

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: O DESENVOLVIMENTO DE UM
MODELO SUSTENTÁVEL

César Coutinho de Assunção

No. De Matrícula: 0320157

Professor Tutor: Juliano Assunção

Professor Orientador: Fernando Nascimento de Oliveira

Novembro de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: O DESENVOLVIMENTO DE UM
MODELO SUSTENTÁVEL

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor"

César Coutinho de Assumpção

No. De Matrícula: 0320157

Professor Tutor: Juliano Assunção

Professor Orientador: Fernando Nascimento de Oliveira

Novembro de 2008

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

AGRADECIMENTOS

Aos meus maiores amigos, meus pais e minha irmã, pelo apoio, valores e amor proporcionados;

À amada Michelle, pela dedicação e apoio em mais essa etapa de nossas vidas;

Aos amigos do Banco do Brasil; em especial, Jorge, Leila e Regina, pela amizade e por entenderem minhas noites “em claro”

SUMÁRIO

	Pg
1 INTRODUÇÃO	6
2 HISTÓRICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	8
2.1 Fundação da Casa Popular	8
2.2 Sistema Financeiro da Habitação (SFH)	9
2.3 Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)	15
3 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS	20
3.1 Modelo norte-americano de Financiamento Habitacional	20
3.1.1 Setores de Atuação do Governo Americano	20
3.1.2 O desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas	21
3.2 O modelo chileno	28
3.2.1 Antecedentes	28
3.2.2 As reformas do modelo chileno	30
3.2.3 O sistema de crédito e o papel da poupança de longo prazo	31
3.2.3.1 Letras de Crédito Hipotecário (LCH)	31
3.2.3.2 Mútuos Hipotecários Endossáveis (MHE)	32
3.2.4 Questões atuais	33
4 DESEMPENHO E FUNCIONAMENTO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	34
4.1 O Aparato do SFI e suas recentes alterações	35
4.2 Estruturação das operações “ <i>built to suit</i> ”	41
4.3 Desempenho dos CRI’s	42
4.4 Investimento X Riscos	45
5 PROPOSTAS PARA A ALAVANCAGEM DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	47
5.1 Estudo empírico	47
5.1.1 Considerações iniciais	47
5.1.2 Análise das correlações	48
5.1.3 Exercício Econométrico	50
5.2 Desafios para expansão do crédito imobiliário	52
5.2.1 Fatores que possibilitaram a expansão do crédito imobiliário	52
5.2.2 Premissas para uma reformulação do modelo de financiamento imobiliário	54
5.2.3 Propostas	55
5.2.4 Propostas à habitação social	56
5.2.5 Medidas fiscais	56
5.2.6 Medidas referentes ao mercado de credito imobiliário	57
5.2.7 Medidas de estímulo à securitização	58
6 CONCLUSÃO	60
7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

LISTA DE GRÁFICOS E FIGURAS

		Página
Gráfico 1	SFH – Financiamentos habitacionais X Inflação	10
Figura 1	Desempenho das Cadernetas: saldo e captação líquida	13
Figura 2	Inadimplência	14
Figura 3	Operação de Securitização	18
Figura 4	Dívida Hipotecária Total por tomador	26
Figura 5	Emissões de MBS das Agências governamentais dos EUA	27
Figura 6	Taxas de Juros do Financiamento Americana	27
Gráfico 2	Volume de edificações residenciais, em m ²	29
Gráfico 3	Investimentos públicos e privados em habitações, em US\$ milhões constantes de 1986.	29
Figura 7	Mecanismos de intermediação	30
Figura 8	Comparativo de Valores Mobiliários	43
Figura 9	Correlação entre as variáveis inad, cred e stpoup	48
Figura 10	inad X cred	48
Figura 11	inad X stpoup	49
Figura 12	Correlação entre as variáveis ipca e inad	49
Figura 13	Correlação entre SELIC e ipca	50
Figura 14	Regressão Múltipla através do MQO.	51
Figura 15	Estabilidade macroeconômica	53
Figura 16	Rendimento médio real do trabalhador	54
Figura 17	SFI e SFH integrados	58

1. INTRODUÇÃO

O crédito imobiliário é uma peça fundamental para o desenvolvimento econômico. No país essa modalidade de crédito ainda é pouco praticada se comparada a outras nações; a afirmativa não está se referindo somente às nações desenvolvidas, se visualizamos nossos “irmãos” México e Chile, vemos o notório atraso brasileiro nessa questão. E isso se deve, principalmente, ao fato da relação entre crédito imobiliário e PIB (Produto Interno Bruto) ser muito exígua.

Porém há uma expectativa generalizada que esse quadro será revertido em alguns anos: “Crédito Imobiliário deve chegar a 10 % do PIB em 2020”, diz a Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Atualmente, as atenções se voltaram para uma fase de crescimento sustentado, que em contraste com as experiências passadas não teriam o risco de fracasso eminente; nesta fase há uma preocupação com as condições de financiamento de longo prazo. Assim, uma análise tanto do histórico brasileiro, quanto das experiências internacionais é imprescindível para a fomentação do crédito de longo prazo, e por conseqüência um acréscimo ao desenvolvimento socioeconômico.

O Brasil parece ter começado a fazer a “lição de casa” com o início da estabilidade econômica por volta de 1994; e em 1997 com a promulgação da Lei Federal nº 9514, que marcou o início da modernização do crédito imobiliário brasileiro. Esta lei introduziu, principalmente, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e a alienação fiduciária sobre bens imóveis. Porém, o caminho ainda é longo para que o país aqueça esse mercado tão escasso de recursos.

Até 1997, o sistema era regido somente pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH), que criado em 1964, sofrerá com problemas macroeconômicos e de interferências externas nos contratos. Com o desvirtuamento do SFH da sua proposta original, o Brasil será acometido por uma crise estrutural na questão habitacional, que irá impactar setores que possuem uma correlação forte com esta questão, como a construção civil.

Vimos que o SFH obteve êxito ao financiar mais de seis milhões de imóveis habitacionais (desde sua criação); porém, na década de 80, o modelo mostra suas dificuldades. O número de unidades habitacionais financiadas no período anterior a 1997 está na média de 100 mil/ano, enquanto a demanda por tais estava na faixa de 1 milhão.

O novo sistema de financiamento visa fomentar o mercado de crédito imobiliário, excluindo o governo da cadeia produtiva relativa ao setor imobiliário, livrando o sistema de intervenções características do SFH, e atraindo fontes novas e mais abundantes de recursos ao mercado imobiliário, contrastando com SFH que basicamente conta com recursos escassos de poupança. Assim, surgiu a necessidade de prover essas fontes com fortes garantias, evitando perdas ao ofertante em caso de inadimplência por parte do mutuário. O que caracteriza basicamente o SFI é o estímulo à destinação de recursos financeiros do setor privado para o setor imobiliário.

Assim sendo, a motivação para este estudo está na importância que o crédito imobiliário, que até um passado recente apresentava-se de forma apática, vem adquirindo no cenário nacional. Um fator que corrobora para a afirmativa está na mudança de postura das instituições frente ao crédito imobiliário, grande parte destas se manteve afastada dessa modalidade de financiamento, cabendo quase que unicamente a Caixa Econômica Federal o papel de financiador.

Este trabalho faz uma análise do crédito imobiliário no Brasil. Apresenta um histórico, para entendermos os caminhos que nos trouxeram ao estágio atual; trazendo elementos de reflexão para as alterações que devem ser feitas como forma de se atingir um desenvolvimento sustentável do crédito imobiliário; de forma que este desempenhe todas suas potencialidades como alavanca do crescimento socioeconômico.

Passando pelo histórico, o estudo passa pelas experiências internacionais, concentrando-se em dois modelos: o dos EUA e do Chile, o mais bem sucedido da América Latina. Essa análise é importante como forma de aprimoramento do modelo brasileiro; isto é, adequar os êxitos internacionais às particularidades brasileiras.

Depois desse estudo, o trabalho objetiva apresentar um conjunto de propostas para um possível aprimoramento do sistema de financiamento brasileiro, em especial a fomentar o mercado secundário como forma de se captar amplos recursos. Este conjunto de medidas é baseado no estudo realizado pela FGV sobre o setor de financiamento habitacional.

É importante ressaltar, como afirma a FGV, que este trabalho não tem por objetivo um modelo que busque a perfeição, mas objetiva uma reflexão a respeito de uma estrutura de financiamento que seja capaz de dinamizar os mercados financeiros e estabelecer uma política social de habitação continuada, que possa diminuir o déficit habitacional ao longo dos anos.

2. HISTÓRICO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

2.1. Fundação da Casa Popular

O problema habitacional não se apresentava de forma clara até a Segunda Guerra Mundial. O Brasil nesse momento era constituído por uma maioria rural, 70 % da população vivia no campo. Essa disparidade será responsável por uma diluição das deficiências habitacionais. O êxodo rural se realizava de forma pouco acentuada, os centros urbanos apresentavam-se bem menos industrializados.

Ao longo das décadas de 1940 e 1950, transcorrerá o processo de urbanização e industrialização de forma acentuada; nesse momento, parcela significativa da população rural, transferia-se para as cidades. Simultaneamente, a construção de novas moradias andava a passos lentos, diante da necessidade crescente.

Nesse contexto, o Governo criou através do Decreto-Lei nº 9218, de 1º de Maio de 1946, a Fundação da Casa Popular, que teria como finalidade “proporcionar a brasileiros e estrangeiros com mais de dez anos de residência no país ou com filhos brasileiros a aquisição ou construção de moradia própria, em zona rural ou urbana”¹.

Os recursos desta Fundação eram provenientes de doações da União, contribuições de instituições privadas e empréstimos compulsórios. Os recursos provenientes de poupança privadas não eram mencionados por tal Decreto. A ingerência do Poder Público sobre a Fundação era notória, o Decreto-Lei estipulava o valor da dotação inicial da União à Fundação e também o valor e composição do capital inicial.

Diante desses aspectos apresentados, conclui-se que a Fundação não prosperou. O Decreto-Lei 9218/46 condicionava as cláusulas do contrato de financiamento, como taxas de juros e prazo de amortização; estabelecia uma ordem de preferência entre os que poderiam ser beneficiados pelo financiamento² e proibia a negociação do contrato ou do imóvel entre o financiado e terceiros.

O cunho social inerente ao programa apresentava-se como um problema. A política governamental possibilitou um amplo subsídio do financiamento da “casa própria”. Nesse contexto, o Decreto-Lei 9218 violava as garantias constitucionais do cidadão. Ao garantir imunidade tributária à Fundação da Casa Popular (esta, até então

¹ Decreto-lei nº 9.218, de 1 de Maio de 1946.

² Decreto-lei nº 9218 estabelecia: “a preferência para aquisição ou construção de moradia será estabelecida entre os candidatos na proporção seguinte: a) trabalhadores em atividades particulares; b) servidores públicos ou de autarquias; c) outras pessoas”.

garantida apenas aos órgãos públicos), estava garantindo imunidade de tributos sobre a operação em que o beneficiário seria um cidadão comum, sendo assim um privilégio.

Assim, a falta de recursos, o aumento da inflação, a limitação da taxa de juros, os excessos de regulamentação e a burocracia foram os fatores que colapsaram a Fundação da Casa Popular.

O desenvolvimento de um mercado de hipotecas e possível fonte de recursos na poupança privada não era mencionado na Fundação da Casa Popular.

2.2. Sistema Financeiro da Habitação (SFH)

O SFH foi introduzido pela Lei nº 4380, de 1964, com objetivo de atender a demanda crescente por moradias nos centros urbanos. Esta medida origina, também, o Banco Nacional da Habitação (BNH), as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI) e a Correção Monetária.

O BNH tinha por finalidade orientar, controlar e disciplinar o SFH; então ao banco cabia o incentivo à formação de poupança, disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado de capitais, a operação dos serviços de redesconto e de seguros; além de estabelecer as condições dos financiamentos, como prazos de financiamento e juros.

Já as SCI's agiam como agentes financeiros e estavam subordinadas ao BNH; tinham a limitação de operarem somente no financiamento para construção, venda ou aquisição de bens destinados à habitação.

Assim, o SFH foi criado com objetivo de dinamizar o mercado habitacional do país. Segundo o Banco Central³, o objetivo desse sistema era facilitar e promover o financiamento da construção e da casa própria.

Nesse período foi criado o Fundo de Garantia por tempo de Serviço (FGTS), uma poupança compulsória, que juntamente com depósitos de poupança voluntárias passam a ser a principal fonte de financiamento habitacional no Brasil, sendo que essas captações voluntárias compõem o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que é o conjunto de instituições que captam as contribuições livres.

Os recursos originados do FGTS eram geridos pelo BNH; estes eram usados para financiar e refinanciar bens imóveis, através das SCI's. Estas Sociedades, além dos

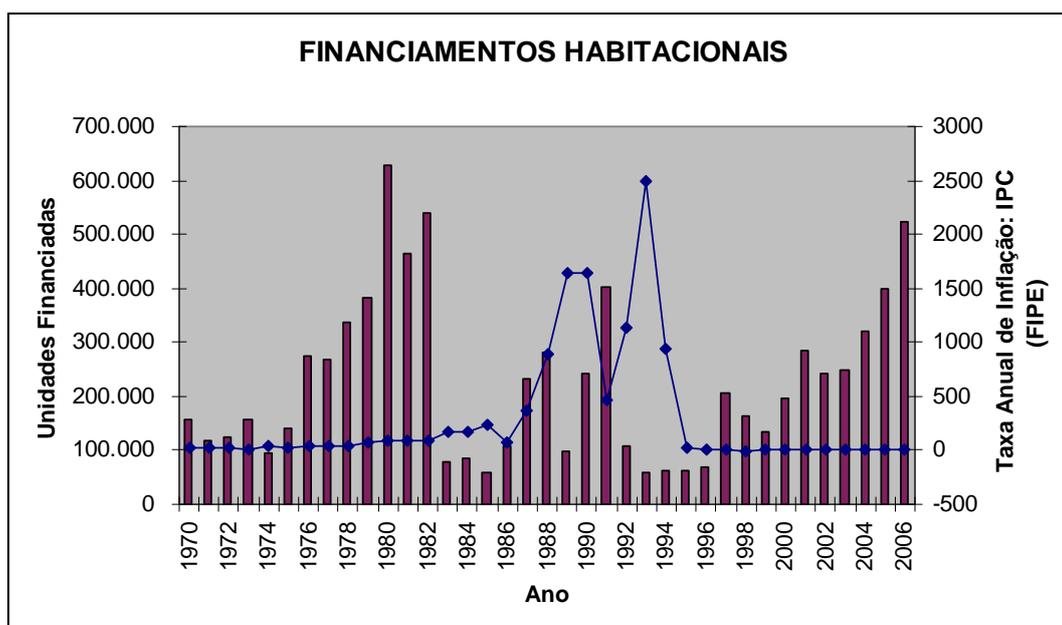
³ Segundo informações em seu site: www.bcb.gov.br

recursos do BNH, podiam captar recursos junto à população através da caderneta de poupança e das letras hipotecárias.

