente contratado. Além do FCVS passar a ser credor em caso de quitação antes do prazo contratual, em muitos casos, o valor pago com a majoração dos encargos pelo CES poderia ser maior se comparado ao pagamento do valor de um encargo mensal a título de FCVS. Porém, o principal ônus era a ocorrência de dois saldos devedores distintos, evoluindo paralelamente. Um foi denominado saldo devedor contábil, ou saldo PES, que evoluía paralelamente ao saldo devedor real. O saldo contábil evoluía conforme prestações vincendas, projetando o valor que o mutuário deixaria de contribuir a título de CES. Assim, o saldo devedor contábil, que o mutuário pagaria quando desejasse quitar o contrato antecipadamente, era maior do que o saldo devedor real, desse modo, o mutuário pagava um valor efetivamente maior do que o devido (FARO, 1985).

A criação do CES, de acordo com Faro (1985), foi a peça fundamental para a promulgação do PES, pois, no plano, o valor calculado para os encargos mensais seriam multiplicados pelo CES, que seria divulgado periodicamente pelo BNH. Entretanto, a denominação do coeficiente nada tem a ver com o reajuste das prestações pelo mesmo índice do reajuste salarial da categoria profissional dos mutuários, apesar de haver passivos judiciais contestando tal fato, pois o CES nunca teve o objetivo de promover a equiparação salarial do mutuário individual com os financiamentos. Sua função era contrabalancear a influência da data de assinatura do contrato e da data dos reajustes das prestações, já que não havia sincronia entre essas datas. Por isso o coeficiente do CES era variável, conforme data de assinatura do contrato.

Em outubro de 1971, os contratos sob a égide do SFH, que utilizavam como sistema de amortização a TP, passaram a ter o Sistema de Amortização Constante (SAC) como método de amortização. Faro (1985) cita que o SAC consiste, pelo menos em regimes de moeda estável, em parcelas de amortizações iguais para todos os encargos mensais, encerrando o contrato com a finalização do prazo, sendo a amortização calculada pela divisão do valor financiado pelo prazo contratado. Essa propriedade faz com que o débito decresça linearmente ao longo da evolução contratual, além de as prestações se comportarem também

de maneira decrescente, isso porque os juros, com a queda do saldo devedor, acabam decrescendo em progressão aritmética.

Porém, o SAC foi instituído em plena vigência do PES. Portanto, as características do plano deveriam ser consideradas na aplicação do SAC na época. Assim, no trabalho constantemente utilizado nesta seção escrito por Faro (1985), há a demonstração empírica de que a adoção do SAC nas condições acima era prejudicial ao mutuário, sobretudo porque, no SAC, as prestações iniciais eram maiores se comparadas às prestações que evoluem pela TP. Então, o valor multiplicado pelo CES acabava sendo maior também.

Esse fato é de suma importância, visto que muitos dos passivos judiciais contestam a aplicação da TP como sistema de amortização, que, em sua aplicação, causaria anatocismo. Tal discussão acontece até os dias atuais, já que muitos trabalhos elaborados no contexto atual ainda argumentam que a TP causa anatocismo.

Em abril de 1973, é criado o famigerado salário mínimo habitacional, índice utilizado a partir de então para correção das prestações dos contratos do PES. Em abril de 1977, alterou-se a sistemática do primeiro reajuste das prestações, levando em consideração o primeiro encargo efetivamente quitado, para contratos do PES. Em contrapartida, a contribuição para o FCVS voltou a ocorrer no percentual de 0,5% do valor financiado. Além disso, acabou a possibilidade de ocorrência de dois saldos devedores paralelos, e, consequentemente, a possibilidade de se quitar um contrato antecipadamente por valor maior do que o devido. O reajuste da primeira prestação passou a ser de acordo com a variação da UPC trimestral, não mais em relação ao salário mínimo. Os demais reajustes continuam a ser de acordo com a UPC anual. Para o cálculo das prestações, continuou-se a utilizar o CES, mas com o índice fixo em 1,15 num primeiro momento (FARO, 1985).

O cenário de inadimplência apresentou uma melhora a partir de 1975, e novos investimentos foram viabilizados. Algumas vantagens concedidas aos mutuários foram aumento no prazo de amortização para 25 anos, redução nas taxas de juros e volta da utilização da TP como sistema de amortização, em comparação com os outros sistemas de amortização utilizados, que apresentavam encargos iniciais menores, fazendo com que mais pessoas apresentassem capacidade de pagamento para se tornarem elegíveis aos novos financiamentos (AZEVEDO, 1988).

Em maio de 1979, é criado o Sistema de Amortizações Mistas (SAM), e a contribuição para o FCVS é reduzida a 0,3% do valor financiado. Tal plano foi criado porque,

conforme citado acima, o valor das prestações, quando o SAC é aplicado, é maior, apesar de o retorno do capital emprestado ao credor ser maior também. Esses dois fatos justificaram a adoção do SAC pelo BNH, pois, do ponto de vista atuarial, comparando o SAC com a TP, reduz-se o valor esperado de uma possível inadimplência. Porém, ocorreram limitações nas concessões de financiamentos, com menos famílias conseguindo enquadramento. Assim, houve pressão para a volta da TP, e, como alternativa, foi elaborado o SAM, aplicado em financiamentos superiores a 500 UPC e inferiores a 3500 UPC, sendo metade do prazo contratual evoluído pela TP e a outra metade, pelo SAC (FARO, 1985).

Em janeiro de 1984, instituiu-se o Sistema de Amortização Misto com Prestações Reais Crescentes (SIMC), criado com a finalidade de escoamento das unidades construídas pelo BNH, que se encontrava em dificuldade de comercialização devido à queda no poder aquisitivo da população. Nesse plano, nos primeiros 24 meses, as prestações eram constantes, fixadas em 85% do valor se fossem calculadas pela TP, e as demais cresceriam em progressão aritmética. Assim, inicialmente, num patamar mais baixo, mais pessoas conseguiriam se tornar elegíveis. Porém, após dois anos, as prestações poderiam subir de maneira considerável, dependendo do comportamento da correção monetária (FARO, 1985).

5.4 DÉCADA DE 80 E AS CONSEQUÊNCIAS ÀS POLÍTICAS HABITACIONAIS

Muitos fatores externos afetaram a economia brasileira a partir de 1979, após o segundo choque do petróleo. A década de 1970, que passou por intenso crescimento econômico, deu a vez a um período recessivo e se, mesmo com crescimento econômico, havia a inflação na economia, com a recessão a inflação atingiu patamares jamais vistos na história. Com a economia toda assolada pela crise, o setor habitacional também foi fortemente afetado. É essa situação que será abordada nesta seção.

Durante a década de 1970, houve o reconhecimento por parte do BNH de que o banco fora incapaz de solucionar as necessidades de habitação para as classes mais baixas. Resumindo, o SFH apresentou desempenho bastante significativo, por exemplo, entre 1976 e 1982, quando cerca de 400 mil unidades por ano foram construídas. Contudo, esse número foi incapaz de atender às classes mais necessitadas (SANTOS, C.H.M., 1999). Santos, D.F. et al. (2012) agrupam o resultado do período, mostrando que o BNH financiou a construção de três milhões de unidades entre 1975 e 1982.

Até o ano de 1979, a inflação, apesar de significante, nunca ultrapassou o patamar de 45% ao ano. Com a inflação nessa faixa, o problema de descasamento ocorria, mas não em grande magnitude, não havendo contestações judiciais em grande escala para a sua ocorrência. Tampouco havia contestações quanto à possibilidade de a TP causar anatocismo. Com isso, o SFH não apresentou grandes problemas. Porém, com a aceleração da inflação para a casa dos 100% ao ano em 1980, chegando aos 200% a partir de 1983, o quadro foi alterado, e drasticamente. Em 1979, o período de reajuste do salário mínimo passou a ser semestral, e essa periodicidade de reajuste foi passada aos contratos, que começaram a sofrer reajustes das prestações semestralmente (SANTOS, C.H.M., 1999).

Essa situação acabou se agravando no ano de 1983, quando as prestações, pela primeira vez, foram reajustadas acima do reajuste do salário mínimo. Houve imenso clamor em relação a tal fato, mas, apesar de todos os mutuários serem afetados pela correção acima do salário mínimo, o maior reclame partiu das classes de renda mais elevada, mutuários estes com contratos tendo origem de recursos no SBPE, pois além de terem seus salários corroídos, pagavam prestações de valores mais elevados. A partir do cenário ocorrido após 1983, os mutuários se organizaram em associações, havendo a entrada maciça destes na justiça, contestando os reajustes praticados pelos agentes financeiros, além de outros fatores, como o eventual anatocismo causado pela TP, ações estas que perduraram até os dias atuais (AZEVEDO, 1988).

Santos, C.H.M., (1999) complementa que o biênio 1983/1984 foi o início do período em que as prestações dos contratos de mutuários de classe média e alta foram maiores do que seus reajustes salariais, com o vertiginoso crescimento dos índices de inflação, a política de reajuste foi alterada e foram instituídos reajustes salariais de acordo com a faixa de renda do mutuário. Com essa política, e com o retorno das correções das prestações pelo salário mínimo, foi inevitável que as prestações dos contratos dos mutuários de classes média e alta tivessem aumentos reais, gerando excessiva inadimplência, contribuindo para a recessão da economia.

Por conta da grita da sociedade, algumas benesses acabaram concedidas aos mutuários, mas, para um financiamento de longo prazo, o equilíbrio entre credor e mutuário deve ser observado. Contudo, essas benesses acabaram desequilibrando o sistema em favor do mutuário, como a renegociação de junho de 1983, preconizando que o reajuste das prestações, que seria de 130% se o índice de correção monetária fosse respeitado, seria reduzido para até 98%, e, para o funcionalismo público, o teto seria de 82% (FARO, 1990).

Outra renegociação foi proposta ainda em julho de 1983, em que o encargo mensal foi limitado ao nível de renda familiar. Em particular, o reajuste das prestações, entre julho de 1983 e julho de 1985, ficaria limitado a 80% da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). Entretanto, o saldo residual que seria gerado com tal medida ficaria sob responsabilidade do mutuário. Em outubro de 1983, outra renegociação foi autorizada, na qual o indexador do reajuste das prestações foi alterado, voltando da UPC para o salário mínimo. Além do mais, se o mutuário optasse pela troca do reajuste de anual para semestral, este ficaria limitado a 80% do salário mínimo até 30 de junho de 1985. O resultado líquido dessas renegociações foi a redução da correção monetária das prestações de 130% para um intervalo de 87,51% a 109% (FARO, 1990).

Mais uma renegociação ocorreu em março de 1984, sem que houvesse responsabilidade pelo saldo residual ao mutuário, ou obrigatoriedade na adoção do reajuste das prestações pelo período semestral, com a fixação do índice de correção monetária em 80% da variação do salário mínimo, entre julho de 1984 e junho de 1985. Como consequência, os índices de reajuste relativos a julho de 1984 (191%) e junho de 1985 (246%) foram reduzidos para 143% e 194%, respectivamente. Assim, o ônus dessa subcorreção acabou ficando para o F CVS, que cobriria um saldo residual maior do que sua capacidade de arrecadação suportaria, e para o banco credor, que veria seu capital retornado cada vez mais devagar, desestimulando novas concessões (FARO, 1990).

Outra renegociação afetou o sistema, ficando estabelecido que o reajuste das prestações no ano de 1985 seria efetuado pelo percentual de 112%, desde que o mutuário optasse pelo novo plano, o Plano de Equivalência Salarial por Categoria Profissional, o PES/CP, em que as prestações passariam a ser corrigidas 60 dias após os aumentos salariais de sua respectiva categoria profissional. Com isso, a correção monetária foi reduzida de 246% para 112%, mais uma vez penalizando os bancos credores e, sobretudo, o F CVS, cujo benefício a poucos mutuários impôs ônus significativo a toda a sociedade (FARO, 1990).

A mesma situação é descrita em Santos, C.H.M., (1999), que complementa afirmando que os mutuários que não optaram pela troca tiveram as prestações reajustadas em 246,3%. Apesar de contribuir para a diminuição da inadimplência e aumento da liquidez no curto prazo, o descasamento na correção das prestações e do saldo aumentou drasticamente, contribuindo para o déficit do F CVS.

Com isso, as prestações ficaram num patamar irrisório, na faixa entre 5% e 10% dos valores de aluguéis para imóveis de igual valor, as quais cobriram sequer os juros, gerando

amortizações negativas, levando-nos a concluir que o sistema não era capaz de retornar o capital para a concessão de novos financiamentos, desencorajando os agentes financeiros a conceder novos créditos, freando o efeito multiplicador do crédito (SANTOS, C.H.M., 1999).

Santos, D.F. et al. (2012) complementam que as instituições não demonstravam interesse em dispor recursos para o setor, devido ao risco e insegurança jurídica, principalmente por conta das benesses aos mutuários citadas acima e pela benevolência do poder judiciário ao analisar as ações judiciais que se acentuaram durante o período.

Dessa forma, conforme exarado em Barbosa (2008), o resultado das mudanças nos contratos, durante a primeira metade da década de 1980, por meio das políticas econômicas da época, que beneficiaram os mutuários, mas que fez com que os recursos do FCVS fossem insuficientes para a cobertura dos saldos devedores residuais dos financiamentos habitacionais das instituições financeiras que detinham o produto em suas carteiras.