Com a criação do SFH, o que vimos, é uma reversão do quadro deficitário das moradias no Brasil. A introdução da correção monetária permitiu o reajuste das prestações de amortização e juros com correção do valor monetário da dívida. Esta, além de corrigir a dívida do mutuário, era aplicada também no FGTS e nas cadernetas de poupança. Assim, seria responsável por atrair recursos de poupança privada e manter a capacidade de refinanciamento do sistema.

Houve então uma grande oferta de recursos ao crédito habitacional, devido às condições favoráveis das aplicações financeiras e à lucratividade das SCI's. O Governo assim acreditava que o déficit habitacional seria resolvido em curto prazo, uma vez que as condições atrativas permitiram uma alavancagem no setor da construção civil, direcionado à produção compatível com o déficit habitacional presente até então.

Porém, a elevação da inflação prejudicou o sistema. Com o aumento do índice, os critérios de reajustes das prestações e do principal afetaram negativamente o SFH, e o FGTS passou a ser usado prioritariamente em investimentos de outras atividades – infra-estrutura, mercado financeiro, etc. O SFH após anos de grande ascendência teve sua fase crítica em 1983. Os recursos tornaram-se escassos para o desenvolvimento do setor imobiliário, principalmente pela diminuição da renda doméstica, que irá causar uma redução no investimento econômico agregado.



Fontes de dados: CBIC: www.cbicdados.com.br e IPEA: www.ipeadata.gov.br

Gráfico 1 – SFH – Financiamentos habitacionais X Inflação

O ponto crítico do SFH, que se mostrou com a elevação da inflação, foi o desequilíbrio gerado pelos critérios de reajustes das prestações e do principal da dívida.

A variação do salário mínimo era usada como forma de reajuste, inicialmente. Porém, em 1965, foi verificada a inconveniência macroeconômica desse indexador e foi instituída a Unidade Padrão de Capital (UPC) como novo indexador do principal da dívida do mutuário, sendo que esta seguia os mesmos índices de variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). A questão é que as prestações continuavam sendo reajustadas de acordo com a variação do salário mínimo, ocasionando assim um descasamento entre o saldo devedor e as prestações, resultando em saldos residuais para o mutuário.

Essa questão causou inquietações tanto nos mutuário quanto nas entidades financiadoras. O primeiro teria sempre a incerteza no que tangia ao prazo de financiamento; já a segunda presenciava o aumento do risco, uma vez que ocorria o aumento do principal da dívida sem que as prestações fossem reajustadas.

O BNH almejando amenizar esse clima de incertezas instituiu um plano de reajustamento, neste as prestações seriam reajustadas conforme o salário mínimo, anualmente; e incluiu uma novidade: criou o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS).

O FCVS foi criado com aporte inicial do BNH e estava aberto às contribuições dos mutuários⁴ que desejassem o aparato do fundo. Este garantiria tanto aos mutuários (contribuintes) como às SCI's a quitação total do financiamento ao fim do contrato.

Analisando o gráfico 1, constata-se o número crescente de financiamentos habitacionais propiciados pelo SFH; em 1980, apresenta o ápice de tais financiamentos (mais de 600 mil unidades); porém no período entre 1983 e 1996, vemos uma redução acentuada do número.

O Brasil vivia a “década perdida”, período que a inflação atingiu três dígitos. A elevação deste índice trouxe um deslocamento acentuado entre o valor do principal e as prestações pagas, gerando grandes saldos residuais ao final do período de pagamento. Diante desse quadro, o FCVS garantiu o pagamento desses saldos.

⁴ Inicialmente a contribuição correspondia ao valor de uma prestação do financiamento, paga em parcela única no ato de contratação; em 1984, através do Decreto-Lei nº 2164, é estipulado 3 % do valor da prestação mensal somada à uma contribuição compulsória trimestral dos agentes financeiros de 1 % sobre o saldo dos financiamentos concedidos aos mutuários.

Não se pode negar a genialidade do SFH e do FCVS. O segundo trazia a segurança às operações de longo prazo, ao garantir sobre distorções nas operações de 10 e 15 anos. Porém, não se podia imaginar um desvirtuamento, a transformação do FCVS em fonte de subsídios público aos interesses privados, subvertendo o ideal original: garantia ao SFH. O resultado: um “rombo” que hoje temos no valor estimado de R\$ 70 bilhões⁵.

Com a extinção do BNH, em 1986, e suas transferências para instituições financeiras⁶ comprometeram ainda mais a situação do fundo, corroborando para a situação deficitária (como já mencionado, R\$ 70 bilhões).

Nesse mesmo ano, foi implementado o Plano Cruzado, que trouxe reflexos ainda mais negativos ao crédito imobiliário. Esta medida desestruturou o sistema ao converter as prestações na moeda recém criada: Cruzado. A correção baseou-se pela média aritmética de seis ou doze meses anteriores a março 1986; aumentando as responsabilidades do FCVS, ao ser incumbido de garantir o SFH.

Já em 1990, fomos apresentados ao Plano Collor, tendo como forte característica o bloqueio dos ativos financeiros de todo o Sistema Financeiro. A poupança correspondia à principal fonte de recursos do sistema, US\$ 30 bilhões⁷. Dessa cifra, 60 % ficou bloqueado pelo Banco Central e 20 % foi retirado pelos depositantes. Então, o saldo da caderneta de poupança disponível resumiu-se à aproximadamente US\$ 7 bilhões.

Somado à questão do Plano Collor, a captação líquida de recursos novos em poupança tem se apresentado de forma desfavorável (negativa), o que pode ser constatado ao analisar a figura 1.

Assim, o SFH foi responsável pelo financiamento de 6,8 milhões de unidades habitacionais no período de 1964 e 2000, sendo a maior parte novas moradias (redução do déficit habitacional). Observa-se um crescimento quase que contínuo, sendo esse interrompido pela degradação do sistema, fator esse que irá reduzir o número de unidades financiadas para uma média de 150 mil/ano entre 1983 e 1996⁸.

A estabilidade econômica trazida pelo Plano Real, em 1994, trouxe expectativas positivas ao setor de crédito imobiliário, porém esse otimismo não foi sentido na

^{5 e 8} Fonte: ABECIP

⁶ Foi transferido de forma sucessiva ao Banco do Brasil, para o Ministério da Habitação, para Caixa Econômica Federal até ser absorvido pelo Tesouro Nacional.

⁷ Saldo de poupança na época de bloqueio dos ativos financeiros, fonte: ABECIP.

redução do déficit habitacional, apesar do número de unidades financiadas ter aumentado para aproximadamente 175 mil/ano entre 1997 e 2000⁹.

**EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL
DESEMPENHO DAS CADERNETAS**

Anos	Saldo		Captação Líquida	
	R\$ Milhões	Variação	R\$ Milhões	Variação
1994	36.884		1469	
1995	51.362	39,3%	161	0,40%
1996	59.419	15,70%	587	1,10%
1997	80.250	35,10%	11067	18,60%
1998	88.538	10,30%	-2749	-3,40%
1999	90.438	2,10%	-7852	-8,90%
2000	91.430	1,10%	-5912	-6,50%
2001	97.148	6,30%	-1654	-1,80%
2002	112.423	15,70%	6992	7,20%
2003	115.257	2,50%	-8195	-7,30%
2004	126.853	10,10%	3054	2,60%
2005 (até setembro)	128.460	1,30%	-6552	-5,20%

Fonte: ABECIP

Figura 1 – Desempenho das Cadernetas: saldo e captação líquida

Há de se considerar também os índices de inadimplência¹⁰ (figura 2) dos mutuários que em conjunto com as altas taxas de juros reais dos títulos públicos gerou um *trade off*, que afastou as instituições financeiras desta modalidade de crédito, uma vez que o custo de oportunidade apresentava-se de maneira exorbitante há um afastamento das operações de longo prazo.

Assim, com a saída de cena dos agentes financeiros, cria-se um autofinanciamento do setor, uma vez que a indústria da construção civil passa a ser financiada por incorporadoras e construtoras, havendo uma imobilização de seus capitais de giro. Então, o mutuário viu-se obrigado a assumir um financiamento de curto prazo, o que obviamente elevou as prestações. Trata-se de uma distorção na medida em que há um desvirtuamento das atividades, já que as construtoras foram obrigadas a atuar como agentes financeiros.

⁹ Fonte: ABECIP.

¹⁰ Como consequência da ingerência do SFH, tanto no que tange aspectos políticos como fatores econômicos.

**EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL
INADIMPLÊNCIA**

Anos	Números de Contratos ativos	% mais de 3 prestações em atraso			
		Geral	Assinado Até 1998	Assinados Pós 1998	Carteira Hipotecária
1994	1.291.685	8,8%	8,7%		12,1%
1995	1.279.138	10,9%	10,8%		15,1%
1996	1.138.973	14,1%	14,0%		19,0%
1997	1.027.322	14,6%	14,3%		21,0%
1998	910.877	14,7%	14,4%	1,7%	23,7%
1999	816.648	19,3%	20,0%	9,2%	23,8%
2000	596.397	23,7%	26,0%	12,0%	24,6%
2001	451.461	27,6%	32,3%	11,1%	28,1%
2002	410.335	28,1%	34,1%	10,5%	30,0%
2003	384.348	29,8%	37,8%	11,2%	29,6%
2004	371.614	29,9%	41,3%	9,7%	25,4%
2005 (até setembro)	3.359.073	29,4%	42,9%	9,0%	29,4%

Obs.: Carteira hipotecária inclui contratos antes e pós 1998

Fonte: ABECIP

Figura 2 – Inadimplência

Os motivos acima descritos são responsáveis pela situação atual, um déficit habitacional que atinge números superiores a 7 milhões de unidades. Segundo Décio Tenerello¹¹, presidente da ABECIP, esses problemas não desanimaram o segmento imobiliário e coube aos agentes financeiros a busca de alternativas ou modelos que adequassem o SFH, que foi desestruturado por fatores não relacionados no desenho original.

Houve a necessidade de engendrar um sistema que garantisse maior liberdade e segurança jurídica às partes envolvidas; e então garantisse ao setor de crédito imobiliário um *funding* que financiasse a escala requerida; uma vez que os recursos ancorados na caderneta de poupança e FGTS mostravam-se ineficazes.

A saída encontrada será a criação do Sistema Financeiro Imobiliário, que em contraste com SFH não será tutelado pelo Estado e poderá ser encontrado um princípio de livre iniciativa. O SFI terá três alicerces: autonomia das partes envolvidas, equilíbrio econômico-financeiro do contrato e garantia do crédito. Esses pilares não foram observados em todos os 40 anos de SFH.

¹¹ Afirmação em palestra do Seminário Internacional de Crédito Imobiliário promovido pela ABECIP em 2005, este resultou em publicação de um livro constante na bibliografia deste trabalho.

2.3. Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)

O VII Encontro Nacional promovido pela ABECIP, em novembro de 1995 apresentou premissas do novo modelo de financiamento imobiliário, que resultou na Lei nº 9514¹². Esta promulgada pelo então presidente da República Fernando Henrique Cardoso, foi um grande marco na história dos sistemas de financiamento imobiliário no Brasil. O SFI¹³ criou as condições necessárias para uma nova fase do financiamento imobiliário, sendo uma das finalidades deste acabar com a incompatibilidade do *funding* então vigente no SFH.

Os estudos das experiências internacionais demonstraram que o crescimento do financiamento está intimamente relacionado com as garantias efetivas dos recursos aplicados, liberdade na contratação das operações e um mercado capaz de captar recursos de longo prazo, principalmente de grandes investidores.

Com o SFI, foram instituídos a securitização de créditos imobiliários, criando-se os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII's)¹⁴, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's)¹⁴ e as Companhias Securitizadoras (CSCI's)¹⁵; o regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, criando-se a alienação fiduciária sobre bens imóveis como forma de garantia para as operações de financiamento imobiliário.

No SFI há uma regulação da participação das instituições financeiras¹⁶ e não financeiras¹⁷ na realização de crédito imobiliário, com ampla garantia das operações; sendo aplicadas em operações de comercialização de imóveis com pagamentos parcelados, ou seja, arrendamentos mercantis e financiamentos de imóveis em geral.

A criação do SFI almejava uma desoneração dos cofres públicos e que as operações fossem praticadas sob as condições de mercado, isto é livremente.

¹² O projeto de lei foi enviado ao Congresso em 11 de Junho de 1997 e a lei publicada no diário oficial em 21 de Novembro deste mesmo ano; o projeto era tido como de grande importância pelo Governo, à ponto do Presidente da República ter pedido urgência na tramitação do Projeto.

¹³ O SFI teve inspirações no modelo americano de crédito imobiliário; este será apresentado no capítulo 2 deste trabalho.

¹⁴ Transformaram bens imóveis em títulos mobiliários.

¹⁵ Essas sociedades tem a finalidade de realizar a securitização dos recebíveis imobiliários por meio da emissão dos CRI's, que são títulos equivalentes à debêntures.

¹⁶ Caixas Econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e companhias hipotecárias.

¹⁷ Companhias Securitizadora, estas fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

“A palavra securitização provém do termo inglês, *securities*, que se refere a valores mobiliários e títulos de crédito. Dessa forma securitizar significa converter determinados créditos em lastros para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos” (fonte: CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização)

Desta forma, securitização é um processo estruturado, organizado por uma companhia securitizadora; através desta os créditos imobiliários são transformados em CRI's que deverão ser negociados em mercados de capitais e financeiros. Nesse processo, os fluxos de longo e médio prazo são transformados em ativos com negociação à vista, ou seja, securitizar é vender valores mobiliários garantidos por um fluxo de caixa de contas a receber. Esse processo foi indicado pelas experiências internacionais como uma forma de solução para o déficit habitacional.