O equilíbrio atuarial foi novamente comprometido com o Plano Cruzado, no qual a conversão das prestações foi efetuada com base na mesma sistemática adotada no caso dos salários (FARO, 1990). A partir de março de 1986, as prestações deveriam ser reajustadas pela média dos reajustes dos 12 meses imediatamente anteriores. Além disso, deveriam permanecer congeladas pelos 12 meses subsequentes. Como a correção monetária continuou a reajustar o passivo, o Plano Cruzado também contribuiu para o rombo no FCVS (SANTOS, C.H.M., 1999).

Já os saldos devedores foram corrigidos buscando contemplar a inflação observada nos meses de janeiro e março de 1986. Essa nova dualidade impactou novamente o FCVS, até porque algumas prestações passaram a ser menores do que antes do plano. O indexador dos saldos devedores passou a ser o equivalente ao que corrige os depósitos de poupança. Assim, surgiu a possibilidade de maior correção no saldo em detrimento das prestações, já que a correção da poupança costumava ser maior do que a dos salários (FARO, 1990).

Com esse quadro, o BNH, que já era contestado pelo seu desempenho social, passou a ser questionado também pelo seu desempenho financeiro. A contração da capacidade de pagamento impediu que uma grande e crescente parcela da população pudesse atender às contrapartidas existentes para se tornar elegível a um financiamento habitacional. Apesar da considerável quantidade de moradias financiadas pelo BNH em seus 22 anos de existência, isto é, 4,5 milhões de moradias, verifica-se que somente 27,66% das moradias se beneficiaram

de financiamentos oficiais e que apenas 33,5% das unidades foram financiadas às classes mais baixas (AZEVEDO, 1988).

Montagnana (2013) complementa que o BNH garantiu por um tempo uma fonte estável de financiamentos, mas sem que as demandas sociais por moradias fossem satisfeitas. Noal e Janczura (2011) concluem que a inadimplência afetou o setor. O BNH foi perdendo a força e os recursos, e a cobrança foi transferida para outros agentes. Com a crise, os recursos acabam se afastando cada vez mais do setor, e, com o fim do BNH, a intervenção estatal estagnou também.

Santos, C.H.M., (1999) enumera que um fator que nos leva a concluir que o SFH não atingiu os objetivos propostos foi a extinção do BNH em 1986, sendo suas atribuições divididas entre outros agentes; dessa forma, a CEF ficou com a administração do FGTS e do SFH e o Banco Central, com a regulamentação do SBPE. Porém, a extinção deste ocorreu de maneira abrupta, sem margens para contrapropostas e discussões com os participantes do sistema, evidenciando a ausência de propostas ao setor, somente agravando o quadro já deteriorado.

Após a extinção do BNH, ainda uma medida governamental na área macroeconômica impactou negativamente o setor: a promulgação do Plano Verão, no qual as prestações dos contratos firmados no âmbito do SFH foram congeladas no período de fevereiro a maio de 1989, nos valores apontados em janeiro de 1989. Os reajustes represados pela medida seriam repassados em três parcelas após finalizado o período do congelamento. Entretanto, os saldos devedores foram corrigidos em 111% no período, o que acabou por ser mais uma contribuição para o déficit do FCVS (FARO, 1990).

Assim, o cenário para a próxima década não era nada animador. Com a inflação atingindo patamares elevados, agravado pelo déficit do FCVS, nada indicava que a situação poderia melhorar, até porque, em uma economia instável, qualquer medida para o setor se tornaria inócuia. Contudo, o comportamento do setor habitacional na década de 1990 será abordado no próximo capítulo.

6 DOS ANOS 90 AOS DIAS ATUAIS: RENASCIMENTO DO CRÉDITO HABITACIONAL BRASILEIRO

6.1 ANTECEDENTES

Durante o final da década de 80, foi constatado o déficit habitacional nas classes mais baixas, mas a má utilização dos recursos impediu que esse déficit fosse sanado. No início dos anos 90, poucas mudanças para atenuar a crise do setor foram feitas, como a extinção do PES e do FCVS, e, em substituição, foi instituído um sistema de amortização utilizando o comprometimento de renda do mutuário, porém essas medidas não tiveram fôlego suficiente para alterar o quadro do setor (SANTOS, C.H.M., 1999).

Durante o governo Collor, o quadro de políticas públicas na área de habitação se agravou com algumas mudanças apenas superficiais no SFH, como a facilitação para a quitação dos contratos e mudanças no reajuste das prestações (SANTOS, C.H.M., 1999). Silva e Alves (2014) também citam o agravamento das políticas habitacionais entre os anos 1990 e 1992. Noal e Janczura (2011) complementam afirmando que houve alteração na correção das parcelas e facilitação nas liquidações dos créditos.

Mais especificamente, com o Plano Collor, o SFH sofreu alterações, isto é, os saldos devedores dos contratos dentro do SFH sofrearam correção monetária com base na variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de março, sendo que o índice montou 84,32%, mas as prestações só vieram a incorporar a correção monetária até fevereiro. Como resultado, em cenário hipotético de eliminação da inflação, os saldos devedores sofreriam acréscimos reais de 84,32%, porém, com a inflação elevada, esse reajuste foi bem maior do que o citado (FARO, 1990).

Em 1992, o PES foi substituído pelo Plano de Correção Monetária (PCR), assegurando que o percentual de renda apurada no início do financiamento se mantivesse ao longo de todo o prazo contratual. (ELOY; COSTA; ROSSETO, 2013). Noal e Janczura (2011) complementam afirmando que o PCR substituiu o PES, e, com isso, o equilíbrio financeiro foi atingido. Porém, Teixeira (2010) contrapõe esse argumento, dizendo que o PCR, assim como o PES, regula o reajuste das prestações a fim de evitar que a correção monetária, que poderia ser maior que os reajustes salariais, viesse a comprometer mais do que o percentual do salário do mutuário.

Após a queda do presidente Collor, os programas sofreram alterações. As contratações de interesse social passaram a exigir a participação de conselhos de governos locais, com participação comunitária, além de uma contrapartida financeira junto à União. Essas mudanças aumentaram a transparência e o controle social e tornaram-se um ponto de inflexão das políticas públicas na área de habitação para interesse social. Esses programas ou foram mantidos nas gestões posteriores ou serviram como base para os novos programas implementados (SANTOS, C.H.M., 1999). Silva e Alves (2014) também relatam tais medidas.

O FCVS foi extinto em 1993, mas, mesmo assim, alguns descontos concedidos aos mutuários comprometeram a liquidez do sistema, chegando ao ponto de necessitar que fossem suspensos os financiamentos com recursos do FGTS entre 1992 e o primeiro semestre de 1995 (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013).

Com o novo governo, em 1995, o diagnóstico era de esgotamento do SFH, em virtude da incapacidade na captação de recursos, principalmente pelo FGTS, sobretudo em razão da queda no nível de emprego. Assim, foram propostas algumas alterações no modelo. A forma de atuação para saneamento dos problemas seria a provisão para financiamento a famílias de até 12 salários mínimos e políticas para melhorar a performance do mercado habitacional, por meio de legislações e tecnologias voltadas ao setor (SANTOS, C.H.M., 1999).

Com o Plano Real, conforme Eloy, Costa e Rossetto (2013), os financiamentos com os recursos do FGTS foram retomados, propiciando a concretização dos financiamentos para famílias com renda de até 12 salários mínimos.

Santos, C.H.M., (1999) complementa dizendo que, para o financiamento às classes de até 12 salários mínimos de renda familiar, foi criada a Carta de Crédito FGTS, em vigência até os dias atuais e que serve como base para os financiamentos dentro do programa MCMV explorado adiante. Houve mudança na mentalidade na concessão de financiamentos, agora direcionados diretamente ao mutuário final, sem a intermediação das construtoras, que poderia adquirir imóveis novos, usados, e até compra de terrenos e materiais para construção, por meio da CEF. Assim, trata-se de um plano com demanda espontânea. Os recursos eram resarcidos, mas com taxa de retorno baixa, sendo esse um subsídio considerável.

Além disso, o período foi marcado pelo saneamento do FCVS, com déficit estimado em 170 bilhões de reais, e que começou a ser equacionado em 1995, por meio da

securitização das dívidas com o Tesouro e do alongamento do perfil destas dívidas junto aos agentes financeiros. Parte desses créditos foi utilizada para aquisições de bancos junto ao Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013). Barbosa (2008) complementa afirmando que o Banco Central aproveitou para tentar resolver, mesmo que parcialmente, o problema do FCVS por meio do PROER. Além disso, o Banco Central financiava a aquisição dos títulos securitizados que seriam dados como garantia.

No ano de 1999, é criado o Programa de Arrendamento Residencial (PAR), plano este voltado à construção de empreendimentos de pequeno porte nas áreas urbanas, objetivando o acesso a moradias pelas classes de renda mais baixa, por meio do arrendamento da propriedade, que fica em nome da CEF, gestora do programa, durante o período contratual, dando opção de compra ao arrendatário ao final do prazo, mantidas as condições de adimplência (SILVA; ALVES, 2014). Eloy, Costa e Rossetto (2013) caracterizam o PAR como um programa majoritariamente financiado com recursos do FGTS, por meio de empréstimos ao novo fundo criado para esse fim, o Fundo de Arrendamento Residencial (FAR). Por fim, Noal e Janczura (2011) concluem que o PAR operacionalizado pela CEF, era destinado a cidades com mais de 100 mil habitantes, tornando possível a aquisição de moradias para pessoas com renda de até dez salários mínimos, em convênio com as prefeituras, responsáveis pela seleção das famílias.

Assim, pode-se concluir que as políticas habitacionais para a década se concentraram no reconhecimento e atuação para diminuição do déficit habitacional. Porém, havia a crença de que o mercado sanaria os problemas, e o governo atuaria apenas como facilitador, adotando legislações favoráveis ao setor. A estabilização da inflação que ocorreu com o Plano Real contribuiu para o sucesso dos programas e fomentou a base do setor na década seguinte (SANTOS, C.H.M., 1999).

O processo de concessão dos créditos pela Carta de Crédito FGTS foi desburocratizado, facilitando o acesso aos mutuários finais. Porém, os programas acabaram não contribuindo para a redução do déficit habitacional (SANTOS, C.H.M., 1999).

Ocorreu ainda a flexibilização do SFH, além da criação do SFI, mas suas consequências serão abordados na próxima seção.

6.2 OS CRÉDITOS GARANTIDOS POR HIPOTECA E O SURGIMENTO DO SFI

Continuando o raciocínio da seção anterior, as legislações foram um grande facilitador à dinamização do setor. Contudo, com a promulgação da lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, o panorama do setor mudou totalmente, simplificando muitas ações entre credor e devedor, criando mecanismos alternativos aos existentes para captação de recursos e ligando o setor ao mercado de capitais, que possui maior capacidade de geração de recursos. O principal avanço da lei, porém, foi a instituição do novo regime de garantia aos contratos de financiamento imobiliário: a alienação fiduciária.

O sistema foi concebido com o estudo de alguns atores do setor, como a ABECIP e os bancos credores, que buscaram no exterior alguns modelos de crédito e apresentaram ao governo uma proposta para reavivamento do setor. Dessa medida surgiu o SFI, e a estabilização econômica deu novo fôlego ao SFH. As taxas de juros caíram e a estabilização da inflação possibilitou que as famílias melhor planejassem seus dispêndios financeiros em médio e longo prazo (MOREIRA, 2013).

Sob essa nova forma de garantia, o mutuário transfere provisoriamente a propriedade do imóvel ao credor. Com a propriedade já em seu nome, em caso de inadimplência, basta apenas ao credor intimar o mutuário a purgar a mora em até 15 dias, e, em caso de silêncio, a propriedade seria consolidada em nome do credor. Essa celeridade acaba dando maior segurança jurídica à transação, encorajando os bancos a contratar e a ampliar suas carteiras de crédito imobiliário. Assim, a oferta de crédito aumentou, e a garantia mais sólida fez com que o risco diminuisse, propiciando o começo da queda da taxa de juros.

Montagnana (2013) diz que o mercado se desenvolveu com a promulgação do SFI, com o intuito de geração de fontes de recursos de longo prazo para lastrear os créditos, criando mecanismos para este fim, como o CRI, surgindo, assim, as companhias de securitização, autorizadas a securitizar títulos que possuíam valor de face mínimo de 300 mil reais. Além do mais, com a instauração do SFI, o número de unidades construídas voltou a aumentar. Mais precisamente 4,7 milhões de unidades foram construídas entre 1997 e 2009 (SANTOS, D.F. et al., 2012).

Em relação às novas formas de captação de recursos, um ano após a sua promulgação, o cenário de altas taxas de juros acabou prejudicando o setor, que não conseguiu captar a preços competitivos com as fontes subsidiadas, e, como oferta e demanda

são sensíveis à variável taxa de juros, o desempenho do programa em seus primórdios foi prejudicado (SANTOS, C.H.M., 1999). Além do mais, as novas ferramentas não conseguiam competir com as fontes subsidiadas, no caso o FGTS e o SBPE, que não se constituem em ferramentas de captação em escala. Porém, com sua segurança jurídica, o SFI, conforme Montagnana (2013), desenvolveu o mercado de securitização e, com isso, a inadimplência dos contratos garantidos por alienação fiduciária caiu para 1,4%.

Eloy, Costa e Rossetto (2013) completam dizendo que o SFI teve desempenho pífio até 2003 por possuir maiores taxas e encargos comparados ao FGTS e ao SBPE.

Entretanto, conforme Leal (2013), a securitização vem sendo apontada como meio mais eficaz para a reestruturação do setor habitacional. Como mencionado nas justificativas, o mercado de MBS dos Estados Unidos serviu como inspiração ao modelo constante no SFI. Mesmo com a participação das formas de captação usualmente utilizadas, o autor conclui que a solução é a efetivação de uma poupança privada, com a necessidade de geração de mercado secundário líquido.