Assim busca-se integrar o mercado imobiliário ao financeiro, oferecendo possibilidades de ganhos financeiros aos investidores. Em 2002, vimos a negociação de FII's na BOVESPA, caracterizando a vinculação aqui mencionada.

A criação do SFI foi uma importante conquista ao propiciar, também, a inserção de grandes investidores institucionais que possuem expressivos ativos como os fundos de pensão e de renda fixa, companhias seguradoras, entre outros nesse segmento; além disso, permitiu-se o acesso de construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamento imobiliário no mercado de capitais.

Já os CRI's, que são emitidos somente pelas Companhias Securitizadoras, foram desenvolvidos com a finalidade de captação dos recursos necessários ao sistema. Estes possuem prazos compatíveis com as características dos financiamentos imobiliários, o que abriu perspectivas, até então não experimentadas, para um mercado secundário. Os CRI's são emitidos a partir do termo de securitização, que é um documento onde constam os créditos imobiliários que servem de lastro para a emissão dos certificados. O termo de securitização é levado ao Registro de Imóveis, seguidamente ocorre o registro dos certificados na CVM – Comissão de Valores Mobiliários, após o cumprimento das exigências previstas. As transações com esses certificados, são necessariamente registradas em um sistema centralizado de custódia e liquidação de títulos o que proporciona maior segurança para os investidores.

Com relação às CSCI's, estas tiveram inspiração nas empresas norte-americanas, alcançaram grande sucesso no território nacional daquele país, em especial a CIBRASEC (Companhia Brasileira de Securitização), esta sendo a maior e mais antiga securitizadora, criada em 1997, com intuito de estruturar o mercado secundário de

recebíveis imobiliários no país e ampliar os recursos disponíveis para o crédito imobiliário, sendo este mercado marcado até hoje por forte incipiência no Brasil.

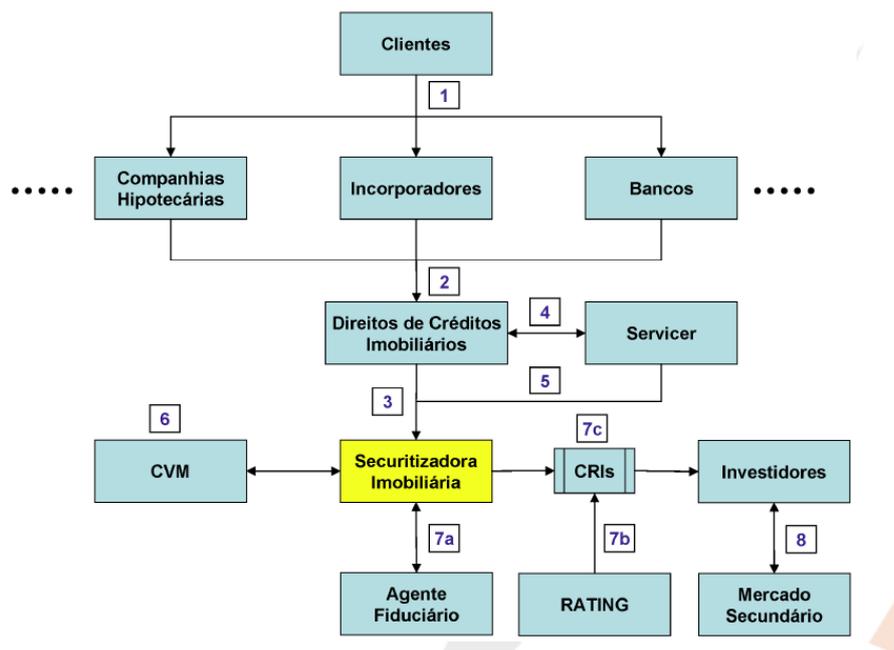
A alienação fiduciária foi criada contrariando as experiências internacionais que se utilizam da hipoteca como forma de garantia. Esta inovação veio para solucionar um sério problema. A hipoteca é caracterizada pela transferência do direito de posse e domínio ao adquirente. Isso ocorre até no caso do percentual desembolsado pelo adquirente ter sido relativamente baixo, por exemplo, 20 %. Assim o adquirente passa a ter o domínio, que é a garantia, e entrega ao agente financeiro.

A alienação fiduciária é usada somente no Brasil, nessa apenas a posse é transferida ao adquirente; já o domínio somente após a liquidação da dívida. Com essa alteração tivemos resultado altamente positivos. Estes são: sustentabilidade jurídica ao processo, maior garantia ao credor, velocidade nas operações de crédito imobiliário e maior segurança aos agentes financeiros.

Assim, com a instituição do caráter fiduciário, há uma transmissão de segurança aos investidores de CRI's, ao permitir que as companhias securitizadoras utilizarem desse caráter sobre as propriedades que lhe servem de lastro. Então, esses créditos serão segregados do patrimônio da securitizadora, sendo estes integrados a patrimônios separados, garantindo assim os direitos dos investidores, portadores dos CRI's, que ficam imunes de uma insolvência da securitizadora.

Em 2004, houve a edição da Lei nº 10931, que dentre outras coisas criou dois instrumentos complementares ao CRI's: as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI's) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI's); sendo as CCI's instrumentos emitidos no ato da concessão de um empréstimo imobiliário e representam a propriedade de crédito por parte dos originadores; já as LCI's são títulos lastreados em recebíveis imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária; diferindo do conceito do CRI no que tange a seguinte questão: as LCI's são emitidas exclusivamente por instituições financeiras que as colocam em suas carteiras de investimento.

O diagrama abaixo mostra uma estrutura típica de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários:



Fonte: Acrux Capital Management

Figura 3 – Operação de Securitização

1. Os clientes adquirem imóveis juntos às instituições do SFI (bancos, caixas, incorporadores, companhias hipotecárias, etc.);
2. As operações realizadas entre os clientes (devedores) e os agentes do SFI (credores) geram direitos de créditos imobiliários no âmbito do SFI;
3. As instituições cedem os direitos de crédito e, portanto o fluxo financeiro associado, para a securitizadora;
4. A securitizadora contrata um servicer para fazer uma análise da carteira de direitos de créditos;
5. O servicer também se responsabiliza pelo recebimento dos direitos de crédito e pelo repasse dos recursos à securitizadora;
6. Para levantar *funding* para pagar pelos direitos de crédito a securitizadora deve registrar na CVM uma emissão de CRI's;
7. a) Caso a emissão seja dentro do regime fiduciário, faz-se necessária a contratação de um agente fiduciário para supervisionar a operação;
7. b) É necessária também a contratação de uma agência de classificação de risco para emitir o *rating* da operação;

7. c) Após o registro da emissão, a securitizadora emite os CRI's, colocando os junto aos investidores no mercado de capitais. A colocação dos CRI's capta recursos dos investidores para a securitizadora que os utiliza para pagar pelos direitos de crédito;
8. Os CRI's são registrados num mercado de balcão organizado para serem negociados no mercado secundário.

Pode-se dizer ainda, que a grande função da securitização é ampliar a capacidade de investimento, ao transformar baixa liquidez (imóveis) em ativos financeiros negociáveis. O fato desse procedimento não apresentar números mais consideráveis deve-se ao fato da taxa de juros serem altas.

Deve-se ficar claro que o Brasil atualmente, dispõe de duas estruturas de financiamento o SFH e SFI; sendo a primeira com estruturas rígidas em termos de taxas, opções contratuais e limites de financiamentos, já a segunda com características menos rígidas e fruto de um esgotamento do SFH.

3. EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

Uma análise sobre as experiências internacionais tem crucial importância para o entendimento do histórico do modelo de financiamento brasileiro. Através desta é possível visualizar possíveis reformas que poderiam trazer uma maior eficiência ao sistema. A questão primordial é garantir um fluxo contínuo de recursos de longo prazo para compor a formação de capital habitacional que atende ao déficit que impera no país.

Atualmente, a expansão do crédito imobiliário é visto em muitos países, principalmente nos mais desenvolvidos. É visto um aumento da parcela da dívida das famílias no total do endividamento total nacional de diversos países.

Essa magnitude (dívida habitacional/PIB) é bastante distinta; se fizermos uma comparação entre nações, provavelmente por especificidades econômicas. Por exemplo, na Suíça essa magnitude é de 125 % do PIB, já no México 10%.

É válido ressaltar, que nos últimos anos a dívida cresceu acompanhada de um decréscimo da taxa de juros, resultando num custo de dívida mais baixo.

O desenvolvimento de um sistema de financiamento habitacional tem mostrado grande valia para as nações adquirirem maiores estabilidades financeiras e macroeconômicas.

3.1. O modelo norte-americano de financiamento habitacional

3.1.1. Setores de atuação do Governo americano

Segundo Ilan Goldfajn e Dionísio Carneiro¹, o caso americano não foi destituído de incentivo governamental. Os autores defendem a idéia de que o Governo tem influenciado decisivamente o comportamento dos diversos setores participantes do mercado imobiliário, valendo-se da criação de agências governamentais ou do patrocínio de algumas entidades; realizando uma ou mais das seguintes funções:

- (a) Promover seguros ou garantir os empréstimos hipotecários contra o risco de *default*. Desta forma, certos setores da população menos favorecida começaram a ter acesso ao crédito imobiliário e tornou as letras hipotecárias atraentes para os investidores;

¹ Em “ A Securitização de hipotecas no Brasil”, texto para discussão nº 426 – Departamento de Economia (PUC-RJ)

- (b) Introduzir e promover diversos tipos de ativos lastreados em hipotecas, garantindo esses produtos contra risco de *default* de forma a permitir que os mais diversos setores da economia, inclusive investidores institucionais, direcionassem recursos para o mercado imobiliário;
- (c) Padronizar os termos contratuais e a documentação dos empréstimos hipotecários como resultado do processo de garantia e securitização das hipotecas;
- (d) Gerar liquidez para o mercado através da compra de empréstimos hipotecários;
- (e) Promover facilidades de crédito para alguns fornecedores de financiamentos imobiliários;
- (f) Subsidiar financiamentos a taxas de juros inferiores a de mercado para construção de habitações para população de baixa renda.

3.1.2. O desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas

O modelo de financiamento imobiliário centrado na securitização de recebíveis imobiliários, também nomeado como mercado de hipotecas, é o que apresentou maior desenvolvimento; servindo de exemplo de eficiência para o mercado de capitais nos EUA.

Para compreender a magnitude e os fundamentos desse modelo, é relevante destacar três etapas históricas:

- A Era da Institucionalização, de 1930 a 1970;
- A Era da Securitização, de 1970 a 1990;
- A Era da Tecnologia, a partir de 1990.

Antes de 1930, o mercado de hipotecas era marcado por uma especialização no que tangia à geografia e nos tipos de instituições que detinham as hipotecas. Era caracterizado por uma concessão local, na medida em que era necessária a inspeção da propriedade somada ao fato de conhecimento do histórico de crédito pelo tomador. Assim, as instituições eram regionalizadas, sem atuação a nível nacional; resultando numa diversidade de taxas, pois havia uma disparidade entre as demandas de cada região.

A grande depressão apresentou-se como um divisor de águas no crédito habitacional norte-americano. O sistema de instituições voltadas para o financiamento

habitacional nos EUA foi concebido como parte do “*New Deal*”, num esforço para tirar a economia da depressão.

O que se vê, é uma forte influência dos programas dessa época, com programas presentes. O ideal que todo americano tem a possibilidade de adquirir sua casa própria vem sendo transmitido desde esse período.

A era da Institucionalização tem início com o National Housing Act de 1934, este objetivava trazer liquidez para o setor e amenizar os efeitos de 1929. Através deste, o congresso fundou a Federal Housing Administration (FHA), que administrava o fundo mútuo de seguro contra o risco de *default*. Desenvolveu-se assim a hipoteca tradicional. A FHA definia alguns parâmetros que deveriam ser satisfeitos pelo mutuário para a realização do seguro; naquele momento tem início o processo de padronização de hipotecas, que viabilizou o fortalecimento do mercado secundário de hipotecas e será um dos principais fatores que possibilitará a securitização de recebíveis imobiliários, anos mais tarde. A questão que deve ser enfatizada é que se permitiu a criação de um mercado de hipotecas tradicionais com taxas de juros mais baixas.

O que vemos é que antes do crédito imobiliário ser baseado na securitização de recebíveis, a concessão era similar ao praticado pelo SFH no Brasil.

As entidades de poupança e crédito, *thrifts*, concentravam todas as atividades relacionadas à concessão de empréstimos; então elas concentravam a concessão, coleta de pagamentos, cobrança de inadimplentes e ficavam com o risco de crédito dos mutuários. Em relação às fontes de financiamento, as principais eram os depósitos de curto prazo, o que trazia um risco de liquidez e a questão que os depósitos eram passivos de curto prazo, enquanto os recursos eram investidos na concessão de empréstimos de longo prazo.

Em nível de atuação do Governo Federal, os principais programas são os desenvolvidos pela FHA, objetivando a melhoria das condições básicas de habitação para a parcela da população de baixa renda; sendo viabilizado por condições mais favoráveis se comparadas com as encontradas no mercado.

Já em 1938, foi criada a Federal National Mortgage Association (FNMA), conhecida como Fannie Mae, uma agência regulamentada pelo Governo com objetivo final de criação de liquidez para a comercialização de hipotecas; procurando atrair investidores institucionais. A Fannie Mae comprava das *thrifts* as hipotecas seguradas pela FHA, provendo o mercado de liquidez. Ao fazer isso, a Fannie Mae além do benefício da liquidez, também canalizava recursos para o setor da habitação,

estimulando inclusive o emprego na indústria da construção civil. Assim, esse arcabouço sinalizou às empresas privadas a chance delas também emitirem títulos lastreados em hipotecas, com garantia governamental, os Mortgage-Backed Securities (MBS).

Uma vez enfrentada a falta de liquidez no mercado primário (de originação, emissão), surgiu-se a necessidade de desenvolver o mercado secundário; criaram-se mais duas agências com os mesmos objetivos da Fannie Mae, estas também controladas pelo Governo, mas estas eram voltadas ao mercado secundário; são elas a Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

Em 1968, como parte do processo de revitalização das agências regulatórias, o Governo americano separou a Fannie Mae em duas agências; uma continuou com o mesmo nome, mas passou a ser uma empresa privada de capital aberto, com privilégio do Congresso de fomentar o mercado secundário para hipotecas convencionais, ou seja, para empréstimos que não sejam concedidos pela FHA ou garantidos pela VA²; a outra foi a Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), com objetivos de dar liquidez ao mercado secundário de hipotecas seguradas pela FHA e VA e alocar recursos para o mercado imobiliário, através da emissão de MBS. Além disso, a Ginnie Mae é também garantidora das obrigações lastreadas em hipotecas securitizadas, contando com apoio total do Governo, garantindo, assim, o pagamento dos juros e do principal, o que ameniza os riscos de seus títulos.

A Freddie Mac foi criada em 1970, também é uma agência privada, com objetivo de dar liquidez às hipotecas seguradas pela FHA e pela VA. O principal diferencial entre a Freddie Mac e Ginnie Mae, está no fato dos MBS's emitidos pela primeira não possuir garantias do Governo contra a inadimplência. Apesar desta diferença, o nível de risco é similar para o mercado, este avalia como sendo emitidos por uma agência governamental similar à Ginnie Mae.

Estas agências não são totalmente apoiadas pelo Governo dos EUA; portanto, todos os investidores que comprem ativos emitidos por essas agências estão incorrendo em riscos de crédito. Entretanto, existe uma crença de que o Governo não deixará estas agências entrarem em *default*, socorrendo-as em caso de risco sistêmico.

Então, o Governo americano será responsável pela adoção de medidas que estabelecem as bases para o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas e para a securitização de recebíveis imobiliários nos EUA; são elas: o combate à falta de

² Outra agência governamental provedora e seguradora de financiamentos imobiliários.

liquidez e a padronização dos contratos hipotecários promovidos.

Segundo Carneiro e Goldfajn: “A padronização dos contratos foi um dos elementos que tornou possível a securitização das hipotecas, ao viabilizar o distanciamento entre o mutuário e o prestador final – o investidor detentor da obrigação lastreada nas hipotecas securitizadas – tornando o risco de crédito passível de ser tratado de uma forma quase que puramente estatística”.

Lembrando que esse processo de padronização surge da necessidade de que para que o seguro fosse realizado, uma série de parâmetros deveria ser satisfeita; isto resultou na padronização dos termos contratuais e de documentação dos empréstimos hipotecários.

Portanto, o tripé de sustentabilidade da securitização norte-americana estava apresentado: o seguro contra inadimplência, mercados secundários e primários líquidos e contratos padronizados.

A sistemática que resultou na securitização das hipotecas torna-se uma inovação financeira fundamental para o desenvolvimento do mercado imobiliário dos EUA nas décadas de 1970 e 1980, apresentando-se como segunda grande revolução do sistema.

Através da securitização, o sistema direcionou recursos de investidores de todo o mundo para o financiamento habitacional e imobiliário dos EUA, garantindo o acesso da população aos financiamentos ao barateá-los.

As principais operações securitizadas são as garantidas pelas três agências descritas acima. Porém, na década de 80, emissores privados começaram a securitizar hipotecas convencionais (*Conventional pass-through Securities*), que de maneira geral são lastreadas em hipotecas não padronizadas (*non-conforming mortgages*). Estas obrigações são avaliadas por uma agência de risco (agência de *rating*); sendo a condição para ser adquiridas por investidores institucionais é possuir avaliação igual ou superior a AA (duplo A). Esses investidores têm grande importância como tomadores finais de obrigações lastreadas em títulos securitizados.

Como vemos na figura 4, são estes investidores que detinham grande parte da dívida hipotecária em 2005, sendo os bancos comerciais com 25,19%. Porém, um fato importante que se deve observar é uma tendência de decréscimo de participação dos investidores institucionais como compradores de títulos hipotecários e ascensão de outros investidores – agências governamentais, *dealers*, *asset managers*, fundos mútuos. Segundo a figura 4, em 1995 os investidores institucionais tinham uma participação de

41,8% e outros investidores 58,2 %, já em 2005 os primeiros 37,5 % enquanto os segundos 62,5%.

Segundo a figura 5, as emissões de MBS tiveram um aumento considerável em 1998, atingindo até então a marca recorde de US\$ 726,9 bilhões, sendo esse valor quase o dobro de 1997 e muito além do recorde de 1993. Nesse ano de 1998, todas as três agências emissoras (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) apresentaram recordes de emissão de MBS; A Fannie Mae respondeu por 44,9% do volume total de emissão, a Freddie Mac emitiu US\$250,6 bilhões, mais do que o dobro de sua emissão em 1997 e a Ginnie Mae emitiu 150,2 bilhões, um aumento de 44% em relação a 1997.

Porém esse recorde foi mais uma vez “quebrado” em 2001. Segundo a figura 5, as emissões de MBS aumentaram sensivelmente a partir de 2001, com o volume incrível de US\$ 2.129,8 bilhões em 2003. Esse resultado deve-se às inúmeras transformações no mercado de hipotecas securitizadas devido às inovações tecnológicas ocorridas a partir da década de 1990. Esse período deu início à Era da tecnologia, cuja grande contribuição foi a introdução do sistema de subscrição automática (*automated underwriting systems* – AUS). Estas são ferramentas que tomam por base características de risco do empréstimo e do tomador e assim tomam decisões automáticas que classificam e aprovam os empréstimos, com conexão automática entre as empresas que captam o negócio e emitem as MBS.

A Fannie Mae e a Freddie Mac adotaram esse sistema automático. Sendo assim, começam a apresentar recordes de emissão de MBS a partir de 2000; Já a Ginnie Mae, que não aderiu à AUS, tem diminuído constantemente sua participação.

A liquidez desses papéis aumentou ao longo dos últimos anos. A popularização das securitizações associadas ao ambiente de robustez da economia permitiu taxas de juros reduzidas e descendentes³, além dos termos favoráveis dos empréstimos aos compradores de imóveis ajudaram a incrementar as emissões de *MBS's*.

As atrativas taxas de juros praticadas (*jumbo loans*), em média entre 6% e 7% ao ano, resultaram, conjuntamente com o aparato de incentivos descrito anteriormente, na revitalização de refinanciamento e de originação de novas hipotecas.

Ao mesmo tempo em que as taxas caíam, os prazos (*term to maturity*) aumentavam, passando de uma média de 25 em meados dos anos 80 para quase 29 em 2005.

Assim, o desenvolvimento foi possibilitado por uma sutil, mas importante mudança no mercado imobiliário, o descolamento da originação dos empréstimos.

³ Vide figura 6

Essa separação entre originação e obtenção de recursos (*funding*) foi crucial para a revolução que ocorreu nesse mercado; ou seja, os originadores não precisam manter seus ativos até o vencimento e, ainda mais, não precisam ter os recursos para fazê-lo. Os originadores criam ativos e os vende para instituições que os consideram como qualquer outro investimento de renda fixa.

O resultado é que todo esse aparato institucional resultou num mercado de hipotecas de proporções gigantescas. Atualmente, este mercado representa o maior mercado de dívidas nos EUA; superando, em termos de estoques de dívida em circulação, o mercado de dívidas emitidas por companhias privadas e o mercado de títulos, obrigações e notas do Tesouro e o mercado acionário americanos.

Ano	Investidores Institucionais				Outros detentores	
	Total	Instituições de poupança	Bancos Comerciais	Cias. de seguros de vida	Agências governamentais e patrocinadas	Investidores Privados
1995	41,8	13,12	23,96	4,68	41,29	16,96
1996	41,1	13,04	23,77	4,32	41,62	17,25
1997	40,6	12,31	24,26	4,03	41,13	18,27
1998	39,1	11,48	23,83	3,81	41,18	19,71
1999	38,5	10,75	24,06	3,71	42,05	19,43
2000	38,7	10,69	24,56	3,49	41,93	19,33
2001	37,6	10,21	24,12	3,27	43,19	19,2
2002	37,5	9,47	24,97	3,03	43,58	18,94
2003	36,7	9,42	24,43	2,83	43,6	19,72
2004	37,5	10,1	24,8	2,61	39,15	23,33
2005	37,5	9,92	24,19	2,44	36,24	26,22

Observação: Dados em %

Fonte: Federal Reserve (FED)

Figura 4 – Dívida Hipotecária Total por tomador

Ano	GINNIE MAE		FANNIE MAE		FREDDIE MAC		Total (US\$ BI)
	Emissões (US\$ BI)	Participação (%)	Emissões (US\$ BI)	Participação (%)	Emissões (US\$ BI)	Participações (%)	
1980	20,6	89,2			2,5	10,8	23,1
1981	14,3	77,3	0,7	3,8	3,5	18,9	18,5
1982	16	29,5	14	25,8	24,2	44,7	54,2
1983	50,7	59,4	13,3	15,6	21,4	25,0	85,4
1984	28,1	45,2	13,5	21,7	20,5	33,1	62,1
1985	46	41,4	23,6	21,2	41,5	37,4	111,1
1986	101,4	38,4	60,6	22,9	102,4	38,7	264,4
1987	94,9	40,7	63,2	27,1	75	32,2	233,1
1988	55,2	36,8	54,9	36,6	39,8	26,6	149,9
1989	57,1	28,5	69,8	34,8	73,5	36,7	200,4
1990	64,4	27,4	96,7	41,2	73,8	31,4	234,9
1991	62,6	23,4	112,9	42,1	92,5	34,5	268
1992	81,9	18,0	194	42,6	179,2	39,4	455,1
1993	138	24,3	221,4	39,0	208,7	36,7	568,1
1994	111,2	31,0	130,5	36,4	117,1	32,6	358,8
1995	72,9	27,1	110,4	41,0	85,9	31,9	269,2
1996	100,9	27,2	149,9	40,5	119,7	32,3	370,5
1997	104,3	28,3	149,4	40,6	114,3	31,1	368
1998	150,2	20,7	326,1	44,9	250,6	34,4	726,9
1999	151,5	22,1	300,7	43,9	233	34,0	685,2
2000	103,3	21,4	211,7	43,9	166,9	34,7	481,9
2001	174,6	16,0	528,4	48,4	389,6	35,6	1092,6
2002	174	12,0	723,3	50,1	547,1	37,9	1444,4
2003	217,9	10,2	1.198,60	56,3	713,3	33,5	2129,8
2004	125	12,3	527,2	51,8	365,2	35,9	1017,4
2005	86,9	9,0	481,3	49,8	397,9	41,2	966,1
2006	40,6	9,3	223,2	50,9	174,7	39,8	438,5

Fonte: GNMA, FNMA, FHLMC

Figura 5 – Emissões de MBS das Agências governamentais dos EUA

Ano	Taxas Pré-fixadas	Taxas Pós-fixadas	Ano	Taxas Pré-fixadas	Taxas Pós-fixadas
	Taxa Efetiva de juros (%a.a)	Taxa Efetiva de juros (%a.a)		Taxa Efetiva de juros (%a.a)	Taxa Efetiva de juros (%a.a)
1985	12,35	10,78	1996	8,02	7,17
1986	10,49	9,35	1997	7,90	7,01
1987	9,89	8,48	1998	7,20	6,46
1988	10,40	8,45	1999	7,42	6,33
1989	10,56	9,32	2000	8,17	6,54
1990	10,43	9,19	2001	7,14	6,40
1991	9,63	8,38	2002	6,73	5,61
1992	8,53	6,85	2003	5,97	5,15
1993	7,49	5,92	2004	6,04	5,41
1994	8,08	6,63	2005	6,19	5,34
1995	8,17	7,35			

Fonte: Federal Housing Finance Board

Figura 6 – Taxas de Juros do Financiamento Americana

3.2. O modelo chileno

O modelo de financiamento habitacional chileno é tido como o exemplo mais bem sucedido da América Latina. O histórico de recessão e crise financeira vivida por aquele país torna seu estudo de grande valia para a análise do caso brasileiro; seu fortalecimento está correlacionado à estabilidade econômica e às reformas institucionais pós-1970.

3.2.1. Antecedentes

Nesse período, o crédito era obtido pelo esforço individual e por entidades estatais que priorizavam os grupos sociais carentes; os bancos comerciais atuavam como captadores e emprestadores de recursos, a captação era feita de investidores institucionais através de bônus hipotecários com juros fixos, já os empréstimos eram concedidos às famílias com remuneração, também, de juros fixos. Os empréstimos habitacionais representavam grande parte da captação dos bancos, porém a aceleração do processo inflacionário chileno acaba tornando o sistema inviável, pois as taxas de inflação estavam superando as taxas fixas dos depósitos dos poupadores; desestimulando assim a oferta de capitais, levando o sistema ao colapso.

Por volta de 1960, o sistema de financiamento habitacional chileno passa por uma transformação de grande importância: inclui a cláusula de reajustamento nos contratos relativos aos empréstimos imobiliários; associado ao regime de correção monetária dos empréstimos de longo prazo estava o sucesso do SINAP⁴, este ligado à captação de recursos e à criação das Associações de Empréstimo e Poupança (AAP). Estas emitiam títulos hipotecários corrigidos monetariamente (VHR) que passam a ser transacionados no mercado secundário.

O grande trunfo estava na revitalização da captação de recursos feita pela SINAP ao introduzir o regime de correção monetária para as operações de longo prazo, fazendo frente à aceleração do processo inflacionário e a corrosão dos depósitos de longo prazo.

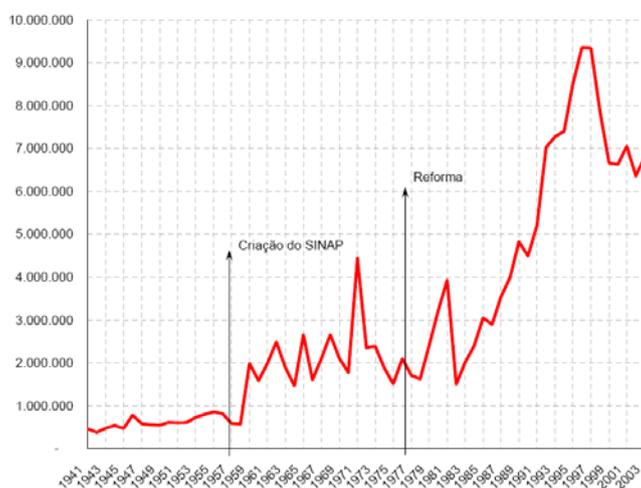
Além disso, o sistema instituiu o subsídio estatal à oferta de imóveis e, principalmente, à demanda por moradias.