No Brasil, a primeira grande securitização ocorreu com créditos adquiridos da CEF, no valor de 100 milhões de reais em créditos hipotecários transformados em CRI, adquiridos pelo Banco Itaú para garantir a exigibilidade dos recursos captados em poupança. A seguradora contratada para a garantia dos retornos dos recebíveis foi a SASSE, de propriedade da CEF, ou seja, houve a necessidade de apoio do poder público. Assim, conclui-se que haveria a necessidade de forte apoio governamental, promovendo o seguro de crédito, como ocorreu nos EUA com a FHA, estabelecendo um mercado inicial de CRI, sustentando certo fluxo de negócios e comprometendo-se a garantir certa liquidez. (MOREIRA, 2013). Isso acabou ocorrendo em parte, pois o FGTS atualmente é o maior comprador de CRI do mercado, adquirindo, em 2012, cerca de 2,5 bilhões de reais em CRI, de 9 bilhões de reais emitidos no ano, segundo o presidente da CIBRASEC, Onivaldo Scalco, em palestra efetuada no 4º. Seminário ABECIP: O Efeito Multiplicador do Crédito Imobiliário, que ocorreu em 29 de agosto de 2013.

6.3 COMPARAÇÃO ENTRE HIPOTECA E ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA

A diferença principal entre o SFH e o SFI era que, no SFH, os créditos eram garantidos por hipoteca, e os mecanismos de captação de recursos para financiamentos

habitacionais eram primordialmente o FGTS e o SBPE, fontes de captação subsidiadas. Já com o SFI, a captação de poupança privada é livre, inclusive com recursos externos (SANTOS, C.H.M., 1999).

No SFH, os créditos eram garantidos por hipoteca e, sob esse regime, não possuía preferência, já que a propriedade e a posse do imóvel ficam com o contratante. Assim, o mutuário tem certa liberdade para manter a posse mesmo com inadimplência, chegando à possibilidade de até sub-rogar a hipoteca sem a anuência do credor. O processo de retomada do imóvel necessita do poder judiciário na maioria dos contratos, por meio da execução judicial, mas, conforme relatado por Teixeira (2010), tal processo era lento, e, até certo ponto, incentivava a inadimplência e trazia insegurança jurídica, desencorajando os credores na concessão de novos financiamentos habitacionais.

Martins, Lundberg e Takeda (2008) complementam afirmando que o SFI trouxe maior segurança jurídica ao manter no nome da instituição financeira a propriedade financiada, situação essa também descrita em Lundberg (2011).

Cabe ressaltar que, para contratos firmados entre o BNH e o mutuário final de forma direta, foi promulgado o Decreto-Lei 70/66, instituindo a execução extrajudicial dos contratos garantidos por hipoteca, que, embora muito contestada judicialmente, ainda é utilizada nos dias atuais para execução de contratos da CEF, sucessora do BNH. Esse procedimento, apesar de mais célere do que a execução judicial, por não ser necessário o ajuizamento, ainda é demorado, quando se fala da manutenção de equilíbrio financeiro, de modo que o credor possa recuperar o capital alocado.

Como explanado acima, o processo não é célere o suficiente para que o credor recupere o capital alocado. Assim, o risco de inadimplência, que era elevado dependendo da época analisada, era embutido na taxa de juros. Mesmo assim, como as taxas no SFH tinham teto máximo de 12%, se o risco superasse essa taxa, o banco credor optava por não conceder mais financiamentos, comprometendo suas receitas se os concedesse, e prejudicando a dinâmica do setor habitacional como um todo.

Concluindo, a garantia hipotecária traz mais segurança ao mutuário, que, mesmo inadimplente, dispõe de prazo para tentar se equilibrar financeiramente até o final do processo de execução e regularizar a situação do contrato. Entretanto, para o credor, essa facilidade acaba prejudicando seu fluxo de caixa, e, até certo ponto, incentivando a inadimplência, visto que o processo de retomada favorece esse comportamento dos mutuários. Com isso, verifica-

se que o equilíbrio financeiro é violado quando uma das partes do contrato, no caso o mutuário, acaba tendo benefícios, com taxas de juros subsidiadas, possibilidade de quitação do saldo devedor pelo FCVS, além de lentidão no processo de retomada do imóvel em caso de inadimplência; e a outra parte, os bancos credores na forma de mutuantes, acaba sendo desencorajada a continuar a financiar o sistema.

Teixeira (2010) complementa dizendo que, no SFH, contratos garantidos por hipoteca possuem execução mais lenta, e a alienação fiduciária, por sua vez, proporciona a recuperação dos créditos de maneira mais célere.

6.4 ATUAL SITUAÇÃO ECONÔMICA E *BOOM IMOBILIÁRIO*

As mudanças nas legislações do setor, que propiciaram a retomada em grande escala do crédito, continuaram a ser importantes, como a criação da EMGEA, concebida para receber 875 mil contratos de financiamentos imobiliários da CEF, transação estimada em 26,6 bilhões de reais, com o objetivo de sanar a carteira, a fim de enquadramento do banco nas condições estabelecidas pelo Acordo da Basileia. Os créditos remanescentes na CEF, no valor de 4,9 bilhões de reais, considerados de boa qualidade, permitiram que houvesse a retomada da concessão em escala de novos financiamentos (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013). Von Mettenhein (2006), além de concordar que a venda dos créditos à EMGEA foi importante à CEF, cita que o banco foi objeto de capitalização pelo seu controlador, no caso, o governo brasileiro.

Em 2003, ocorreu outro marco para a solidificação das bases do setor, com a criação do Ministério das Cidades. Maricato (2006) relata que a criação do Ministério veio para preencher um vácuo que retirava o governo federal da discussão sobre políticas urbanas, discussão essa a primeira desde o SFH. Eloy, Costa e Rossetto (2013) complementam afirmando que a criação do Ministério das Cidades, aliada ao equilíbrio macroeconômico, foi base fundamental para o ressurgimento do crédito. Por fim, Silva e Alves (2014) dizem que, com a criação do Ministério, o órgão ficou responsável pelas políticas habitacionais até os dias atuais.

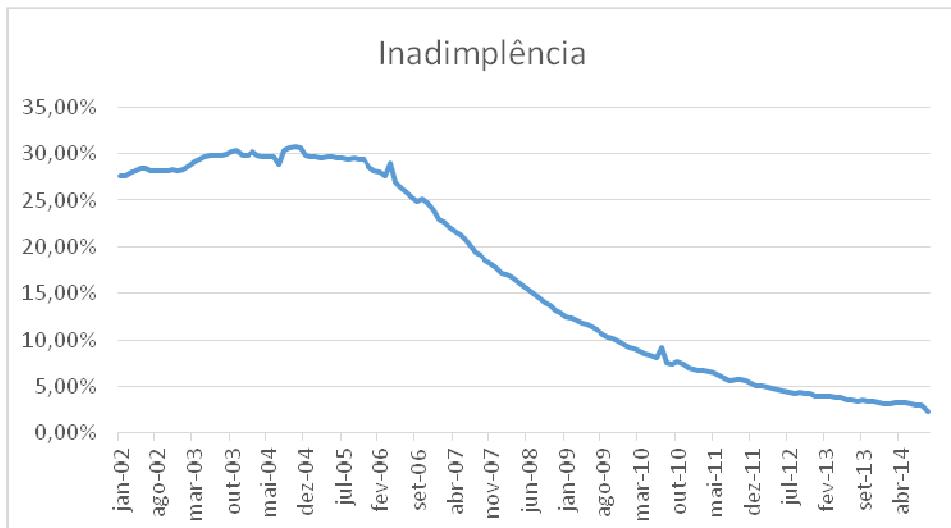
A forma de atuação proposta seria a combinação de ações do mercado para atender à classe que realmente necessita de créditos subsidiados. Assim, esperava-se evitar que as

classes de renda mais elevada utilizassem as fontes de recursos do FGTS (MARICATO, 2006). Isso de fato ocorreu com o MCMV, que será abordado adiante.

Para auxílio ao setor privado, foi promulgada a lei 10.931/2004, que instituiu o patrimônio de afetação das incorporações. O patrimônio de afetação é importante, pois, em caso de insolvência da incorporadora, o patrimônio de determinada obra não é atingido pela insolvência. A lei cria um regime especial de tributação (RET), estimulando a adoção voluntária do patrimônio de afetação pelas construtoras. A referida lei tinha também a finalidade de estimular as atividades de construção, incorporação e captação de recursos, representando um marco para o setor (SANTOS, D.F. et al., 2012). Maricato (2006) complementa relatando que a necessidade de ampliação do mercado privado levou à aprovação da lei, com o intuito de dar segurança jurídica aos investidores na produção.

Por fim, Martins, Lundberg e Takeda (2008) concluem que, entre os benefícios da lei, estão o patrimônio de afetação, o incontrovertido, a inclusão da alienação fiduciária no ordenamento jurídico brasileiro e a desoneração tributária de títulos lastreados em créditos habitacionais. Na prática, após a lei, a inadimplência caiu, sobretudo para contratos assinados após junho de 1998 em instituições públicas. O fato de a alienação fiduciária ser instituída no ordenamento jurídico brasileiro somente em 2004 explica por que os agentes financeiros continuaram a utilizar a garantia hipotecária para seus contratos após 1997. A queda da inadimplência, que, em meados de 2005, rondava os 30% e que atualmente está em 2,38%, pode ser visualizada no Gráfico 3.

GRÁFICO 3 – INADIMPLÊNCIA SBPE



Fonte: Banco Central do Brasil (2014)

O Plano Nacional de Habitação, de 2004, reconheceu que, sem subsídios diretos, não havia como integrar a população de baixa renda ao sistema. Contudo, havia resistência à adoção de subsídios na época. Mesmo assim, alguns avanços que ocorreram no sistema, como a Resolução 460/04 do CCFGTS, que autorizava que a rentabilidade líquida das aplicações do fundo fosse utilizada em subsídios, complementando o valor de entrada dos financiamentos. (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013).

Após a Resolução do Banco Central 3347/2006, conforme já exposto, a relação crédito imobiliário sobre o PIB, que estava em redução desde 2000, passando de 4,5% para 1,3% em 2004, passou a crescer novamente a partir de 2005 (SANTOS, D.F. et al., 2012).

Ainda houve outro incentivo aos bancos credores, a partir de 04 de maio de 2013, que foi a introdução da nova sistemática de remuneração aos depósitos de poupança, que, em cenários de redução da taxa SELIC para patamares inferiores à 8,5%, passam a ser remunerados por 70% da SELIC atualizados pela TR, em oposição à taxa de 0,5%, que tradicionalmente remunerava esses depósitos. Quando a SELIC ultrapassa os 8,5%, a remuneração volta ao patamar de 0,5% atualizados pela TR. Isso acaba barateando mais ainda a captação de recursos ao setor habitacional. Os depósitos, porém, efetuados até dia 03 de maio continuam a ser remunerados a 0,5% (CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, 2013).

Em 2008, foi aprovado o novo Plano Nacional de Habitação, com a divisão, a princípio, em cinco grupos de atendimento. Posteriormente, esses cinco grupos foram agrupados em três; o primeiro grupo formado por famílias sem acesso a financiamentos; os três intermediários, por famílias com acesso limitado a financiamentos; e o último grupo composto por famílias com completo acesso a financiamentos sem restrição. Essa divisão em grupos foi a base para a criação do programa MCMV, sob operacionalização da CEF, com meta inicial de um milhão de unidades construídas e com recursos de 18,5 bilhões de reais para subsídios provindos de recursos da União. O programa foi dividido em três faixas, com subsídios decrescentes conforme aumento do nível de renda (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013). Moreira (2013) complementa afirmando que o programa objetivava a redução do déficit de domicílios em pelo menos 15%, com a construção de um milhão de moradias como meta. Os detalhes desse programa serão abordados mais a fundo na próxima seção.

6.5 PROGRAMA “MINHA CASA MINHA VIDA”

No ano de 2009, é inaugurado um novo marco para as políticas de crédito habitacional. Como o déficit de moradias se concentra em famílias com renda de até três salários mínimos, o governo decidiu criar o MCMV para atender a essa demanda, propiciando grande expansão do crédito imobiliário no país. Algumas reivindicações históricas foram incorporadas ao SFH, como o princípio da autogestão e o modelo de provisão de habitações (MOREIRA, 2013).

O programa, de cunho anticíclico, foi elaborado como resposta a possíveis efeitos da crise de 2007-8, dentro de uma política de crédito incentivada pelo governo por meio dos bancos públicos, reduzindo as taxas de juros e o *spread*. O programa admite duas formas de subsídio: a primeira, com recursos do FAR, destinados a famílias com até três salários mínimos de renda, por meio de contratação direta da produção habitacional, sem qualquer obrigação de agente financeiro na gestão dessa transferência de recursos, visto que os recursos são destinados a fundo perdido e a inadimplência não é computada na gestão do programa. A seleção das famílias é efetuada pelas prefeituras por lógica social, como ocorre na seleção do PAR. A segunda, na forma de subsídios concedidos com recursos do FGTS, através da Carta de Crédito FGTS (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013).

Silva e Alves (2014) dizem que o MCMV foi implementado como uma linha de crédito específica para permitir o acesso a moradias para famílias de baixa renda, sendo um mecanismo de incentivo à construção de unidades habitacionais destinadas a famílias com renda de até dez salários mínimos e meta inicial de um milhão de moradias. A distribuição dos recursos do programa se deu baseada no déficit habitacional, tanto por regiões como por faixa de renda, com direcionamento de recursos efetuado pela CEF. O comprometimento de renda máximo das famílias é de 30% da renda familiar.