Assim, este sistema teve por êxito a recuperação da indústria habitacional das décadas de 60 e 70 (primeira metade).

⁴ Sistema de Poupança e Empréstimo, inspirado no Sistema de *Savings & Loans* (S&L) americano.

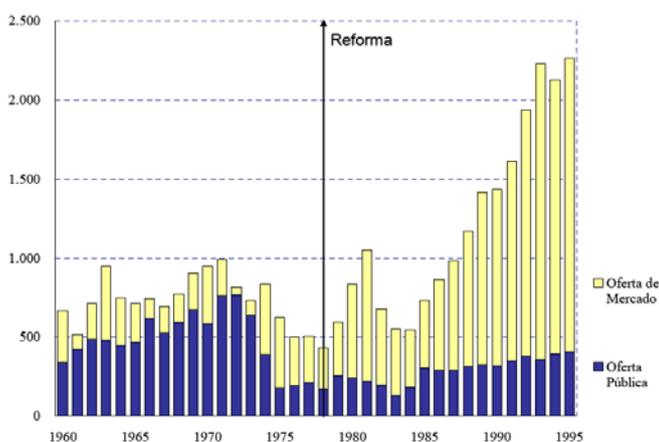
Através do gráfico 2, observa-se o impacto da mudança institucional sobre o volume de construções pós-1960. Entre os anos de 1941 e 1958 (período anterior ao SINAP) eram construídas, em todo o Chile, cerca de 5 mil unidades habitacionais⁵ por ano, em média, o que representava cerca de 614 mil m²/ano de área construída⁵; já durante o período de funcionamento do SINAP, elevou-se a média anual de unidades para mais de 33 mil⁵, o correspondente a 2,1 milhões m²/ano de área construída⁵.

Outra característica de grande relevância são os subsídios providos; assim, a demanda por moradias contou com um reforço efetivo, caracterizando a política habitacional chilena como facilitadora à moradia aos mais carentes desde esse período. Esse período é marcado também pela política habitacional de Salvador Allende, esta caracterizada por seu cunho social, evidenciada pela oferta pública ao setor (gráfico 3).



Fonte: Instituto Nacional de Estadísticas de Chile (INE). *Camara Chilena de la Construcción – Brollo (2004)*

Gráfico 2 - Volume de edificações residenciais, em m²



Fonte: Instituto Nacional de Estadísticas de Chile (INE). – Brollo (2004)

Gráfico 3 - Investimentos públicos e privados em habitações, em US\$ milhões constantes de 1986.

⁵ Fonte: Brollo (2004)

O sistema perdeu dinamismo a partir da década de 1970. Segundo Brollo (2004), por problemas de fluxo no sistema (a captação de recursos diminuiu em função da recessão e da perda de poder aquisitivo da população), somado ao descompasso entre os prazos de aplicação e de captação.

3.2.2. As reformas do modelo chileno

Reformas estruturais foram introduzidas na economia chilena a partir de 1976, com objetivo de modernizar o país, promover uma maior integração entre o resto do mundo e o Chile e reduzir o papel do Estado. O modelo de financiamento foi reformulado, permanecendo a política de crédito e a de subsídios. A política de crédito irá se estabelecer a partir do sistema de financiamento hipotecário; já a de subsídios como mecanismo de transferência de renda, permitindo os mais carente de terem acesso à habitação.

Os resultados das reformas são vistos nos gráficos 2 e 3; há aumentos dos investimentos em habitações e do volume de edificações residenciais, caracterizando o sucesso das reformas. Estas alvejavam a criação de um mercado capaz de gerar os recursos necessários ao financiamento imobiliário, que estava sendo atingido.

Além disso, as reformas contribuíram com o sistema ao adequar os prazos de permanência de ativos e passivos; e dar liquidez aos títulos hipotecários; sendo que não houve a redução de políticas sociais promovidas pelo Estado.

A figura 7 ilustra os mecanismos de intermediação que articulam a oferta de fundos com a demanda por crédito; dela se conclui que o *funding* dos fundos provém das famílias e os benefícios destes são dados às famílias também.

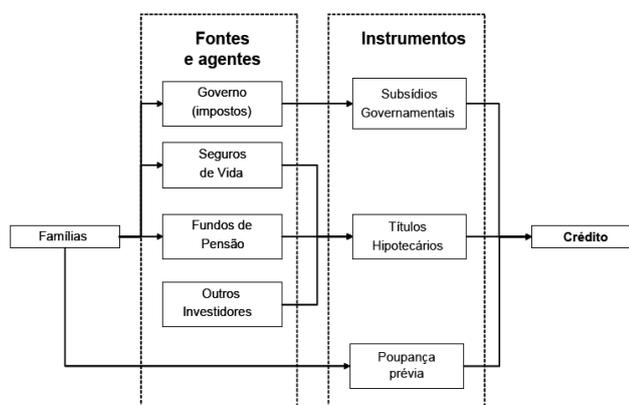


Figura 7 - Mecanismos de intermediação Fonte: Brollo (2004)

3.2.3. O sistema de crédito e o papel da poupança de longo prazo

A criação de mecanismos e instrumentos de intermediação e a formação de fundos de longo prazo são a sustentação do sucesso chileno. A grande diferenciação está ligada a captação que antes era de curto prazo e passa a ser de longo, esta mudança ocasionada pela diversificação das fontes de financiamento.

A concessão de crédito de longo prazo é reajustável conforme a variação da Unidade de Fomento (UF)⁶ ou segundo a variação cambial. Os dois principais instrumentos de captação são as Letras de Crédito Hipotecário (LCH) e os Mútuos Hipotecários Endossáveis (MHE). As taxas praticadas de juros dos títulos são reais, o que minimiza o risco associado à inflação.

3.2.3.1. Letras de Crédito Hipotecário (LCH)

As LCH's são instrumentos de renda fixa de médio e longo prazo.

Não há o empréstimo direto para o comprador. As LCH são emitidas com valor nominal, prazo de resgate e taxa de juros iguais às do contrato de empréstimo que as gerou, contraparte do contrato de hipoteca, e estão sujeitas a ajustes de acordo com variações na UF ou câmbio. O prazo de emissão das Letras varia entre 8 e 30 anos, sendo o mais praticado o intervalo (12:20)⁷ anos.

Uma vez que a casa é transferida para o comprador, ela entra como colateral para o banco, que emite a letra hipotecária e a revende no mercado secundário; assim há uma securitização automática das hipotecas, gerando um mercado secundário para as LCH's; o mercado secundário, então, lhes confere alta liquidez.

As letras hipotecárias são garantidas pelos emissores, propiciando ao investidor segurança e rentabilidade. Cabe aos bancos, também, a tarefas de cobrança mensal ao mutuário e o pagamento trimestral da rentabilidade ao detentor da LCH.

Os maiores investidores em LCH's são os fundos de pensão e as agências seguradoras. O número de operações envolvendo LCH's é extremamente bem sucedido:

Entre 1988 e 94 o número de operações envolvendo letras hipotecárias cresceu de 28.349 UF para 49.663 UF⁸.

⁶ Uma unidade de conta que segue a evolução do Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

⁷ O empréstimo não pode ultrapassar 75% do valor da propriedade e a prestação mensal não pode superar 25% da renda do mutuário, o que implica nesse intervalo.

⁸ Segundo CARNEIRO e GOLDFAJN (2000).

3.2.3.2. Mútuos Hipotecários Endossáveis (MHE)

Em contraste com as LCH's, sob esse acordo financeiro a instituição empresta diretamente ao comprador do imóvel. Os chamados administradores hipotecários⁹ emprestam até 80 % do valor do imóvel, avaliam a capacidade de crédito do mutuário, analisam a propriedade e avaliam o colateral.

Assim, os MHE's são títulos endossáveis que não necessitam de colocação no mercado secundário. As Companhias de seguros são os principais demandantes; estes agentes adquirem os títulos emitidos pelas Administradoras de Mútuos Hipotecários (administradores hipotecários), que concedem cartas de crédito às famílias. Essas características tornam os MHE's independentes da Bolsa de Valores.

Assim, esses instrumentos favorecem o dinamismo ao mercado imobiliário.

Em 1994, a Lei nº 19302 foi um marco para a securitização; ela modifica vários dispositivos relacionados com o mercado de valores: no que diz respeito às sociedades securitizadoras, à emissão de títulos de longo prazo e à classificação de riscos. Essas mudanças são caracterizadas pela exigência de que as sociedades securitizadoras devem formar um patrimônio separado para a emissão de títulos, a classificação de risco e permite o arrendamento mercantil.

A principal característica do modelo chileno é a diferenciação existente nos financiamentos para as diferentes classes sociais; as famílias carentes contam com 64 % do total de subsídios do governo. O pensamento de que o Governo deve financiar somente os empréstimos destinados aos mais pobres, enquanto à iniciativa privada cabem os financiamentos de longo prazo destinado aos mais ricos, é inerente ao Estado chileno.

O subsídio governamental chileno é regido pelos princípios de equidade e o de progressividade; o primeiro garante o acesso universal; já o segundo determina subsídios maiores aos cidadãos de menor renda, que constituem uma demanda por imóveis de menor valor.

Soma-se a questão de que os subsídios são limitados a 75 %, exigindo-se uma poupança prévia. Desta forma, entende-se que o valor de entrada dado pelo mutuário é alto o suficiente para garantir que o mesmo será adimplente.

⁹ Cerca de 12% do total de financiamento imobiliário chileno provém de tais instituições.

3.2.4 Questões atuais

É inegável o sucesso chileno no que tange o financiamento imobiliário, este vem obtendo um aprimoramento constante. Porém algumas intempéries acometeram o sucesso do Chile. O principal problema é a falta de liquidez dos ativos imobiliários, podendo ser atribuída ao fato de que os subsídios só eram dados às novas moradias (até 1996); outro está na questão da baixa liquidez que deve ser combatida com o fortalecimento do mercado secundário.

Em 1996 é regulamentado um sistema que visava fomentar o mercado secundário, constituiu-se do mecanismo de arrendamento mercantil. A dinâmica do sistema é da seguinte forma: as sociedades imobiliárias levantam recursos no mercado financeiro por meio de LCH's e com estes adquirem imóveis para arrendamento. O público alvo para essa operação de leasing habitacional é aquele constituído por famílias que podem pagar aluguel, mas que não dispõem de poupança prévia. A principal vantagem do sistema de leasing está na questão da taxa de juros, 8 % a.a., que é bem mais baixa que a taxa de aluguel (na faixa de 12 % a.a.).

Outro problema é a morosidade dos créditos hipotecários para habitações de cunho social (as que utilizam subsídios). A morosidade é atribuída às dificuldades no processo de cobrança e no tocante às garantias hipotecárias.

A questão da poupança prévia apresenta-se também como um problema ao desfavorecer as famílias mais numerosas que tem uma menor capacidade de poupar e favorecendo os solteiros.

Assim está instaurado um *trade-off* para o Estado chileno: de um lado, a exigência de poupança prévia reduz a taxa de morosidade do crédito, de outro, restringe o acesso de grande parcela da população ao crédito e ao subsídio.

O leasing habitacional, por exigir uma poupança prévia reduzida, surge como uma alternativa capaz de minimizar o dilema.

A análise do modelo chileno é bastante importância para o Brasil, principalmente a questão da poupança prévia, que diminui os riscos de inadimplência e faz com que instituições financeiras se sintam atraídas a ingressar no mercado, acarretando em menores juros.

4. DESEMPENHO E FUNCIONAMENTO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI's)

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) alcançou enorme expansão nos últimos anos. Entre 2002 e 2008, as operações foram alavancadas cerca de dez vezes. O crescimento acelerado decorreu da melhora dos indicadores macroeconômicos, mas também propiciado pela regularização do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e da introdução de novos mecanismos, como a alienação fiduciária de bem imóvel, do patrimônio de afetação¹ e dos mecanismos de securitização. Atualmente, as necessidades de crédito têm apontado para um ritmo superior ao de captação dos depósitos de poupança voluntária e da evolução dos recursos do FGTS; acredita-se que é o momento do Brasil dinamizar o mercado secundário como forma de atender aos anseios do mercado.

O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) apresenta-se como uma ponte que interliga os originadores de operações e investidores dispostos em aplicar recursos em ativos de base imobiliária, almejando rendimentos constantes no longo prazo. Através do SFI é possível desenvolver um mercado secundário de ativos imobiliários propiciando liquidez a estes; transacionados em mercado sob forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's).

Os CRI's foram instituídos através da Lei nº 9.514/97, ano este de implementação do SFI. As primeiras emissões de CRI iniciaram-se apenas em 1999, de forma pouco expressiva; porém sua crescente utilização tem demonstrado que se trata de uma ferramenta de grande utilidade para o desenvolvimento da indústria imobiliária brasileira, servindo como excelente instrumento para a captação de recursos no mercado.

Uma melhor forma de definir os CRI's é tratá-los como títulos de crédito nominativos emitidos exclusivamente pelas companhias securitizadoras, estas sendo sociedades anônimas de capital aberto registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que tem por objetivo a aquisição de créditos imobiliários e a emissão dos CRI's com lastro nos créditos imobiliários adquiridos.

As companhias de securitização multiplicaram-se e atingiram a marca de 35 instituições² em 2006; sendo que 18 delas foram criadas entre 2005 e 2006. Apesar desta proliferação, nem todas fizeram emissões de CRI's;

¹ Criado em 2001 através de Medida Provisória e convertida em Lei em 2004; será explicado sua importância do decorrer deste capítulo.

² Segundo Alessandra Bellotto na publicação da Gazeta Mercantil de 14/09/2006

90 % do volume está concentrado em 5 principais securitizadoras. Um fator que pode explicar o “boom” das securitizadoras vivida no período pode ser a não exigibilidade de capital mínimo.