O FGTS, que oferece subsídio com o suporte do Fundo Garantidor da Habitação Popular (FGHab), fundo criado concomitantemente ao programa, auxiliava no complemento da entrada em unidades ofertadas em mercado, ou, sob a forma indireta, por meio de redução nas taxas de juros para famílias com renda entre três e seis salários mínimos, e somente na forma indireta, para famílias com renda entre seis e dez salários mínimos. Porém, somente são elegíveis imóveis novos ou em construção. Pode haver complementos nos subsídios, como a doação de terrenos por parte das prefeituras ou cobertura de despesas de infraestrutura, como

ocorre na cidade de São Paulo, por exemplo, devido ao custo das moradias e dos terrenos. Assim, os subsídios diretos beneficiam famílias de baixa renda, mas os indiretos abrangem todo o sistema (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013).

Os valores máximos variam conforme cada cidade. Em São Paulo, por exemplo, dentro da Faixa I do programa, o valor da construção fica em, no máximo, 76 mil reais, contra o valor de construção no interior dos estados da Região Sul, que chega ao máximo de 60 mil reais, sendo que a valorização dos imóveis influenciam esses valores. Na faixa I, há subsídios de até 90% do valor do imóvel, e os pagamentos correspondem a, no máximo, 10% da renda do mutuário, mas, em outubro de 2013, esse percentual caiu para 5%. Para a faixa II, ocorrem subsídios, diminuindo o valor financiado através de recursos do FGTS, e os mutuários da faixa III obtêm benefícios do FGhab (MONTAGNANA, 2013).

Montagnana (2013) observa que o programa é um mecanismo de liberação via construtoras e incorporadoras que apresentam projetos à CEF, que, a partir de uma comissão, os aprova e libera os recursos. O programa dividiu os proponentes em três faixas de renda, com os recursos liberados via FAR, autorizando a CEF a criar um fundo exclusivo de segregação patrimonial e contábil dos haveres financeiros e imobiliários destinados ao programa.

O MCMV incorpora aquisição de terreno e construção ou requalificação dos imóveis contratados como empreendimentos habitacionais em regime de condomínio ou loteamento, que, depois de construídos, são alienados a famílias, prioritariamente, de baixa renda. As construções são efetuadas por construtoras habilitadas e contratadas pela CEF, que se responsabiliza pela entrega dos imóveis no prazo e devidamente legalizados (ELOY; COSTA; ROSSETTO, 2013).

O programa, em sua segunda fase, estipulou como meta a construção de mais dois milhões de moradias. Na primeira fase, os subsídios montaram 16 bilhões de reais e foram prioritariamente destinados a famílias carentes, isentando os beneficiários das taxas cartorárias e do seguro habitacional (MOREIRA, 2013).

O MCMV foi de suma importância, alavancando o crédito para o setor imobiliário e fazendo com que alcançasse valores jamais atingidos. Porém, com o aumento na concessão dos créditos através das fontes de financiamento existentes, que são as mesmas desde o SFH, e, mesmo com o desenvolvimento de fontes alternativas impactadas pelo SFI, o FGTS e o SBPE ainda representam grande parcela de participação no mercado. Entretanto, será que o

crescimento na concessão é acompanhado por crescimento de mesma magnitude das fontes de financiamento? Esse cenário será abordado no próximo capítulo.

7 PERSPECTIVAS FUTURAS PARA O FINANCIAMENTO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

7.1 SITUAÇÃO DO SBPE

Conforme exposto nos capítulos anteriores, o FGTS e o SBPE são as principais fontes de financiamento do mercado imobiliário nos dias atuais. Ambos dependem de suas capacidades de captação, que, por sua vez, dependem das condições macroeconômicas.

A seguir, na Tabela 3, que traz os números do FGTS, é mostrada a evolução da arrecadação, do saldo das operações de crédito e o total de depósitos, mostrando que a situação da fonte de financiamento está em situação equilibrada, sem risco em curto e médio prazo de ocorrer esgotamento de seus recursos.

TABELA 3 – ARRECADAÇÃO FGTS

Ano	Saldo operações de crédito	Arrecadação líquida	Total de depósitos
2000	67.395.605	1.500.000	69.566.042
2001	62.482.419	2.680.935	76.662.390
2002	65.040.212	2.786.972	84.951.370
2003	68.171.078	4.584.038	94.583.590
2004	70.568.226	6.180.372	106.754.779
2005	74.629.859	6.300.000	120.878.597
2006	77.563.075	6.800.000	135.751.156
2007	78.686.742	3.300.000	144.709.010
2008	91.936.594	6.030.000	159.695.527
2009	98.387.002	6.900.000	174.829.754
2010	110.383.915	11.906.903	194.274.091
2011	135.530.889	14.610.000	219.447.508
2012	156.317.196	18.000.000	247.962.455
2013	182.589.503	18.700.000	278.399.896

Fonte: Caixa Econômica Federal (2014)

Procurou-se demonstrar, até o momento, que o sistema existente no Brasil foi sempre inspirado no modelo existente nos Estados Unidos, já que o SFH foi inspirado no modelo que surgiu como resposta aos efeitos da crise de 1929, com hipotecas de longo prazo, financiadas por meio das instituições de poupança e empréstimos (S&L) e o SFI espelhou-se no modelo de securitização estadunidense.

Explanou-se, no capítulo anterior, a importância dos marcos regulatórios para o segmento, propiciando maior segurança jurídica às operações de financiamento imobiliário. De acordo com o relato de Penin e Ferreira (2007), o sistema brasileiro é parecido com o sistema dos Estados Unidos, mas somente na trajetória, pois o crédito no Brasil foi impulsionado pela estabilidade e pela queda nos juros, além de mudanças institucionais que facilitaram a concessão, e também pela entrada dos bancos comerciais no mercado habitacional, antes dominado pelos bancos públicos. Porém, os bancos públicos, Banco do Brasil e CEF ainda são os maiores credores.

Leal (2013) conclui que o mercado brasileiro de securitização, criado com o SFI, foi inspirado no modelo dos Estados Unidos de MBS. Contudo, após mais de 15 anos da criação do SFI, esse mercado ainda não apresentou números consistentes, apesar de crescer ano a ano. Assim, a solução para que os investimentos de longo prazo sejam criados, seria a poupança privada, com a necessidade de geração de um mercado secundário líquido.

Porém, para o futuro, pode-se questionar se as fontes existentes conseguirão sustentar a oferta de crédito a médio e longo prazo. Alguns cenários para o SBPE acabam perturbando os participantes do mercado, que procuram fontes alternativas.

Moreira (2013) elucida tal cenário, no qual queda na captação de poupança pode esgotar o crédito, pois há o desafio de se manter o crédito em alta. Assim, faz-se necessária a criação de alternativas de captação de recursos para o setor. O cenário atual do crédito é favorável, com redução nas taxas de juros, prazos mais elevados, chegando até a trinta e cinco anos (equivalente a 420 meses), fazendo com que a prestação possa ficar mais atraente e aumentando a demanda pelo crédito. Porém, o autor cita que, para a ABECIP, o modelo deve ser revisto, pois as duas fontes dominam o setor, mas os cenários de escassez desses fundos devem ser considerados. Mesmo com os recursos crescendo, em média, 20% ao ano, a concessão de financiamentos cresce 50% ao ano, assim, a associação defende a emissão de *Covered Bonds* e a securitização como formas de captação de recursos e integração do sistema ao mercado de capitais.

Esse fato pode ser constatado quando analisamos a concessão de crédito utilizando recursos do SBPE nos anos de 2012 e 2013 e a captação líquida de poupança no mesmo período. Foram concedidos, em 2012, 82,76 bilhões de reais em créditos habitacionais somente pelo SBPE, e, em, 2013 foram concedidos mais de 109 bilhões de reais somente com recursos do SBPE. Entretanto, a captação líquida de poupança do mesmo período foi de 37,24 bilhões de reais, em 2012, e 54,28 bilhões em 2013. Esses dados nos mostram que o valor

captado em poupança não está sendo suficiente para sustentação do nível de crédito. Acontece que a concessão de empréstimos a partir de 2007 cresceu demais, e de forma uniforme, mas a captação, apesar de crescer em muitos anos, não acompanhou sempre tal crescimento. A evolução das duas variáveis é constante na Tabela 4.

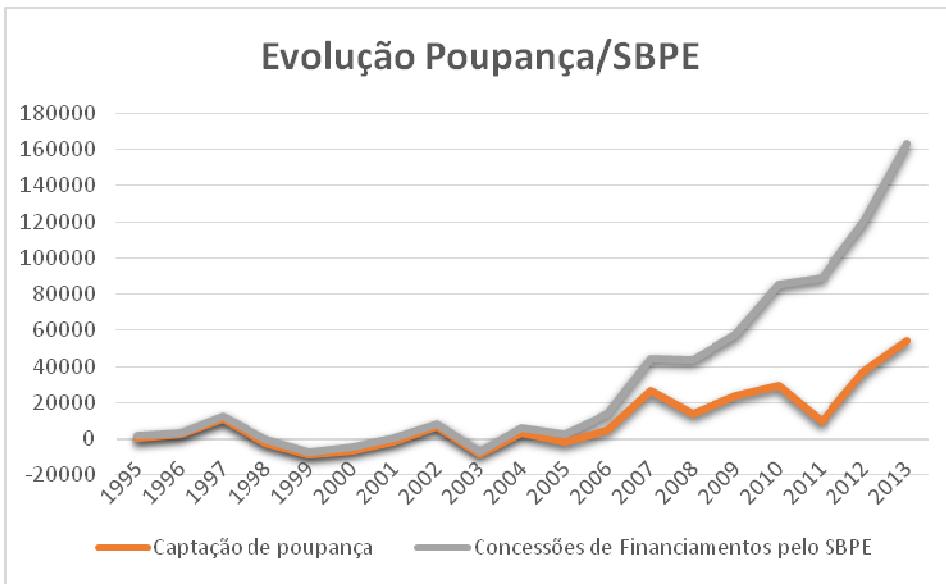
TABELA 4 – CAPTAÇÃO POUPANÇA

Ano	Captação de poupança	Concessões de Financiamentos pelo SBPE
	R\$ Milhões	R\$ Milhões
1995	162	1.871
1996	2.346	1.463
1997	11.079	1.725
1998	-2.302	2.084
1999	-8.740	1.696
2000	-6.356	1.910
2001	-1.319	1.870
2002	7.008	1.770
2003	-8.179	2.218
2004	3.057	3.002
2005	-1.870	4.852
2006	4.964	9.340
2007	26.494	18.283
2008	13.901	30.032
2009	23.813	34.017
2010	29.513	56.198
2011	9.383	79.917
2012	37.240	82.761
2013	54.281	109.178

Fonte: Adaptado de ABECIP (2014), Banco Central do Brasil (2014) e UQBAR (2014)

O Gráfico 4 nos mostra que os índices de crescimento das duas variáveis eram totalmente correlacionados, mas, a partir de 2005, há o descolamento, e a concessão de financiamentos supera, e muito, a captação líquida de poupança.

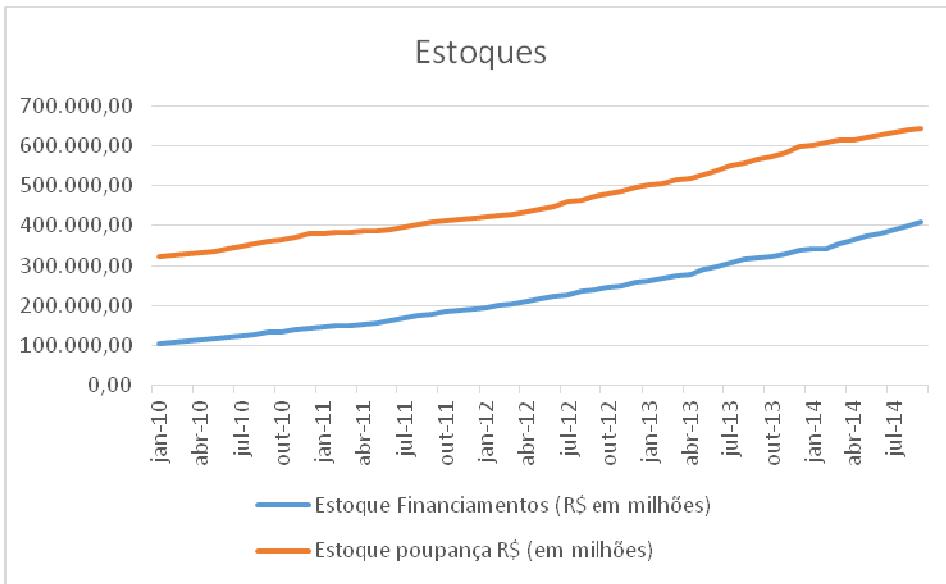
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO POUPANÇA/SBPE



Fonte: Adaptado de ABECIP (2014), Banco Central do Brasil (2014) e UQBAR (2014)

Além disso, conforme gráfico 5, o estoque de financiamentos habitacionais e de depósitos em poupança estão totalmente correlacionados, mostrando que o aumento dos créditos depende do aumento dos depósitos

GRÁFICO 5 – ESTOQUES POUPANÇA/FINANCIAMENTOS



Fonte: Banco Central do Brasil (2014)

Portanto, mesmo com o direcionamento de recursos, para que o nível de crescimento se mantenha nesse patamar e para que a razão crédito habitacional/PIB possa crescer e se aproximar dos países desenvolvidos, algumas alternativas devem ser pensadas e introduzidas no sistema de financiamento habitacional brasileiro, a fim de que o crédito não estagne.