Em relação a esse fator, a um conflito de idéias, uns interpretam a ausência de capital mínimo como um fator de risco para o desenvolvimento do setor; já outros têm uma visão similar à Rebello³; para ele: "isso permite que pessoas talentosas participem do mercado, mesmo sem recursos".

"O mercado ainda é incipiente", afirma Fábio Nogueira, executivo da Brazilian Securities⁴. De fato, o total de CRI emitido até hoje não chega a R\$ 6 bilhões⁵.

4.1. O Aparato do SFI e suas recentes alterações

A promulgação da Lei nº 9514/97 foi um marco institucional, ao criar o SFI e apostar no poder da securitização para criar liquidez para o mercado de hipotecas e de crédito imobiliário; foi uma medida preparatória para um desenvolvimento de um sistema de crédito imobiliário sustentável.

Essa Lei ao criar os CRI's ofereceu uma nova alternativa à securitização de créditos imobiliários que antes eram realizadas, em grande parte, através das emissões de debêntures.

A Lei também criou o regime fiduciário sobre bens imóveis, apresentando-se como forma de garantia, que consiste na afetação dos créditos imobiliários que lastreiam determinada emissão de CRI's, mediante declaração unilateral da companhia securitizadora emissora, no termo de securitização lavrado em cartório de registro de imóveis, nesse sentido.

É bom ressaltar que a emissão realizada pelas companhias securitizadoras em ambiente fiduciário garante aos créditos imobiliários constituírem um patrimônio apartado do patrimônio da securitizadora, composto exclusivamente de créditos onerados, não respondendo pelos eventuais passivos da securitizadora. Esse patrimônio se mantém em separado até que se complete o resgate total dos títulos a ele vinculados e tem como beneficiários os detentores dos CRI's. Assim, o risco de um investidor de CRI fica limitado à operação imobiliária que gerou o crédito imobiliário, sendo importante a análise da solidez jurídica da estrutura imobiliária, assim como do devedor

³ Carlos Alberto Rebello Sobrinho é superintendente de registro da CVM.

⁴ Companhia securitizadora líder no segmento.

⁵ Fonte: CVM.

original do crédito, cujo fluxo de pagamento servirá para amortização do principal e pagamento dos juros dos CRI's.

A Legislação obriga a atuação de um agente fiduciário sob esse regime, este tem a responsabilidade de proteger os direitos dos investidores, podendo praticar todo e qualquer ato que tenha por objetivo este fim, inclusive tem o poder de gestão do patrimônio apartado em caso de insolvência da companhia securitizadora.

O grande diferencial entre CRI's e debêntures está na questão do regime fiduciário, esta proteção adicional é inexistente em qualquer valor mobiliário existente no país. Assim, os CRI's oferecem mais segurança se comparada às debêntures; fator pelo qual o regime fiduciário, apesar da legislação vigente não obrigar tal, está presente em todas as emissões de CRI's no Brasil.

Assim, o contrato de alienação fiduciária constitui um estímulo ao crédito, ao investimento em CRI's; portanto à aquisição e construção de imóveis mediante pagamento a prazo. Esse tipo de alienação, vista até então em bens móveis, garante ao credor a propriedade do imóvel objeto do financiamento, sendo este obrigado a transferir a propriedade do imóvel ao devedor quando que este tenha pago a totalidade da dívida. Enquanto não o tiver feito, o devedor estará apenas investido na posse do imóvel. Ao quitar integralmente a dívida, a propriedade plena lhe será transferida, bastando, para tanto, simples pedido de cancelamento da fidúcia.

O Governo brasileiro, com o SFI, tinha a preocupação de trazer segurança e credibilidade ao sistema de habitação. No contexto de discussão da Lei apresentou-se o caso falimentar da incorporadora Encol, que trouxe diversos transtornos sociais ao país, dentre eles: 42 mil famílias que depositaram suas economias em algo sem segurança e desemprego de 12 mil trabalhadores⁶. E demonstrou a ineficiência do Governo Federal numa área de grande importância, da habitação.

De acordo com a exposição de motivos, o SFI, "orienta-se segundo as diretrizes da desregulamentação da economia e da modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva"⁷ tendo por objetivo "estimular as condições mínimas necessárias"⁸ ao desenvolvimento do mercado imobiliário, criando novos instrumentos e mecanismos que possibilitem a livre proteção do crédito e a mobilização de capitais necessários à sua dinamização; dispondo assim sobre a criação das companhias securitizadoras e do CRI.

^{6, 7 e 8} Conforme justificção para o SFI disponível em diário disponibilizado em www.senado.gov.br.

Com o SFI atingir-se-iam três objetivos fundamentais de qualquer Governo: geração de rendas e empregos, aumento do acesso da população à habitação e um crescimento sustentado da economia.

Após a criação do SFI, outras medidas foram adotadas pelo Governo com o objetivo de consolidar o mercado secundário de créditos imobiliários.

Em 1998, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprova três resoluções que resultam: os CRI's passam a ser considerados como valores mobiliários, sendo submetidos à normatização, autorização e fiscalização da CVM (Resolução 2517); a faculdade de aplicação de recursos de entidades abertas e fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização em CRI's (Resolução 2518); e estabelece que, para fins de direcionamento dos recursos captados via depósito de poupança pelos agentes do SBPE, poderiam ser computados como operações de financiamento habitacional contratadas a taxas de mercado os títulos de emissão das companhias securitizadoras vinculados a operações de financiamento habitacional ou imobiliário, observando-se o limite mínimo de 5% do total das exigibilidades (Resolução 2519).

Nesse mesmo ano, a CVM regulamenta as atividades das companhias securitizadoras, tendo por obrigatoriedade: serem companhias de capital aberto, somente distribuírem CRI's (limitado ao valor nominal mínimo de R\$ 300 mil⁹) quando o registro de companhia aberta estiver atualizado na CVM, os CRI's deveriam ser registrados em sistemas de negociação (como a CETIP¹⁰) e em relação ao registro: a CVM possibilita o registro provisório das operações de CRI's, garantindo agilidade, uma vez que pode ser solicitado no sistema de negociação, sem remessa de documentos e aprovação quase que imediata; já o registro definitivo deve ser solicitado à CVM, com a remessa de documentos (o principal é o termo de securitização averbado pelo Registro de Imóveis) em até o trigésimo dia do mês após a negociação do registro provisório.

Entre 1999 e 2002, diversas Resoluções foram aprovadas como forma de direcionar um volume de investimentos maior aos CRI's. Dentre elas:

- Resolução nº 2623 do CMN (1999): permitiu o direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE aos CRI's¹¹;

⁹ Transforma os CRI's em títulos que tem por público alvo os segmentos de alta renda.

¹⁰ Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados, um mercado de balcão.

¹¹ 65% dos recursos captados seriam destinados ao financiamento imobiliário; deste, 10% passam a ser direcionados ao SFI.

- Resolução nº 3.034 do CMN (2002): permitiu que as sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar pudessem aplicar até 80% dos seus recursos em CRI's;
- Resolução nº 2922 do CMN (2002): aprova a possibilidade das entidades de previdência complementar adquiram 100 % de um mesmo CRI (até então limitadas a 25 %), desde que classificada como de baixo risco por duas agências classificadoras de risco do país; propiciando uma possibilidade de alavancagem deste título;
- Resolução nº 390 do Conselho Curador do FGTS (2002): permitiu que FGTS adquirisse CRI's lastreados em financiamentos de imóveis habitacionais em fase de construção ou “na planta”;
- Resolução nº 395 do Conselho Curador do FGTS (2002): estende a aplicação de recursos do FGTS a operações de saneamento, mediante a aquisição de CRI's.

Em 2001 é editada a Medida Provisória (MP) 2.221, esta altera a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, instituindo o patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias. Esta medida foi editada sucessivamente, até a conversão final na Lei nº 10.391 de 2004.

Conforme CHALHUB¹² (2001): “patrimônio de afetação pode ser admitido como sendo a segregação, no âmbito do patrimônio geral, de uma esfera jurídica mais restrita, submetida a critérios especiais e que pode ter desenvolvimento econômico próprio, sendo este, assim, um patrimônio especial, cuja configuração peculiar decorre dos fins que determinam sua formação”.

Segundo a ABECIP, o regime de afetação é um sofisticado e revolucionário sistema de proteção dos credores vinculados a uma incorporação imobiliária, priorizando o direito dos adquirentes. Trata-se de um regime de vinculação de receitas, pelo qual os créditos decorrentes das vendas de um empreendimento só são aplicados neste especificamente, sem desvios para outro empreendimento.

Já a MP 2.223 de 2001, disporá principalmente sobre a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), visando à criação de novas bases para o setor de crédito imobiliário, de forma a atrair um maior número de investidores ao mercado secundário.

¹² Melhim Namem Chalhub é advogado do IRIB (Instituto de Registro Imobiliário do Brasil)

A criação das LCI's e CCI's, que podem ser lastreadas por créditos imobiliários garantidos por alienação fiduciária ou hipotecas, visou a heterogenização das carteiras dos investidores. A MP obrigava que informações relevantes fossem expressas claramente nos textos desses novos títulos, os objetivos a serem alcançados com essa medida era que os riscos e retornos pudessem ser mensurados com maior nitidez.

A MP 2223 autorizou ainda o reajuste mensal das prestações por índices de inflação como IPC-A ou IGP-M, com isso as prestações dos novos contratos subiam mensalmente, por índices de inflação que o mutuário, sabidamente, não via reposto em seu salário; uma vez que salários e inflação não são muito correlacionados, ainda mais se comparados a nível mensal. Assim a combinação de salário, prestações corrigidas e fatores conjunturais, como as crises vividas pelo Brasil, eleva-se o risco de inadimplência.

A Lei 10.931 de 2004 dispõem principalmente sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, convertendo em Lei os pressupostos pelas MP's 2.221 e 2.223; assim transforma em Lei o patrimônio de afetação e institui realmente os LCI's e CCI's. Além do exposto, a referida Lei define uma novidade legislativa: o pagamento dos valores incontroversos, pois nas ações judiciais que tenham por objeto obrigação decorrente de empréstimo, financiamento ou alienação fiduciária, o valor incontroverso deverá continuar sendo pago no tempo e modo contratados; com isso evita-se o uso de tal recurso como forma de adiamento de pagamento, a procrastinação.

Essa Lei criou também um Regime Especial de Tributação (RET) para incentivar a adoção do patrimônio de afetação.

Assim, com a Lei 10.931 tenta-se evitar o fato ocorrido com a Encol, ao impedir o deslocamento de recursos entre empreendimentos.

Em Junho de 2005, entrou em vigor a Medida Provisória 252, a "MP do Bem", esta irá perder sua eficácia em 13.10.2005, mas seus incentivos fiscais serão restaurados pela Lei 11.196/2005. Com essa MP/Lei, buscou-se incrementar o mercado imobiliário. Entre as vantagens trazidas pela MP/Lei para os compradores de imóveis está a isenção do Imposto de Renda sobre ganhos de capital na venda de imóveis de qualquer valor; antes, incidia 15% de IR sobre os ganhos na venda de imóveis. A indústria imobiliária criticava essa cobrança e dizia que ela induzia a venda de imóveis por valores inferiores aos preços de mercado como tentativa de fugir do IR sobre ganho de capital.

Com a MP/Lei, todas as operações envolvendo imóveis residenciais ficaram livres da cobrança desde que o valor da venda seja utilizado na compra de outro imóvel em até 180 dias. Os contribuintes só poderão usar esse benefício uma vez a cada cinco anos.

Em Setembro de 2006, o CMN aprovou medidas para aumentar a competição bancária por meio da redução dos *spreads*¹³ e das taxas de juros cobradas pelos bancos. Dentre elas, a facilitação das transferências dos financiamentos de uma instituição para outra (portabilidade de crédito), tornando obrigatória a portabilidade do cadastro, mediante a aprovação do mutuário.

Essas medidas almejam a redução dos *spreads* e taxas de juros, uma vez que a portabilidade do crédito permite que os tomadores transfiram suas dívidas para as instituições que cobram juros menores, incentivando a concorrência entre as instituições; e por meio de correção da informação completa e assimétrica, ao se permitir a transferência de cadastro, reduz o custo de obtenção de informações dos devedores, e isto pode resultar em queda na taxa de juros.

Nesse mesmo ano, o Governo Federal anuncia a retirada de entraves que impediam o uso de crédito consignado na aquisição da casa própria.

Com propósito de análise da importância dessa medida, tomemos o caso do crédito consignado do Banco do Brasil, este cresce 35 % por quadrimestre; e verificando que 60 % dessas operações foram contratadas por funcionários públicos segmentados nos nichos “exclusivo” ou “estilo”¹⁴, portanto possuem renda compatível com financiamento de longo prazo, somado ao fato de estabilidade empregatícia. Assim, o crédito consignado poderá alavancar o crédito imobiliário brasileiro.

O principal entrave ao uso de crédito consignado no financiamento habitacional era a obrigatoriedade da consignação ser feita sob a ótica de parcelas fixas, ao permitir a taxa variável abriu a porta para a conciliação entre consignação e o financiamento de bens imóveis.

Contudo apesar das melhorias dos últimos anos, a maior restrição à inclusão da população mais pobre é a falta de renda; sobre esta, as medidas são neutras; pois as mudanças no SFI foram responsáveis pela diminuição dos riscos e dinamizar o mercado secundário, logo sem medidas adicionais o mercado ficará voltado às classes médias e altas, permanecendo em larga escala o déficit habitacional.

¹³ Segundo Sandra Balbi (em “Banco fica com parcela maior do “spread”, folha on line 27/02/2006): “*Spread*, na definição corrente no mercado, é a diferença entre a taxa média de juros que os bancos pagam ao captar recursos e aquela que recebem ao aplicá-los -seja emprestando ao governo ou ao setor privado (pessoas físicas e jurídicas)”.

¹⁴ Segmentos de clientes com altas rendas.

4.2. Estruturação das operações “*built to suit*”

As securitizadoras brasileiras realizam compras de recebíveis vinculados a unidades residenciais, comerciais e lotes urbanos, além de atuarem no segmento de operações estruturadas corporativas. Dentre essas, está a “*built to suit*”, ou “construindo sob medida”.