Paim (2013) diz que o governo ainda preenche essa lacuna, seja no direcionamento de recursos para o setor, seja pelo incentivo ao crédito via bancos públicos, nos quais a taxa de juros foi reduzida, mas a inadimplência continuou igual, ou seja, a ampliação do crédito não foi acompanhada por aumento da inadimplência. Porém, tal direcionamento, conforme mencionado, não seria suficiente para sustentar o aumento do crédito.

7.2 IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS ÀS NOVAS CONCESSÕES

Em todos os países onde o crédito habitacional é desenvolvido e possui grande relevância em relação ao PIB do país, o mercado de capitais é integrado à originação dos créditos imobiliários. Já foi abordado o modelo adotado nos Estados Unidos, que possuem um mercado secundário bastante líquido para os títulos securitizados, em que a integração dos mercados fez com que a demanda por hipotecas crescesse bastante. Badev et al. (2014) dizem que a securitização depende de mercados profundos e líquidos, tendo como referência o mercado de títulos públicos.

No Brasil, a primeira tentativa de integração do mercado imobiliário ao mercado de capitais se deu após a promulgação da Lei 9514/97, conforme mencionado por Costa, A.C.A. (2004), quando, espelhada pelo modelo de crédito dos Estados Unidos, a securitização foi instituída no país. Porém, no Brasil, o cenário macroeconômico nunca foi totalmente favorável ao mercado de capitais.

Isso é abordado em Paim (2013), que explana a importância dos títulos públicos que possuem alta rentabilidade, inibindo a criação de *funding* privado voluntário para investimentos de longo prazo. Contudo, o autor cita a necessidade de recursos de longo prazo para sanar a ocorrência de descasamento entre os prazos de ativos e passivos dos bancos, podendo gerar fragilidade financeira dos agentes financeiros. Badev et al. (2014) complementam dizendo que o mercado profundo de títulos públicos inibe o crédito imobiliário.

Brunnermeier (2008), porém, contrapõe dizendo que o descasamento, mesmo podendo ser socialmente caro, é racional e inerente à atividade bancária. Schwarcz (2013) observa que o risco de descasamento existe, mas esse tipo de risco é inerente à área de finanças. Badev et al. (2014) complementa afirmando que a transformação de passivos de curto prazo em ativos de longo prazo está no centro da teoria da intermediação financeira.

Para Costa, A.C.A. (2004), o mercado secundário deve ser alavancado com o incremento do mercado primário, mas algumas medidas são necessárias, como redução dos custos fiscais e ampliação na quantidade de títulos, além de medidas para redução nas assimetrias de informações e flexibilizações em relação a prazos, taxas, indexadores e valores nos contratos de financiamento. O autor cita, ainda, a formalização de estruturas de securitização que permitam a diversificação, aumentando a demanda potencial, mas conclui que o ambiente macroeconômico é essencial e primordial para sucesso do mercado secundário.

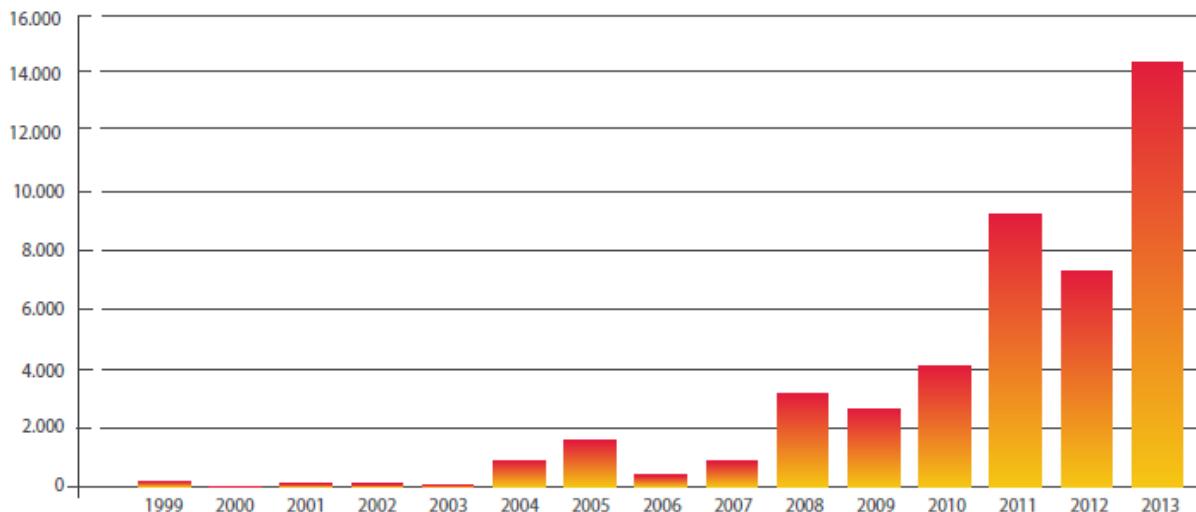
Badev et al. (2014) complementam afirmando que há evidências fortes de relação entre baixa inflação, sistemas legais fortes e sistemas financeiros estáveis com o sucesso no mercado de financiamentos habitacionais, pois a razão crédito habitacional sobre o PIB é maior onde existem menos burocracias associadas ao mercado, como registros e custos no cumprimento dos contratos, além da dedutibilidade fiscal.

As construtoras e incorporadoras também passaram a buscar o mercado de capitais como forma de conseguir recursos, apoiando-se na securitização, vendendo suas carteiras de crédito diretamente às companhias securitizadoras, sem passar pelo agente financeiro, ou por abertura de capital na bolsa de valores. Nessa linha, Penin e Ferreira (2007) sinalizam que, entre 2006 e 2007, houve mais de 20 IPOs⁶, além de ter ocorrido aumento do patrimônio dos Fundos Imobiliários, que, até a data de seu trabalho, chegou a ultrapassar o valor de três bilhões de reais.

Moreira (2013) complementa dizendo que a modalidade de consórcio imobiliário também se expande, e, já em abril de 2012, todos os grupos possuíam 643 mil participantes. O consórcio, porém, possui público diferente do público dos financiamentos, por se tratar de aquisição em médio prazo, dependendo da data de contemplação, se comparado ao imediatismo do financiamento. Além dos consórcios, os CRI, títulos oriundos da securitização, apresentaram crescimento ano após ano, e, entre 2010 e 2011, cresceram em mais de 70%. Entre 2011 e 2012, o patrimônio dos Fundos Imobiliários praticamente dobrou, passando de 1,91 bilhão de reais para 3,76 bilhões de reais. O autor destaca, ainda, que esses papéis são interessantes para a pessoa física por oferecerem benefícios fiscais, além de possuírem remuneração atraente. O crescimento na emissão de CRI pode ser observado no Gráfico 6.

⁶ Sigla em inglês para Initial Public Offering, que significa abertura de capital na bolsa de valores.

GRÁFICO 6 – EMISSÕES DE SECURITIZAÇÃO (CRI) em R\$ (milhões)



Fonte: UQBAR (2014)

De acordo com o exposto até aqui, alguns cenários indicam que alternativas de recursos voltadas ao setor imobiliário são necessárias para que o setor não entre em colapso, na ocorrência de cenários menos favoráveis. Uma dessas alternativas, já difundida na Europa, será apresentada a seguir.

7.3 ILUSTRAÇÃO DE ALTERNATIVA COMO BASE NA POLÍTICA EUROPEIA DE “COVERED BONDS”

No Brasil, temos um cenário de taxas de juros mais altas quando comparadas às taxas praticadas em outros países e sempre há a dúvida de como se ofertar créditos de longo prazo. A fórmula encontrada até os dias atuais é o direcionamento dos recursos para os créditos de longo prazo, como o financiamento habitacional, conforme já explanado ao longo do trabalho (LUNDBERG, 2011).

Porém, o direcionamento de recursos para o crédito imobiliário pode não ser suficiente para suprir a demanda por tais créditos. A securitização, já inserida em nosso mercado financeiro como alternativa às fontes existentes, não trouxe os resultados esperados, apesar de ter aumentado nos últimos anos. Talvez a explicação seja a estrutura bancária no Brasil, onde os bancos optam por manter os créditos em seus balanços. Outra explicação pode ser a aplicação inicial em CRI no Brasil, de R\$ 300.000,00, ou seja, somente os investidores denominados qualificados têm acesso a essa aplicação, restringindo um pouco seu alcance.

Ribakova, Avesani e Pascual (2007) sinalizavam que o rápido crescimento do mercado imobiliário em diversos mercados do mundo, tanto desenvolvidos como emergentes, com a diversificação e com o risco de taxa de juros, torna difícil a captação de depósitos, sendo necessária a busca por alternativas. Esse crescimento do setor em mercados maduros se dá através do aumento na emissão de *Covered Bonds*, que se tornaram fontes de financiamento importantes, como ferramentas de gestão de ativos e passivos, porque tais obrigações desfrutam de risco e retornos favoráveis, além de possuírem mercado muito líquido.

Dadas essas características do mercado financeiro brasileiro, uma alternativa aventada para suprir a oferta de crédito, conforme exposto em Schwarcz (2013), são os *Covered Bonds*, que possuem longa história nos mercados europeus de valores mobiliários. Até o final de 2008, havia cerca de 2,38 trilhões de euros desses títulos em circulação na Europa (conforme ABECIP, esse número é de 2,81 trilhões de euros em 2012), mas são relativamente novos nos Estados Unidos. Badev et al. (2014) complementam afirmando que a profundidade do crédito imobiliário é maior em países que utilizam letras hipotecárias como fontes de financiamento.

Conforme mencionado em Silva, I.F.B.R. (2010), ela os caracteriza como títulos de dívida, garantidos por financiamentos habitacionais com garantias reais dos próprios imóveis, e contam com longa história, existindo há mais de 200 anos no continente europeu.

Os *Covered Bonds* são caracterizados como obrigações hipotecárias em forma de títulos garantidos por um conjunto (*pool*) de hipotecas, nas quais os investidores possuem preferência em caso de não cumprimento das obrigações pelo emitente (RIBAKOVA; AVESANI; PASCUAL, 2007). Silva, I.F.B.R. (2010) complementa dizendo que os *Covered Bonds* se caracterizam como emissão de dívida e como instrumento de captação de recursos em longo prazo.

Schwarcz (2013) caracteriza os *Covered Bonds* como títulos de longo prazo, garantidos por ativos específicos pertencentes ao emissor dos títulos. Os ativos que constituem essa garantia são chamados de *covered pool*, e permanecem no balanço do emissor para fins contábeis. Porém, os ativos são segregados para dar aos obrigacionistas maior proteção em caso de insolvência do emitente. As garantias consideradas fracas ou insuficientes podem ser substituídas por ativos equivalentes, de boa qualidade, com as mesmas características, ao longo da vida dos títulos, sendo esta uma das principais características dos *Covered Bonds*, o que os diferencia da securitização, mantendo um nível

de excesso de garantia sobre o endividamento. Para garantir essa segregação e preferência sobre os outros ativos do emissor, em alguns países como EUA, Reino Unido e Canadá, a segregação é efetuada através de uma SPV. A segregação de patrimônio em relação ao emissor é apontada como uma semelhança entre os *Covered Bonds* e a securitização.

Assim, os mercados europeus são boas ferramentas de análise do produto devido a sua profundidade e à liquidez de seus mercados. Na Europa, a emissão dos *Covered Bonds* é regulada por lei que define os critérios de ativos elegíveis assim como outros requisitos específicos. Essa característica os difere dos MBS existentes no mercado estadunidense, pois existe um regime jurídico especial que governa a emissão e fornece proteção especial ao investidor. Quando um empréstimo é liquidado antecipadamente, ele é imediatamente retirado, sendo substituído por outro contrato semelhante, constituindo um critério de segurança ao cotista (RIBAKOVA; AVESANI; PASCUAL, 2007).

Em relação à legislação, Silva, I.F.B.R. (2010) a detalha, relatando que, na maioria dos mercados europeus, os *Covered Bonds* estão incorporados ao sistema financeiro. O emissor deverá ser uma instituição financeira instalada em território europeu, sujeita por lei a supervisão especial a fim de proteger o investidor. O *pool* de ativos deverá conter apenas ativos elegíveis, conforme determinação legal, sendo necessário atender a um mínimo padrão de qualidade. Assim, os ativos componentes do *pool* devem ser suficientes para o pagamento durante toda a maturação do título.

Como a instituição emissora é uma instituição financeira que permanece com os ativos em seu balanço, e os ativos podem ser substituídos, isso significa que o investidor possui dupla garantia; além do fluxo de caixa do *pool*, há a garantia do fluxo de caixa da própria instituição, pois a mesma garante o fluxo de caixa e o desempenho do *pool*. Isso não ocorre com os títulos securitizados, porque a instituição não possui vínculos com os títulos securitizados após a venda. Na securitização não há reposição de ativos, e o risco é repassado exclusivamente ao investidor (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Para Leal (2013), o procedimento necessário para o funcionamento das letras, categoria em que se encaixam os *Covered Bonds*, seria a atuação do Banco Central e dos bancos comerciais para a manutenção regular do fluxo dos títulos. O autor acrescenta que, pelo fato de os títulos ficarem no balanço dos bancos originadores, o risco de crédito continua com o banco e a atualização monetária e os juros são definidos no momento da emissão, não dependendo da regularidade do fluxo de pagamento. As condições para que os títulos prosperem são a queda sustentável das taxas de juros, elevação na proporção de poupança

destinada a títulos de longo prazo, principalmente pelos investidores qualificados e institucionais, além da manutenção de subsídios à habitação como forma de incentivo ao mercado.

O monitoramento ou supervisão visa preservar a segurança do investidor, e o padrão é a designação de auditoria independente. Destacam-se os critérios de qualidade e elegibilidade a que os ativos devem atender. Para os títulos, a razão LTV obedece ao critério de cada país, mas usualmente é utilizado o limite de 80% para imóveis residenciais e 60% para imóveis comerciais (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Ribakova, Avesani e Pascual (2007) complementam dizendo que a razão LTV e as regras de avaliação de propriedade, além de fazerem monitoramento dos ativos de cobertura, reforçam a segurança dos títulos. Além disso, as atraentes características de risco/retorno permitem aos credores obter fundos no mercado de capitais a um custo reduzido, permitindo-lhes fontes de financiamento de médio ou longo prazo para o mercado habitacional a uma taxa mais conveniente e estável para o mutuário.

Os *Covered Bonds* são responsáveis por, aproximadamente, 20% dos financiamentos habitacionais na União Europeia. Mesmo com a crise, foram emitidos 500 bilhões de euros em *Covered Bonds* no continente no ano de 2009, sendo os maiores emissores Dinamarca, Alemanha, França e Suécia, respectivamente. Porém, quando se analisa o estoque, ao final de 2009, os países com maior participação são a Alemanha, com 30%; a Espanha, com 15%; a Dinamarca, com 14%; o Reino Unido, com 9%; e a Suécia, com 6% (SILVA, I.F.B.R., 2010).

O sistema foi revolucionado com a emissão do denominado Jumbo *Covered Bond*, em 1995, na Alemanha, de forma a atender aos investidores com títulos mais líquidos. Desde então, o mercado de *Covered Bonds* tem crescido de maneira sustentável (SILVA, I.F.B.R., 2010). Ribakova, Avesani e Pascual (2007) complementam detalhando que, a partir da emissão jumbo, o mesmo se tornou referência no mercado europeu e tem sido um motor para a melhoria da liquidez do mercado secundário, especialmente por meio da padronização e pela listagem em plataformas eletrônicas.

Na Alemanha, conforme Ribakova, Avesani e Pascual (2007), o modelo é considerado padrão para vários países europeus. A alta qualidade do crédito, geralmente classificado como AAA, decorre de um quadro regulamentar bem estabelecido, além da alta qualidade das garantias, combinada com a alta qualidade do primeiro escalão do *pool*, que possuem razão LTV não superior a 60%, e, principalmente, pela segregação e direito de

preferência, administrada por gestor independente. Os *spreads* caíram desde 2003 por causa da menor percepção de risco pelo mercado.

Silva, I.F.B.R. (2010) complementa e detalha afirmando que a base legal estabelece que não é mais necessário ser banco especializado para proceder emissões, mas é necessária uma licença especial para a emissão, cujos requisitos mínimos são: capital mínimo de 25 milhões de euros; obtenção de licença bancária que permita ao emissor a manutenção da carteira de empréstimos; manutenção de adequados procedimentos de gerenciamento de riscos; e apresentação de plano de negócios que garanta estrutura de governança adequada. Complementarmente, a decisão sobre a concessão de crédito não pode ser terceirizada.

Não são elegíveis os ABS, MBS, e até 10% do valor nominal da emissão deve ser mantido em depósito em moeda no Banco Central Europeu, ou qualquer unidade que funcione como Banco Central na União Europeia. Os derivativos podem ser eleitos, sendo limitados a 12% do valor presente líquido da carteira. O critério de avaliação é essencialmente técnico, não sendo influenciado pelas condições de mercado. O monitoramento é efetuado periodicamente, para adequação da estrutura de capital, ou quando os pressupostos do mercado sofrem redução substancial, e, em caso de inadimplência, a reavaliação do imóvel é requerida. O valor de face dos títulos deve ser, no máximo, o valor dos ativos componentes do *pool*, além de constar a exigência de manutenção de 2% de excesso de garantias após a realização de testes de estresse (SILVA, I.F.B.R., 2010).

O pagamento antecipado é permitido, mas somente em hipótese de interesse do tomador, ou após dez anos. Em caso de pagamento antecipado, fora essas hipóteses, há uma penalidade para compensar o prejuízo causado ao credor. Por fim, foi esclarecido que os ativos ficam no balanço do emissor, porém, em caso de insolvência, são excluídos do balanço do emissor, formando uma figura distinta, e não têm seu vencimento automaticamente antecipado (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Com relação à Espanha, o segundo maior mercado da Europa, há algumas semelhanças e algumas diferenças quando comparada à Alemanha. Segundo Ribakova, Avesani e Pascual (2007), a emissão está limitada a 90% do valor do conjunto de garantias do emitente, e a razão LTV máxima é de 80% para imóveis residenciais e de 70% para imóveis comerciais. No sistema financeiro espanhol, os bancos regionais e pequenos podem realizar uma emissão em conjunto com instituições do mesmo porte/natureza para ter acesso a esses mercados. Pela qualidade, o financiamento é relativamente barato, e cerca de 60% da carteira é adquirido por investidores estrangeiros.

Silva, I.F.B.R. (2010) complementa a explanação do mercado espanhol e afirma que os *Covered Bonds* são denominados Cédulas Hipotecárias (CH), em que os emissores atuam como instituições de crédito, e no mercado imobiliário. Compreendem direito de crédito do detentor contra o emissor, ou contra os ativos e seus fluxos de caixa. A efetividade desse direito também é exercida pelo excesso de garantia. O modelo de emissão é baseado no agrupamento de CH de várias instituições em um título multicedente. Essa estrutura assemelha-se ao modelo de securitização, pois há um agrupamento de títulos de várias instituições, sendo que o portador carrega o risco de inadimplência. Porém, o financiamento lastreador é mantido no balanço do emissor. O *pool* de ativos é dinâmico, mas não é permitida a inclusão de títulos securitizados no *pool*. Para garantir a transparência, os bancos mensalmente enviam relatórios aos reguladores.

Nos Estados Unidos, o mercado de *Covered Bonds* se intensificou com a crise de 2007, como alternativa ao modelo que foi um dos pilares da crise. A característica que o difere dos outros mercados, conforme Silva, I.F.B.R. (2010), é que, em caso de inadimplência de mais de 60 dias, os ativos são substituídos, além de não poder haver concentração regional dos imóveis, e o limite de cada região não pode ser superior a 20% dos imóveis em cada título. Outra característica do mercado dos EUA é que financiamentos com amortização negativa não podem integrar o *pool*.

Os emissores devem, ainda, receber autorização para emitir um título, porque não podem corresponder a mais de 4% de seu passivo na totalidade de emissões. Há uma diferença em caso de insolvência, já que há três possibilidades para a continuidade do título. Eles podem continuar os pagamentos regularmente, mas podem também liquidá-los antecipadamente pelo valor das garantias, ou ainda proceder com a liquidação das garantias para efetuar o pagamento. A decisão sobre qual atitude deve ser tomada é do FDIC. Porém, o pleno desenvolvimento dos mercados nos EUA depende de aprovação de legislação específica (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Quando comparamos os títulos securitizados com os *Covered Bonds*, o primeiro aspecto que os difere é a forma de garantia, pois, nos títulos securitizados, a única garantia é o fluxo de caixa gerado pelo *pool* de ativos, e os *Covered Bonds* são garantidos ainda pelo risco de crédito do emitente, fornecendo garantia adicional. Em relação aos ativos, na securitização estes são excluídos do balanço, por se tratar de um processo de venda, mas nos *Covered Bonds* os ativos permanecem no balanço do banco emissor, o que, indiretamente, fornece outra garantia, pois nos *Covered Bonds* o *pool* é dinâmico, já que, em caso de perda de

qualidade, ou liquidação antecipada, ele pode ser substituído por ativos de qualidade semelhante. Nos títulos securitizados, o *pool* é estático, portanto, uma vez securitizado, o título gerado não pode ser alterado e, em caso de inadimplência ou liquidação antecipada, não é substituído, o que afetaria o retorno do *pool* (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Para o emissor, os *Covered Bonds* não representam melhora no índice de requerimento de capital, mas na securitização isso ocorre, portanto, pode ser utilizado como forma de gestão para que o índice de capital requerido seja atingido. Por fim, há de se fazer referência às boas práticas na originação dos créditos, pois nos *Covered Bonds* o ativo fica no balanço do emissor, dessa forma, as boas práticas na originação são incentivadas. No modelo da securitização, o ativo não permanece no balanço dos ativos, não gerando incentivo às boas práticas na concessão do crédito na originação, podendo apresentar o risco moral, afetando as condições ao investidor (SILVA, I.F.B.R., 2010).

Schwarz (2013) também aponta a diferença entre as garantias, afirmando que, na securitização, só há a garantia do fluxo de caixa, e, nos *Covered Bonds*, há a garantia do fluxo de caixa e do risco de crédito do originador. O autor ainda aborda a manutenção dos ativos no balanço dos bancos emissores, no caso dos *Covered Bonds*, o que não ocorre na securitização. Por fim, compara o dinamismo do pool de ativos: na securitização, que, em caso de insolvência de ativos, há uma perda, pois eles só têm acesso aos recursos já adquiridos por uma SPV; nos *Covered Bonds*, é possível a substituição dos ativos, permitindo a manutenção do excesso de garantias. Observam-se, porém, algumas semelhanças, e a principal é a segregação, que protege os investidores em caso de falência.

A partir de tais comparações, o quadro 1 apresenta um quadro comparativo, não só entre a securitização e a LIG, mas também a LCI.

QUADRO 1 – QUADRO COMPARATIVO ENTRE AS LETRAS IMOBILIÁRIAS

Características Gerais	LCI	CRI	LIG
Garantias	Caução de créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária; também poderá contar com garantia fidejussória adicional da instituição. Possui cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)	Privilégio sobre os ativos do emissor; Regime fiduciário; além das garantias dos créditos imobiliários que lhes servem de lastro	Em princípio, contará com privilégio sobre os ativos do emissor, com segregação do patrimônio; garantias dos créditos que lhes servem de lastro; além de poder contar com garantia fidejussória adicional da instituição
Prazo	2 anos	A depender do tempo de fluxo dos recebíveis	Pelo menos 2 anos
Mantido no Balanço	Sim	Não	Sim
Dinamismo no Pool	Dinâmico	Estático	Dinâmico
Impacto no índice de capital	Não	Sim	Não
Aplicação inicial	Varia de banco a banco, geralmente a partir de R\$ 30 mil. Banco do Brasil aceita investimento inicial em LCI a partir de R\$ 1 mil	R\$ 300.000,00 (alguns Fundos de Direitos Creditórios - FDIC fracionam em quotas essa aplicação)	Não há nada especificado na lei que estabelece uma aplicação inicial

Fonte: Do autor

Assim, Leal (2013) complementa que, para o mercado brasileiro, os *Covered Bonds* seriam a solução mais adequada, em virtude da concentração bancária, uma situação completamente diferente da do mercado dos Estados Unidos, onde o empréstimo era pulverizado entre vários bancos, e muitas vezes os originadores não possuíam capacidade de colocação de títulos em nível nacional. Os *Covered Bonds* não são influenciados pelo fluxo de caixa, pois são predefinidos no ato da emissão, e são de mais fácil colocação no mercado, embora seja necessária certa padronização.

Por fim, Ribakova, Avesani e Pascual (2007) concluem que a experiência bem sucedida em alguns países europeus poderia fornecer lições para outros países com perfis de risco semelhantes e necessidade de financiamento de longo prazo. Os *Covered Bonds* possuem a vantagem de acesso a uma alternativa estável e barata em um ambiente de crescente dependência de financiamento no atacado em oposição a uma base de depósitos, além de propiciar a entidades menores a possibilidade de financiamento em clubes,

permitindo melhor gestão de liquidez e adequação dos prazos dos ativos com títulos de longo prazo.

Porém, no caso brasileiro, um fato há de ser ressaltado. Como no Brasil os recursos para o crédito imobiliário provêm de fontes subsidiadas, qualquer ferramenta a ser inserida no nosso mercado deverá observar essa variável. Além do mais, conforme já ressaltado no início do capítulo, a taxa de juros no Brasil é alta, quando comparada às taxas dos outros países. Nos países europeus, a taxa básica de juros praticada pelo Banco Central Europeu é mais baixa do que as taxas dos empréstimos hipotecários, cenário diferente do Brasil. Assim, o nível da taxa básica de juros é um fator fundamental para o sucesso de tais alternativas.

No caso da LIG, se o emissor optar por competir com a poupança, por exemplo, poderá oferecer uma taxa mais atrativa. Mas essa atratividade poderá encarecer o crédito imobiliário, pois o emissor, pagando uma taxa mais alta quando comparada à da poupança, exigirá do tomador uma taxa de retorno mais elevada do que o observado no crédito imobiliário. Porém, se o emissor optar por ser competitivo no crédito imobiliário, a emissão do título lastreado nesses créditos poderá não ser atrativa aos investidores. Assim, a utilização dessa letra pode ser prejudicada por esse fator, de casar os interesses do investidor e da instituição financeira.