A dinâmica dessas operações é a seguinte: uma “Empresa A” contrata uma “Construtora B” para comprar um terreno e efetuar a construção; este imóvel deverá ser alugado à “Empresa A”, assim esta empresa não imobiliza seu capital e paga apenas um aluguel. O contrato firmado entre as partes é detalhado de todas as informações pertinentes à operação: especificação do terreno e do imóvel a ser construído; e o prazo de pagamento e valor das prestações mensais do aluguel.

Assim, é imprescindível a permanência do locador/contratante no imóvel durante o prazo previsto no contrato, como forma de ressarcir a locatária/contratada dos custos da operação.

Diante desse quadro a “Construtora B” possui uma carteira de recebíveis de longo prazo, composta dos pagamentos dos aluguéis pós-obra da “Empresa A”. Assim, a primeira poderá transferir seus direitos de crédito para uma companhia securitizadora através de um contrato de cessão, antecipando recursos.

De outro lado, a companhia securitizadora envolvida na operação poderá emitir CRI’s com lastro na receita futura de aluguel levantando recursos para a compra desses contratos das construtoras, uma vez que esses CRI’s serão negociados com investidores no mercado de capitais.

Por fim, à medida que os aluguéis vão sendo pagos, será feito o repasse do fluxo de pagamentos aos investidores.

Estas transações são motivadas por: razões financeiras, econômico-comercial e tributária.

As razões financeiras estão ligadas à atratividade do investimento; uma vez que a rentabilidade das locações comerciais já pode igualar e, num futuro próximo, superará com facilidade a taxa real de juros que se projeta para os anos seguintes a 2010, estimada pelos economistas em 3,5% ao ano¹⁵.

As razões econômico-comerciais estão ligadas às diferentes expectativas de retorno que possuem os investidores em renda fixa e os empreendedores comerciais e industriais. De um lado, a expectativa de retorno do capital aplicado em imóveis está

¹⁵ Segundo Ivan Tauil

estimada entre 7% a 9,5%; de outro lado os empreendedores tem a expectativa que seus negócios tenham taxas de remuneração que variam de 15% até 25%. Ficando evidente que, caso os recursos do empreendedor estejam escassos ou limitados, estes devam ser prioritariamente aplicados na atividade-fim ou no giro do negócio; uma vez que, proporcionam retornos superiores àqueles comumente associados à propriedade imobiliária¹⁶.

As razões tributárias estão relacionadas ao tratamento diferenciado que recebem as despesas de locação e os custos pertinentes à propriedade incorridos pelas pessoas jurídicas tributadas pelo regime do lucro real para fins de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). As locações são integralmente dedutíveis, já a propriedade predial admite apenas uma dedução de depreciação do imóvel (4,5% ao ano sobre o valor da construção); sendo que o valor investido na compra do terreno é irrecuperável, para fins tributários. Em outras palavras, o pagamento de locação de um imóvel tem um efeito redutor do valor do IRPJ e da CSLL a pagar maior do que a simples depreciação permitida pela legislação fiscal.

Esta estrutura é bastante análoga à MBS, entretanto o risco de inadimplência deste é pulverizado entre milhares de mutuários (empresas); no caso do CRI, o risco concentra-se numa única empresa.

Vale lembrar, a frase de Sam Walton, fundador da Wal-Mart (grande usuária de imóveis "*built-to-suit*"): "Estou no negócio de vendas a varejo, não no negócio de imóveis. Se tiver que construir uma loja eu o farei. Mas, em seguida, a venderei".

4.3. Desempenho dos CRI's

Relacionar as emissões de CRI's brasileiros com os MBS norte-americanos em valores numéricos seria algo incoerente; uma vez que há uma grande disparidade entre os PIB's brasileiro e norte-americano¹⁷. O que demonstra incompatível a comparação direta entre as duas economias.

Podemos sim, fazer uma comparação proporcional. Através desta verifica-se que os EUA emitem muito mais títulos com lastro em recebíveis imobiliários, em uma proporção muito superior a seu PIB. Já, no Brasil essa relação é muito inferior à seu

¹⁶ Nesse caso, o contrato de locação sob medida possibilita as empresas reduzirem o capital imobilizado.

¹⁷ PIB=Produto Interno Bruto. Em 2007, PIB brasileiro atingiu 1.313.590; enquanto PIB dos EUA 13.843.825 (dados em milhões de USD, Fonte: Fundo Monetário Internacional - FMI)

índice. Este fato pode ser explicado pela experiência recente que o Brasil possui na securitização de créditos imobiliário somado as disparidades das economias.

O volume de emissões de CRI's atingiu a marca acumulada de R\$ 5,75 bilhões, até setembro de 2008; enquanto os MBS americanos acumularam US\$ 12 trilhões, até agosto de 2008; sendo grande parte desta efetuadas por agências regulamentadas pelo Governo.

Se focarmos apenas as emissões privadas americanas, mais semelhantes, por conseguinte mais comparáveis ao caso brasileiro; contata-se a imensa disparidade numérica entre as emissões dos dois títulos; uma vez que as emissões privadas correspondem a aproximadamente 20 % do total.

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,37	1.116,68	0	0
1996	9.171,90	8.395,47	499,35	0	0
1997	3.965,21	7.517,77	5.147,01	0	0
1998	4.112,10	9.657,34	12.903,49	0	0
1999	2.749,45	6.676,38	8.044,00	12,9	0
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70	171,67	0
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24	222,8	0
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92	142,18	200
2003	230	5.282,40	2.127,83	287,6	1.540,00
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,25	403,08	5.134,65
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55	2.102,32	8.579,13
2006	14.223,02	69.464,08	5.278,50	1.071,44	12.777,40
2007	33.135,84	46.533,79	9.725,50	868,29	9.961,55
2008	32.148,10	37.458,53	17.079,75	603,25	9.298,80
Total:	114.319,21	287.568,17	83.527,77	5.885,53	47.491,53

Figura 8 – Comparativo de Valores Mobiliários

Obs. Valores expressos em milhões de reais

Fonte: CVM

A figura 8 propicia uma análise do desempenho dos valores mobiliários, vê-se que com o decorrer dos anos uma tendência de crescimento das emissões dos CRI's , exceto nos anos de 2002, 2007 e 2008. Este fato corrobora para o fato das medidas jurídico-institucionais terem contribuído para essa alavancagem. Porém , quando se visualiza os outros valores, vê-se uma participação ainda pequena desse título.

Em comparação com os principais títulos de dívidas corporativas existentes no Brasil, leiam-se debêntures e notas promissórias, a relevância desse crescimento demonstra-se pequena; os valores são bastante díspares.

Soma-se o fato de grande parte do aumento das emissões dos CRI's serem justificados pelo decréscimo enfrentado pelas debêntures e notas promissórias, logo o crescimento apresentado pelos CRI's é tido pelo mercado como não satisfatório.

Ademais, apesar das ações do Governo brasileiro que visaram incentivar a securitização pelo mercado, diversos fatores somaram para o baixo volume apresentado até então. São eles: o baixo nível de conhecimento da securitização pelo mercado, o complexo ambiente legal que o cerca, os custos de estruturação das operações, carga tributária incidente sobre estas e o fato dos CRI's estarem direcionados para o público de alta renda¹⁸.

Assim, o investidores institucionais qualificados, para os quais os CRI's deveriam ser direcionados, preferem os títulos tradicionais, debêntures e notas promissórias, ao CRI's. Esta preferência não está ligada somente a tradição inerente aos dois, mas também, ao desconhecimento sobre as incertezas associadas ao CRI. Portanto, há uma preferência em permanecer em títulos emitidos por corporações individuais que têm como risco um único devedor, cujo risco pode ser avaliado facilmente¹⁹.

Estas operações de securitização de recebíveis imobiliários estruturadas em CRI's, mantêm-se como um mercado menos acentuado se comparado ao volume dos FIDC's. Esta característica, está relacionada com a questão da concentração de recebíveis inerente ao CRI, ao contrário do FIDC, que são fundos de investimento; logo o risco é minimizado.

Verifica-se nos dois primeiros anos de criação do SFI, que somente foram emitidos CRI's habitacionais, porém com a maturação do SFI, essa tendência inicial é revertida em prol dos CRI comerciais; atualmente, o que se vê é uma concentração maior no número de emissões de CRI's comercial em detrimento da redução do déficit habitacional.

O desempenho dos CRI's habitacionais, até 2007, pode ser explicados pelos seguintes fatores:

- Os investidores institucionais têm dificuldades de verificar o risco associado ao CRI, assim sendo permanecem em títulos emitidos por corporações institucionais, estes possuem como risco um único devedor, assim o risco é mais fácil de ser verificado;

¹⁸ Fonte: Dado o valor nominal unitário mínimo de R\$ 300.000,00, conforme Resolução nº 284/98 da CVM.

¹⁹ Esta característica explica também o porquê os investidores preferem as Ações à CRI, uma vez que os riscos associados são mais acessíveis.

- Incertezas no tocante à alienação fiduciária como sendo eficaz na proteção ao credor;
- Ausência de padronização de contratos pela ausência de uma cultura tecnológica de coleta e difusão de informações especializadas, como nos EUA;
- Uma estrutura complexa de garantias em função do risco intrínseco, enquanto no mercado de MBS's americano, cerca de 80% desses valores mobiliários são emitidos por agências regulamentadas pelo Governo, contando com seguro total contra inadimplência e total default dos mutuários;

De outro lado, o melhor desempenho dos CRI's comerciais, até 2007, pode ser explicado:

- Os CRI's financiam, quase que a totalidade, o imóvel comercial ou industrial; uma vez que não há uma política habitacional integrada no país, não há um órgão específico como foi o BNH, apesar de todos os seus problemas, para planejar a habitação, unindo emprestadores e tomadores de recursos com esse propósito;
- Uma alternativa de liquidez para as empresas, na medida em que convertem ativos imobiliários em valores mobiliários, permitindo a captação de recursos para novos investimentos;
- Possuem grande aceitação por parte dos investidores institucionais que os identificam como uma espécie de debênture com garantia real.

4.4. Investimento X Riscos

Atualmente, o mercado de capitais paira sobre incertezas; assim os CRI's têm encontrado espaço para crescer. No primeiro semestre deste ano o volume total das emissões cresceu 189 % se comparadas ao mesmo período de 2007. E mais, levando em consideração as 11 ofertas em análise na CVM, espera-se que o ano de 2008 feche com um registro histórico dos CRI's, passando as emissões de 2005 (mais de R\$ 2 bilhões), o melhor ano desde 1999.

O que se tem visto nesse ano é uma inversão do comportamento apresentado na seção 4.3, ou seja, esse aumento de quantidade vem sendo acompanhado de um aumento das emissões de CRI's habitacionais; dessa vez, os CRI's estão sendo movimentado mais pelas operações de crédito imobiliário habitacional do que pelas

de crédito imobiliário comercial.

De acordo com o levantamento da consultoria Uqbar, 78,7% das emissões de 2008 tiveram como lastro um contrato de crédito imobiliário, enquanto os CRI's corporativo ficaram com uma participação de 21,29%. Até o ano de 2007, os contratos comerciais representavam mais de 60%.

As construtoras e incorporadoras que abriram capital na BOVESPA²⁰ nos últimos anos estão seguindo para títulos de renda fixa, sendo o CRI uma boa opção. Este comportamento, explica, em parte, essa alavancagem do CRI nesse ano de 2008.

Os bancos, também, estão vislumbrando os CRI's como ótimos negócios; uma vez que são obrigados a direcionar 65% dos recursos captados pelas poupanças ao setor imobiliário, estes estão fazendo uso dos CRI's com esse propósito. Segundo a Uqbar em 2007, 58 % volume de CRI foi adquirido por bancos e suas estimativas para esse ano apontam para algo em torno de 70%.

Assim, podemos dizer que estamos diante de um processo de desmistificação dos altos riscos. Os investidores estão vendo a maior rentabilidade como fator incentivador. Esta pode chegar até a 130 % do CDI²¹. Com propósito de comparação, uma aplicação em CDB²² dificilmente paga 100 % do CDI.

Porém, cabe ressaltar que os CRI's continuam sendo um investimento de risco; Além dos riscos tradicionais já descritos , a negociação de CRI apresenta algumas diferenças em relação a estrutura de mercado financeiro nacional. A insipiência do mercado secundário, ainda é um fator de risco e a questão do pré-pagamento como é permitido nos EUA, não se pode realizar no Brasil; soma-se conforme já explicitado, o fato dos CRI's dependerem da capacidade de pagamento de um único devedor, representando o risco de concentração; em outras palavras, no caso das operações *built to suit*, se a empresa contratante atravessar dificuldades financeiras, isso pode acarretar em 100 % de inadimplência.

²⁰ Bolsa de Valores de São Paulo.

²¹ Certificado de Depósito Interbancário.

²² Certificado de Depósito Bancário.

5. PROPOSTAS PARA A ALAVANCAGEM DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

5.1. Estudo empírico

5.1.1. Considerações iniciais

A proposta dessa seção (5.1) é caracterizar os problemas de inadimplência e capacidade de pagamento dos mutuários, relacionando estas com a oferta de crédito.

Assim, analisaremos as séries temporais das variáveis mencionadas, obtidas junto ao BACEN e IPEA, objetivando demonstrar a correlação e a causalidade inerente entre elas e a oferta de crédito imobiliário; sendo janeiro de 2002 a observação inicial, enquanto agosto de 2008, a final.

A escolha do período de análise levou em consideração ser uma amostra posterior as importantes alterações na legislação (apresentadas no capítulo 3), o que diminui a probabilidade de efeitos exógenos afetarem a estimação, bem como a preocupação de tornar o estudo atual.

As variáveis utilizadas possuem periodicidade mensal; e a transformação em logaritmos suaviza o comportamento das séries e as torna mais adequadas a métodos de estimação.

A seguir, uma descrição um pouco mais aprofundada das variáveis:

- Inadimplência – Inad: Percentual dos contratos em estado de inadimplência se comparados ao total de contratos assinados;
- Índice de Preços ao Consumidor Amplo – ipca: trata-se do índice que denota as variações percentuais dos preços ao consumidor, possuindo uma grande importância para a averiguação da perda ou aumento da capacidade de pagamento dos mutuários;
- Crédito Imobiliário - cred: trata-se do estoque dos financiamentos habitacionais totais, referindo-se ao saldo das operações realizadas pelas instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional (SFN);
- Estoque de Poupança – stpoup: trata-se do saldo médio de poupança, que como visto foi e é utilizado como importante forma de captação do crédito imobiliário.