Contudo, isso não inviabiliza totalmente a utilização. O CRI também apresenta tal quadro, mas conseguiu seu espaço no mercado. Por não necessariamente remunerar com a mesma taxa, pode mostrar um caminho. Assim, a LIG pode, inicialmente, servir como forma de financiamentos habitacionais com taxas de livre mercado e para imóveis comerciais, que possuem taxas de juros ao tomador em patamares mais compatíveis com a remuneração de interesse ao investidor. Pode ainda ser atrativa ao investidor estrangeiro e aos investidores institucionais, que, em busca de diversificação, busquem a LIG como alternativa.

Os bancos também podem ser potenciais compradores, tanto para cumprimento da exigibilidade de créditos imobiliários, como para ampliar a oferta de fundos de investimento. Além disso, se a isenção de imposto de renda for ampliada à LIG, como ocorre com a LCI e o CRI, poderá se tornar atrativo à pessoa física, pois se tornaria competitiva frente a outras aplicações nas quais incide imposto de renda.

Está atualmente em discussão a retirada da isenção de imposto de renda para os títulos lastreados de créditos imobiliários, tendo em vista a atual situação da macroeconomia brasileira. Isso acabaria com uma das vantagens tanto do CRI e da LCI, assim como da LIG.

Assim, para fomentar o debate sobre a viabilidade econômica da nova letra instituída na economia brasileira, um questionário foi elaborado e enviado aos principais atores a serem atingidos pela criação da LIG. A aplicação do questionário e seus resultados serão explanados e demonstrados na próxima seção.

7.4 QUESTIONÁRIO

Como forma de inferir a percepção do mercado quanto à introdução da LIG, foi elaborado um questionário, por meio do programa *Survey Monkey*, composto de questões de múltipla escolha. Ao todo, o questionário possui até dez perguntas, dependendo das respostas assinaladas.

O público-alvo são tanto os formuladores de políticas voltadas ao crédito imobiliário, como os gestores de fundos de investimentos. Assim, o questionário foi enviado à ANBIMA, ABECIP, a todos os gestores de fundos imobiliários listados no IBOVESPA, à área gestora de fundos imobiliários e da vice-presidência de habitação, ambos da CEF, além de alunos e ex-alunos do programa de mestrado da FECAP. O questionário aplicado está reproduzido abaixo.

QUADRO 2 – QUESTIONÁRIO

1) Ordene as seguintes fontes de recursos para o crédito imobiliário em grau de importância, atribuindo (1) para a mais importante, (2) para a segunda mais importante e assim por diante.
Poupança
FGTS
Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)
Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIIs)
2) O crédito imobiliário deve crescer quanto nos próximos 5 anos?
Mais de 15% ao ano
Entre 10,1% e 15,0% ao ano
Entre 5,1% e 10% ao ano
Entre 0% e 5,0% ao ano
Menos que 0% ao ano
Não tenho opinião
Continua

	Continuação
3) Nos próximos 5 anos, a securitização de recebíveis de crédito imobiliário será:	
a. Reduzida	
b. Mantida como atualmente	
c. Ampliada	
d. Não tenho opinião	
4) A demanda por crédito imobiliário deve crescer quanto nos próximos 5 anos?	
Mais de 15% ao ano	
Entre 10,1% e 15,0% ao ano	
Entre 5,1% e 10% ao ano	
Entre 0% e 5,0% ao ano	
Menos que 0% ao ano	
Não tenho opinião	
5) Já ouviu falar da Letra Imobiliária Garantida - LIG (conhecida no exterior como Covered Bond)?	
a. Sim	
b. Não	
Neste momento o Survey Monkey possui a seguinte regra:	
Se resposta à questão 5 for não , fazer somente a pergunta 6	
6) Ordene as seguintes fontes de recursos para o crédito imobiliário em grau de importância daqui a 5 anos , atribuindo (1) para a mais importante, (2) para a segunda mais importante e assim por diante.	
Poupança	
FGTS	
Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)	
Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs)	
Se a resposta à questão 5 for sim , fazer as perguntas 7 a 10:	
7) Ordene as seguintes fontes de recursos para o crédito imobiliário em grau de importância daqui a 5 anos , atribuindo (1) para a mais importante, (2) para a segunda mais importante e assim por diante.	
Poupança	Continua

FGTS	Conclusão
Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)	
Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIIs)	
Letra Imobiliária Garantida (LIG)	
8) Ordene as seguintes características da Letra Imobiliária Garantida (LIG) que considera como maiores vantagens, atribuindo (1) para a maior vantagem, (2) para a segunda maior e assim por diante.	
Prazo médio do título	
Garantias oferecidas	
Taxa de juros oferecida	
Isenção de Imposto de Renda	
9) Daqui a 5 anos, a Letra Imobiliária Garantida (LIG) deverá ocupar a seguinte posição no ranking das fontes de recursos para o crédito imobiliário:	
a. Entre as duas mais importantes	
b. Entre as duas menos importantes	
c. Posição média entre as duas mais importantes e as duas menos importantes	
10) Ordene as seguintes características da Letra Imobiliária Garantida (LIG) que considera como maiores desvantagens, atribuindo (1) para a maior desvantagem, (2) para a segunda maior e assim por diante.	
Prazo médio do título	
Garantias oferecidas	
Taxa de juros oferecida	

Fonte: Do Autor

7.4.1 RESULTADOS

Ao todo, foram coletadas 38 respostas e os resultados do questionário serão apresentados a seguir.

Na questão 1, na qual procurou-se auferir qual fonte de financiamento é a mais importante, a alternativa 1 é considerada a mais importante e a 4, a menos importante. Como já era esperado, a maioria dos respondentes assinalou o FGTS ou o SBPE como fontes mais

importantes. Dezoito pessoas assinalaram o FGTS como a mais importante, enquanto que dezessete pessoas disseram que o SBPE é a mais importante fonte. Além disso, dezesseis pessoas responderam que o FGTS é a segunda mais importante, e outros dezesseis assinalaram o SBPE como a segunda mais importante, e a maioria apontou os CRIs como a menos importante, conforme tabela 5:

TABELA 5 – RESULTADOS QUESTÃO 1

Opções de Resposta	Poupança	FGTS	Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs)	Quantidade de Respondentes
1	17	18	1	1	37
2	16	16	4	1	37
3	2	2	24	7	35
4	1	1	6	26	34

Fonte: Do Autor

A segunda questão procurou verificar a opinião do respondente sobre o percentual de crescimento do crédito imobiliário nos próximos 5 anos. A expectativa do mercado é de crescimento, mas não tão vigoroso como ocorreu nos anos anteriores, pela situação atual da macroeconomia. Assim, esperava-se que os respondentes assinalassem, em sua maioria, o crescimento do crédito entre 5,1 e 10% ao ano. A maioria realmente afirmou que o percentual ficaria entre 5,1% e 10% ao ano. Porém, boa parte afirmou que o crescimento ficaria entre 0 e 5% ao ano, demonstrando ceticismo quanto ao crescimento nos próximos anos. Os resultados podem ser visualizados na tabela 6.

TABELA 6 – RESULTADOS QUESTÃO 2

Opções de Respostas	Respostas (%)	Respostas (nº)
Mais de 15% ao ano	5,56%	2
Entre 10,1 e 15% ao ano	2,78%	1
Entre 5,1% e 10% ao ano	41,67%	15
Entre 0% e 5% ao ano	38,89%	14
Menos que 0% ao ano	5,56%	2
Não tenho opinião	5,56%	2

Fonte: Do Autor

Na questão 3, procurou-se verificar o papel da securitização nos próximos 5 anos, para tentar auferir qual será o papel dessa fonte de financiamento no futuro. Como se vê na tabela 9, apenas cerca de 36% dos respondentes esperam que a securitização de recebíveis de créditos imobiliários seja ampliada nos próximos anos. Este resultado surpreende porque a

maior parte dos respondentes atua no mercado de capitais e, naturalmente, tenderiam a esperar que esse mercado se tornasse mais importante.

TABELA 7 – RESULTADOS QUESTÃO 3

Opções de Respostas	Respostas (%)	Respostas (nº)
Reduzida	11,11%	4
Mantida como atualmente	33,33%	12
Ampliada	36,11%	13
Não tenho opinião	19,44%	7

Fonte: Do Autor

A questão 4 é sobre o comportamento da demanda por crédito imobiliário nos próximos 5 anos. A tabela 8 mostra que os resultados encontrados corroboram o entendimento de aumento de demanda apresentado anteriormente neste trabalho. Apenas um respondente espera redução da demanda, e dois não têm opinião a respeito. Cerca de 42% dos respondentes estimaram que a demanda crescerá entre 5,1% e 10% ao ano.

TABELA 8 – RESULTADOS QUESTÃO 4

Opções de Respostas	Respostas (%)	Respostas (nº)
Mais de 15% ao ano	5,56%	2
Entre 10,1 e 15% ao ano	11,11%	4
Entre 5,1% e 10% ao ano	41,67%	15
Entre 0% e 5% ao ano	33,33%	12
Menos que 0% ao ano	2,78%	1
Não tenho opinião	5,56%	2

Fonte: Do Autor

A questão 5 aborda o conhecimento dos respondentes em relação à LIG. Esperava-se que muitos respondentes desconhecessem o novo instrumento, mas o resultado acabou sendo maior do que o esperado, pois 78,95% dos respondentes desconhecem a nova letra instituída recentemente na economia brasileira, conforme tabela 9:

TABELA 9 – RESULTADOS QUESTÃO 5

Opções de Respostas	Respostas (%)	Respostas (nº)
Sim	21,05%	8
Não	78,95%	30

Fonte: Do Autor

A questão 6 aborda qual fonte de financiamento será a mais importante dentro de cinco anos, sem citar a LIG, e foi feita apenas para os respondentes que afirmaram não conhecer este produto. Os resultados apresentados na tabela 10 apontam que essas pessoas acreditam na manutenção da poupança e do FGTS como principais fontes de recursos para o crédito imobiliário.

TABELA 10 – RESULTADOS QUESTÃO 6

Opções de Resposta	Poupança	FGTS	Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIIs)	Quantidade de Respondentes
1	12	13	4	1	30
2	12	13	4	1	30
3	4	3	19	2	28
4	2	1	1	24	28

Fonte: Do Autor

As questões de 7 a 10 foram elaboradas para quem respondeu que conhece a LIG. A questão 7 é semelhante à 6, mas inclui a LIG dentre as opções. Da mesma forma que no caso anterior, também estes respondentes apontaram que o SBPE e o FGTS continuarão a ser as fontes de financiamento mais importantes. Essas pessoas, com tendência de maior conhecimento do mercado, apontaram que o SBPE será a fonte mais importante dentro de cinco anos, com 4 respostas (dois terços), e os outros dois responderam que o SBPE será a segunda mais importante. Duas pessoas apontaram o FGTS como a mais importante no futuro, e quatro pessoas afirmaram que o FGTS será a segunda mais importante. A metade apontou que a LIG será a menos importante, conforme demonstrado na tabela 11:

TABELA 11 – RESULTADOS QUESTÃO 7

Opções de Resposta	Poupança	FGTS	Letra de Crédito Imobiliário (LCIs)	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIIs)	Letra Imobiliária Garantida (LIG)	Quantidade de Respondentes
1	4	2	0	0	0	6
2	2	4	0	0	0	6
3	0	0	3	1	2	6
4	0	0	1	4	1	6
5	0	0	2	1	3	6

Fonte: Do Autor

Na questão 8, que perguntou quais as principais características que a LIG terá serão as mais atrativas ao investidor. A maioria dos respondentes apontou que serão as garantias oferecidas, com quatro respostas (dois terços) e duas respostas para a isenção de imposto de

renda. O prazo da aplicação, importante para a oferta da letra, foi apontado como o fator menos atrativo ao investidor, com cinco respostas das seis possíveis, conforme resultados apresentados na tabela 12:

TABELA 12 – RESULTADOS QUESTÃO 8

Opções de Resposta	Prazo médio do título	Garantias oferecidas	Taxa de juros oferecidas	Isenção de Imposto de Renda	Quantidade de Respondentes
1	0	4	0	2	6
2	0	1	3	2	6
3	1	1	2	2	6
4	5	0	1	0	6

Fonte: Do Autor

Na questão 9, procurou-se inferir qual a posição que a LIG ocupará entre as fontes de recursos. A expectativa é que a letra ajude como forma de financiamento, mas não atingindo os patamares do SBPE e do FGTS. Assim, esperava-se que as respostas ficariam no nível intermediário, entre as mais importantes e as menos importantes. A maioria respondeu que ela ocupará uma posição média, entre as duas mais e duas menos importantes, corroborando as expectativas para a questão, porém contradizendo os resultados apresentados na questão 7, pois, naquela questão, a maioria dos respondentes afirmaram que a LIG seria a fonte menos importante nos próximos cinco anos. Os resultados para a questão estão apresentados por meio da tabela 13:

TABELA 13 – RESULTADOS QUESTÃO 9

Opções de Resposta	Respostas (%)	Respostas (nº)
Entre as duas mais importantes	16,7%	1
Entre as duas menos importantes	0,0%	0
Posição média entre as duas mais importantes e as duas menos importantes	83,3%	5

Fonte: Do Autor

Por fim, a questão 10 procurou verificar quais são as maiores desvantagens da LIG. A tabela 14 mostra um empate entre as taxas de juros oferecidas e o prazo médio do título na posição de maior desvantagem das LIG. Já as garantias oferecidas estão em último lugar, o que é coerente com os resultados encontrados na questão 8, que apontaram as garantias oferecidas como o principal atrativo das LIG.

TABELA 14 – RESULTADOS QUESTÃO 10

Opções de Resposta	Prazo médio do título	Garantias oferecidas	Taxa de juros oferecidas	Quantidade de Respondentes
1	3	0	3	6
2	2	1	3	6
3	1	5	0	6

Fonte: Do Autor

Resumidamente, observa-se que a expectativa do mercado é de que a demanda por este tipo de crédito cresça, porém, as LIG ainda não parecem ser vistas como uma alternativa viável para financiá-lo. Ao contrário, os respondentes ainda enxergam o SBPE e o FGTS como as fontes de recursos mais importantes nos próximos 5 anos, a despeito do possível esgotamento dos recursos da poupança frente ao aumento da demanda. O primeiro desafio para a popularização das LIG é sua divulgação, pois a maioria dos respondentes sequer conhecia a Letra. Em segundo lugar, há o problema das condições oferecidas, que precisam atrair o investidor. A taxa de juros e o prazo médio são características que os respondentes consideraram desvantagens do título.

8 CONCLUSÕES

A expansão do crédito imobiliário no Brasil enfrenta diversos desafios. Ao lado do elevado déficit habitacional e das características demográficas do país, que apontam uma crescente demanda por moradia, a moradia própria é um bem de elevado valor, que usualmente depende de acesso a crédito de longo prazo.

Por outro lado, o crédito imobiliário está na raiz dos problemas que causaram diversas crises financeiras por todo o mundo, sendo a crise mundial de 2008 um exemplo recente. Este estudo buscou entender os diversos aspectos do mercado de crédito imobiliário no Brasil, apresentando sua criação, evolução, cenários atuais e desafios futuros.

Foi analisado o papel das fontes de financiamento utilizadas no Brasil, a evolução e atual situação do mercado habitacional e uma discussão sobre o futuro, com sua implicação na estabilidade financeira, tendo como base a experiência internacional. A história da evolução do crédito imobiliário nos Estados Unidos foi utilizada como um paralelo ao sistema brasileiro, servindo também como um alerta, haja vista as duas recessões que se seguiram após as crises americanas, do início da década de 30 e em 2007-2008.

Foi elucidada a criação e evolução das políticas creditícias para o setor habitacional no Brasil, desde a criação do SFH, do SFI (sistemas inspirados no modelo dos Estados Unidos) até o cenário atual, com o programa governamental Minha Casa Minha Vida. Além disso, foram abordados os desafios futuros, apresentando uma alternativa de financiamento, para permitir a manutenção do crescimento desse mercado de forma sustentável. Esta alternativa, denominada LIG, um título recém-criado no Brasil, baseado nos *Covered Bonds* europeus.

Os resultados de um questionário aplicado a participantes do mercado sugerem que a demanda por crédito imobiliário aumentará. Contudo, a LIG ainda não aparece suficientemente conhecida ou atrativa de modo a se tornar uma fonte de recursos relevante para o crédito imobiliário razoável no médio prazo. Além da necessidade de maior divulgação junto ao mercado, as taxas de juros e os prazos de vencimento médio parecem desafios para a popularização da LIG.

Como o número de respostas recebidas foi relativamente baixo, o que limita a capacidade de fazer inferências, uma possível expansão deste estudo é buscar atingir um maior número de participantes do mercado de crédito. Além disso, pode-se realizar grupos

focais para procurar entender melhor a razão de o prazo médio e a taxa de juros serem consideradas desvantagens da LIG.

Finalmente, outra limitação do estudo deve-se à criação da LIG ser muito recente. Como ainda não ocorreram emissões da nova letra, o seu impacto real ou popularidade não podem ser efetivamente analisados. Portanto, novos estudos são necessários tanto para inferir a percepção do mercado, bem como para verificar o impacto da nova letra em relação à sua importância como fonte de financiamento para o mercado habitacional.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA (ABECIP). **Caderno informações estatísticas**. São Paulo, 2014.

ALLEN, Franklin; CARLETTI, Elena. The global financial crisis: causes and consequences. In: CONFERENCE ON GLOBAL MARKET INTEGRATION AND FINANCIAL CRISES, 2009, Hong Kong. **Proceedings...** Hong Kong: The Hong Kong University of Science and Technology (HKUST), 2009. Disponível em <<http://apps.eui.eu/Personal/Carletti/IRF-Overview-Allen-Carletti-26Nov09-final.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2014.

AZEVEDO, Sérgio de. Vinte e dois anos de política de habitação popular (1964-86): criação, trajetória e extinção do BNH. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 4, p.107-119, out/dez. 1988.

BADEV, Anton et al. **Housing finance across countries: new data and analysis**. Policy Research Working Paper. The World Bank Finance and Private Sector Development Global Capital Markets Department, Jan. 2014.

BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 13., 2008, Uberlândia. **Anais eletrônicos...** Uberlândia: SEP-UFU, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Estatísticas do SFH**. [2014]. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFHESTAT>>. Acesso em: 05 out. 2014.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Banco Nacional: jogo de Ponzi, PROER e FCVS. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 1, p. 97-115, 2008.

BRUNNERMEIER, Markus K. **Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08**. Dec. 2008. Working Paper, nº. 14612. The National Bureau of Economic Research.

CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 256-273, 2009.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). **FGTS**: demonstrações financeiras. [2014]. Disponível em: <www.caixa.gov.br/fgts/downl_index.asp>. Acesso em: 17 nov. 2014.

_____. **Perguntas Frequentes Sobre Poupança** [2014]. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/voce/poupanca-e-investimentos/poupanca/perguntas-frequentes/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 17 jun. 2005.

CINTRA, Marcos Antonio; CAGNIN, Rafael Fagundes. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. **Novos Estudos-CEBRAP**, São Paulo, n. 79, p. 23-44, 2007.

CLAESSENS, Stijn; KOSE, Mr M. Ayhan. **Financial Crises Explanations, Types, and Implications**. Jan. 2013, Working Paper International Monetary Fund, Research Department.

COSTA, Ana Carla Abrão. **Mercado de crédito**: uma análise econométrica dos volumes de crédito total e habitacional no Brasil. Nov. 2004. Trabalhos para Discussão nº. 87, Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Poupança**: economia normativa religiosa. jun. 2013. Textos para Discussão, Instituto de Economia, Unicamp.

ELOY, Claudia Maria de Magalhães; COSTA, Fernanda de Cassia; ROSSETTO, Rossella. Subsídios na política habitacional brasileira: do BNH ao PMCMV. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL, 15., 2013, Recife. **Anais...** Recife: ANPUR-UFPE, 2013. v. 15, p. 1-20.

EMF. **Hypostat 2014**: a review of Europe's mortgages and housing markets. Brussels, 2014.

FAGUNDES, Hernani. Fazenda criará letra imobiliária para financiar no longo prazo. **Diário Comércio Indústria e Serviços**, Finanças, São Paulo, 15/05/2014. Disponível em: <<http://www.dci.com.br/financas/fazenda-criara-letra-imobiliaria-para-financiar-no-longo-prazo-id395982.html>>. Acesso em: 16 maio 2014.

FARO, Clóvis de. Evolução dos Planos Básicos para Aquisição de Casa Própria do Banco Nacional de Habitação: 1964-1985. **Ensaio Econômico da Escola de Pós-Graduação em Economia – EPGE**, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, n. 56, 1985. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13099/000067788_pes4.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 13 abril 2014.

_____. Sistema Financeiro de Habitação: a questão do desequilíbrio do FCVS. **Ensaio Econômico da Escola de Pós-Graduação em Economia – EPGE**, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, n. 156, 1990. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/574/156_000056078.pdf?sequence=1>. Acesso em: 17 maio 2014.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; CINTRA, Marcos Antônio Macedo. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008.

GEYER, Roberta Cardim. **Uma análise empírica do volume do crédito imobiliário**. 2009. 27 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - Fundação Getúlio Vargas - FGV, São Paulo, 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 207 p.

GORTON, Gary B. **Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007**. May 2009. Working Paper Yale School of Management; National Bureau of Economic Research (NBER).

GREEN, Richard K.; WACHTER, Susan M. The American Mortgage in Historical and International Context. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 19, n. 4, p. 93-114, 2005.

; _____. The housing finance revolution. **University of Pennsylvania, Institute for Law & Econ Research Paper**, Philadelphia, n. 09-37, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1491688>>. Acesso em: 13 abr. 2014.

HELLWIG, Martin F. Systemic risk in the financial sector: An analysis of the subprime-mortgage financial crisis. **De Economist**, Amsterdam, v. 157, n. 2, p. 129-207, 2009.

LEAL, José Agostinho Anachoreta. Financiamento Habitacional e os Requisitos para Desenvolver o Mercado de Títulos Hipotecários no Brasil: uma análise a partir da experiência americana e chilena. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL, 15., 2013, Recife. **Anais...** Recife: ANPUR-UFPE, 2013. v. 9, p. 1436-1445.

LIMA NETO, Vicente Correia; FURTADO, Bernardo Alves; KRAUSE, Cleandro. **Nota técnica: estimativas do déficit habitacional brasileiro (PNAD 2007-2012)**. Brasília: IPEA, 2013.

LUNDBERG, Eduardo Luis. **Bancos Oficiais e Crédito Direcionado—o que diferencia o mercado de crédito brasileiro?** nov. 2011. Trabalhos para Discussão nº. 258, Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas.

MARQUES, Felipe. Falta de poupança preocupa bancos em crédito habitacional. **Valor Econômico Online**, São Paulo, 11 mar. 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3947218/falta-de-poupanca-preocupa-bancos-em-credito-habitacional>>. Acesso em: 11 mar. 2015.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARICATO, Ermínia. O Ministério das Cidades e a política nacional de desenvolvimento urbano. **Políticas Sociais: Acompanhamento e Análise**, Brasília, v. 12, p. 211-220, 2006.

MARTINS, Bruno S.; LUNDBERG, Eduardo L.; TAKEDA, Tony. Crédito Habitacional no Brasil: aperfeiçoamentos institucionais e avaliação da evolução recente. In: Banco Central do Brasil. **Relatório de Economia Bancária**. Brasília: 2008. cap. 3, p. 79-103.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; GALVÃO, Délio José Cordeiro; LOURES, Renato Falci Villela. Regulação e transparência: evidências a partir da crise do subprime. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 15, n. 1, p. 23-44, 2011.

MONTAGNANA, Giovanni D. O governo e o sistema financeiro imobiliário. **Revista Informe Econômico**, Teresina, v. 1, n. 1, p. 97-103, 2013.

MOREIRA, Edison Marques. Um olhar sobre a atual situação da política habitacional no Brasil. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 3, p. 21-32, 2013.

NOAL, Ednilson Bolson; JANCZURA, Rosane. A política nacional de habitação e a oferta de moradias. **Textos & Contextos**, Porto Alegre, v. 10, n. 1, p. 157-169, 2011.

PAIM, Bruno. Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 25-40, 2013.

PENIN, Guilherme; FERREIRA, Tiago. Can it happen to us? O crédito imobiliário no Brasil e as possibilidades de repetirmos a crise norte-americana. **Informações FIPE**, n. 326, 2007.

REISS, David. The role of the Fannie Mae/Freddie Mac Duopoly in the American housing market. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 17, n. 3, p. 336-348, 2009.

REYNOLDS, Clark W.; CARPENTER, Robert T. Financiamento à habitação e distribuição de riqueza no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 17, n. 5, p. 43-61, 1977.

RIBAKOVA, Elina; AVESANI, Renzo G.; GARCIA PASCUAL, Antonio I. **The Use of Mortgage Covered Bonds**. Jan. 2007. Working Paper International Monetary Fund.

SILVA, Cátia Fernanda da; ALVES, Tiago Wickstrom. Dinâmica dos financiamentos habitacionais nos municípios do Rio Grande do Sul de 2006 a 2010: uma avaliação do Programa “Minha Casa, Minha Vida”. **RAP: Revista Brasileira de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 48, n. 1, p. 27-54, 2014.

SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Covered Bond: alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro? In: ABECIP. **3º. Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**: alternativas de funding para o crédito imobiliário. São Paulo: Et Cetera Editora, 2011. v. 2, cap. 2, p. 61-100.

SANTOS, Cláudio Hamilton M. **Políticas federais de habitação no Brasil: 1964-1998**. Brasília, jul. 1999. Textos para Discussão nº. 654, IPEA.

SANTOS, Daniel Ferreira dos et al. As Transformações do mercado imobiliário brasileiro nos anos 2000: uma análise do ponto de vista legal e econômico. **Revista da Ciência da Administração versão eletrônica**, Campo Largo, v. 6, ago./dez. 2012. Disponível em: <<http://site.fcap.adm.br/wp-content/uploads/2014/07/RCA-V06-AS-TRANSFORMA%C3%87%C3%95ES-DO-MERCADO-IMOBILI%C3%81RIO-BRASILEIRO-NOS-ANOS-2000.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2014.

SCHWARCZ, Steven L. et al. Securitization, structured finance, and covered bonds. **Journal of Corporation Law**, Iowa, v. 39, p. 129-437, 2013.

TEIXEIRA, Flávia Deleuze. Influência de Variáveis Macroeconômicas na Inadimplência do Sistema Financeiro da Habitação. **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo, v. 1, p. 1-16, 2010.

UQBAR. **Anuário Securitização e Financiamento Imobiliário 2014**. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <www.uqbar.com.br>. Acesso em: 24 fev. 2014.

VELOSO, Fernando A.; VILLELA, André; GIAMBIAGI, Fabio. Determinantes do "milagre" econômico brasileiro (1968-1973): uma análise empírica. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 62, n. 2, p. 221-246, 2008.

VON METTENHEIM, Kurt. Still the century of government savings banks? The Caixa Econômica Federal. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 1, p. 39-57, 2006.