5.1.2. Análise das correlações

Coefficientes de correlação, usando todas as observações 2002:01 - 2008:08
5% valor crítico (bilateral) = 0,2199 para n = 80

inad	Cred	stpoup	
1,0000	-0,9708	-0,9256	inad
	1,0000	0,9773	cred
		1,0000	stpoup

Figura 9 – Correlação entre as variáveis inad, cred e stpoup
Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl¹

Lembrando que, correlação é a estatística que mede o grau de relação entre duas variáveis; esta está sempre entre +1 e -1, sendo que zero corresponde a não correlação. Assim, a análise da figura 9, nos trará importantes constatações.

Desta forma, percebe-se claramente a relação negativa entre o nível de inadimplência e o volume de crédito ofertado; e também entre a primeira e estoque de poupança; a análise dos gráficos das séries temporais corrobora para nossa constatação.

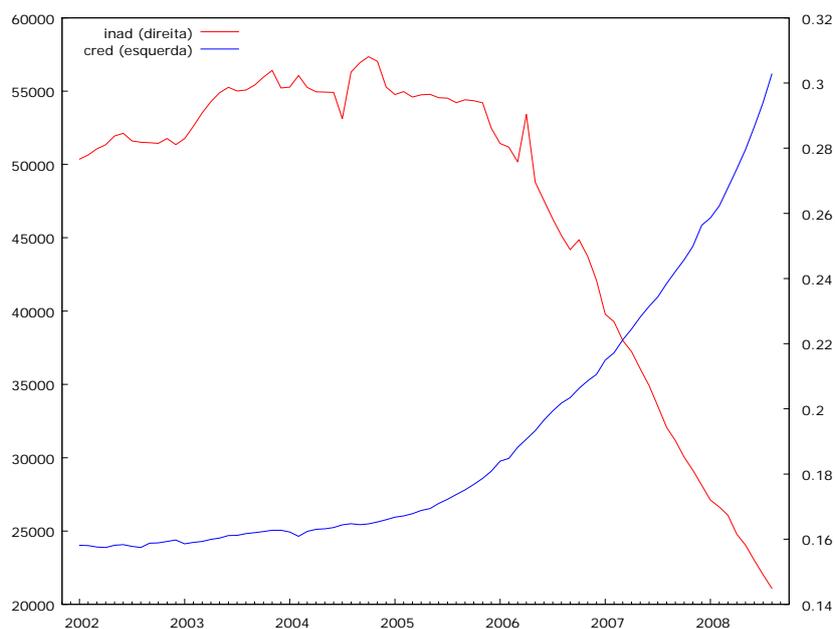


Figura 10 – inad X cred

Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl

¹ disponibilizado gratuitamente no endereço eletrônico:
<http://gretl.sourceforge.net/win32>.

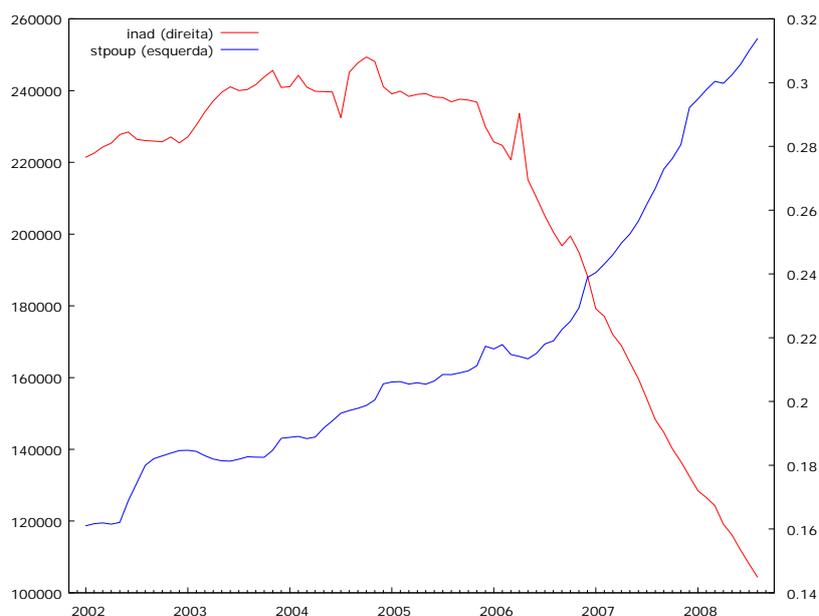


Figura 11 – inad X stpoup

Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl

Assim sendo, analisando o gráfico constante na figura 10 vemos claramente um comportamento antagônico entre as variáveis, elas “caminham em sentidos opostos”, principalmente após o ano de 2006, período esse em que há um acréscimo do estoque de crédito, enquanto há uma queda acentuada no nível da inadimplência.

A mesma análise pode ser realizada no gráfico da figura 11, no mesmo ano (2006) há um acréscimo do estoque de poupança acompanhado de um decréscimo da inadimplência, são fortemente negativamente correlacionadas.

Coefficientes de correlação, usando todas as observações 2002:01 - 2008:08
5% valor crítico (bilateral) = 0,2199 para n = 80

inad	Ipca	inad
1,0000	-0,6808	inad
	1,0000	ipca

Figura 12 – Correlação entre as variáveis ipca e inad

Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl¹

Há também uma relação inversa entre taxa de inflação, medida pelo IPCA, e a inadimplência. Como visto anteriormente, a inflação impacta negativamente na capacidade de pagamento dos mutuários que vêm o seu poder de compra (pagamento) diminuído, acarretando em inadimplência. Essa perda de confiança leva a diminuição da quantidade ofertada de crédito imobiliário

Coeficientes de correlação, usando todas as observações 2002:01 - 2008:08
5% valor crítico (bilateral) = 0,2199 para n = 80

	selic	ipca	
	1,0000	-0,6818	selic
		1,0000	ipca

. **Figura 13** – Correlação entre SELIC e ipca

Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl¹

Através da figura 13 é possível constatar uma importante medida da política monetária: a utilização da taxa básica de juros SELIC para controlar a inflação. Atualmente a meta para inflação é de 4,5 %² com margem de tolerância de 2 %, o que diz que o teto para o IPCA é de 6,5 %. Assim, para que a inflação não ultrapasse esse patamar o Governo se utiliza da política monetária, aumenta a taxa SELIC; ou seja IPCA e SELIC são correlacionadas negativamente.

5.1.3. Exercício Econométrico

$$\text{Cred} = \beta_0 + \beta_1 \text{inad} + \beta_2 \text{ipca} + \beta_3 \text{stpoup} + \beta_4 \text{stpoup}_{-1} + \beta_5 \text{stpoup}_{-2} + \beta_6 \text{stpoup}_{-3} + \beta_7 \text{stpoup}_{-4} + \beta_8 \text{cred}_{-1} + U$$

O objetivo desta seção é o estudo da equação econométrica acima.

Para avaliar os efeitos das variáveis abordadas sobre o nível de crédito imobiliário optou-se por estimar o modelo por MQO (Mínimos Quadrados Ordinários), estimação de parâmetros de um modelo de regressão múltipla.

O uso de séries em estoque por construção apresenta raiz unitária³. Diante dessa afirmação já se sabe que estoque de crédito (cred) e estoque de poupança (stpoup) irão apresentar raiz unitária, o que acarreta em probabilidade elevada de se encontrar regressão espúria. Assim sendo, podemos utilizar 2 métodos para a correção da regressão espúria: inclusão de uma tendência temporal linear ou utilização de primeira diferença.

Assim o uso da primeira diferença da variável traz duas vantagens: evita-se o uso de séries integradas e torna o estoque em aproximação de fluxo; assim sendo esta será a escolha deste estudo.

² Segundo o Banco Central

³ Segundo texto para discussão número 713 – IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada)

Assim, chegou-se ao seguinte resultado:

Resultado da regressão – período: 2002 – 2008

Variável dependente: *ld_cred*

<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>estatística-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	0,0403958	0,00767619	5,2625	<0,00001	***
Inad	-0,110622	0,0234329	-4,7208	0,00001	***
<i>ld_ipca</i>	-0,481727	0,158525	-3,0388	0,00340	***
<i>ld_stpoup</i>	-0,0754775	0,058048	-1,3003	0,19803	
<i>ld_stpoup_1</i>	0,0358231	0,0624267	0,5738	0,56802	
<i>ld_stpoup_2</i>	-0,205797	0,0611515	-3,3654	0,00128	***
<i>ld_stpoup_3</i>	0,172006	0,0651566	2,6399	0,01034	**
<i>ld_stpoup_4</i>	4,78375e-06	0,063953	0,0001	0,99994	
<i>ld_cred_1</i>	0,298605	0,114775	2,6017	0,01144	**
Média da variável dependente = 0,0113245 Desvio padrão da variável dependente = 0,0102072 Soma dos resíduos quadrados = 0,00201494 Erro padrão dos resíduos = 0,00552534 R ² não-ajustado = 0,738654 R ² ajustado = 0,706975 Estatística-F (8, 66) = 23,3173 (p-valor < 0,00001)		Estatística de Durbin-Watson = 2,10041 Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0603274 Estatística h de Durbin -3,2711 (Usando a variável 238 para a estatística h, com T' = 74) Verossimilhança-Logaritmica = 288,254 Critério de informação de Akaike = -558,508 Critério Bayesiano de Schwarz = -537,651 Critério de Hannan-Quinn = -550,18			

Figura 14 – Regressão Múltipla através do MQO.

Fonte: Estudo feito pelo autor através do programa Gretl

A interpretação do modelo em logaritmo tem a vantagem de que os coeficientes estimados são as próprias elasticidades. O modelo parece bem ajustado, o R² ficou em 0,71; o teste de Durbin-Watson indica ausência de autocorrelação (> 1,4); ou seja, corrobora para o modelo ser considerado satisfatório.

O coeficiente do fluxo de crédito (lembrando ao usar a primeira diferença estoque se aproximou do fluxo) defasado foi positivo indicando que uma elevação no estoque de crédito no período anterior induz ao crescimento contemporâneo

Em relação ao estoque de poupança devemos ter em mente a rentabilidade da mesma, nesta esta embutida a TR (influenciada pela SELIC), que irá aumentar tanto a rentabilidade desta como as prestações mensais do financiamento imobiliário, então por isso a influência negativa do fluxo contemporâneo no crédito imobiliário contemporâneo. Ao incluirmos 4 defasagens no fluxo de poupança visualizamos uma influência (apesar de pouco significativa, dada a ausência de *) positiva sob o volume de crédito.

Sob esse aspecto, é sabido da importância que a captação de poupança teve no crédito imobiliário, porém essa captação encontra-se saturada, ou seja, incapaz de alavancar o crédito imobiliário atualmente; fator esse que o país deve-se voltar a novas captações, por exemplo, o mercado de capitais. Assim, há a necessidade de integrar realmente o sistema imobiliário ao mercado financeiro.

Como previsto o IPCA, que indica o nível de inflação no país, tem efeito contemporâneo negativo sobre o fluxo de crédito; visto que a elevação da inflação indica redução na capacidade de pagamento dos brasileiros.

A inadimplência como previsto impacta negativamente o fluxo de crédito, uma vez que com aumento desta, há uma perda de confiança e desestímulo por parte das instituições em conceder crédito de qualquer espécie. Comprovando a hipótese inicial, mostrando como o setor privado está propenso a reduzir o nível de crédito em momentos de desconfiança.

5.2. Desafios para expansão do crédito imobiliário

O histórico do crédito imobiliário brasileiro conjuntamente com as observações das experiências internacionais auxiliam a identificação dos obstáculos a serem superados para o desenvolvimento de um crédito imobiliário sustentável. Durante o desenvolvimento da política habitacional brasileira foram criadas diversas regras com intuito de atender as necessidades desse mercado, porém estas podem levar a restrições para a plena operação. Estas medidas podem, em lugar de proteger os grupos aos quais se destinam, transformar-se em obstáculos à expansão do crédito, ao elevar os custos e riscos inerentes.

É fundamental refletir sobre um conjunto de condições que possam contribuir para dar mais dinamismo às atividades de crédito imobiliário, particularmente às operações de mercado.

5.2.1. Fatores que possibilitaram a expansão do crédito imobiliário

O crédito imobiliário pode ser um formador de capital e um poderoso instrumento para a política social, uma vez que o crédito imobiliário é bastante correlacionado com diversas indústrias, como a da construção civil. A experiência recente vivida pelo país somada ao estudo das experiências internacionais comprovam a afirmativa.

As experiências internacionais estudadas comprovam a necessidade de um ambiente onde prevaleça a estabilidade macroeconômica e de fortalecimento das estruturas institucionais são cruciais para o fortalecimento do crédito imobiliário; uma vez que essa modalidade possui a característica de ser de longo prazo, o que o faz ser

impulsionado por variáveis como juros e renda. Assim, um quadro de economia estável é necessário para amenizar os custos e riscos das operações.

Vislumbramos um início de construção de estabilidade a partir de 1994; o que se acredita é que com essa, as taxas de juros elevadas, que são praticadas há décadas no Brasil, possam ser reduzidas; uma vez que o país é deficitário de investimentos. Isso abre espaço para alavancar o crédito imobiliário brasileiro. A figura 15, mostra a estabilidade econômica que o Brasil vem alcançando, merece menção de destaque a queda da taxa SELIC, que é o referencial de juros praticados.

Anos	TR	IPCA	IGP-m	SELIC	Sinduscon
2.001	2,29%	7,67%	10,37%	17,32%	8,48%
2.002	2,80%	12,53%	25,30%	19,17%	12,13%
2.003	4,65%	9,30%	8,69%	23,35%	13,84%
2.004	1,82%	7,60%	12,42%	16,25%	9,00%
2.005	2,83%	5,69%	1,20%	19,05%	4,99%
2.006	2,04%	3,14%	3,85%	15,08%	4,28%
2.007	1,21%	2,99%	4,06%	9,00%	5,32%
% 2001 a 2006	17,57%	55,33%	77,59%	174,66%	65,25%
Média 01 a 06	2,73%	7,62%	10,05%	18,34%	8,73%

Fonte: ABECIP

Figura 15: Estabilidade macroeconômica

É crucial, também, a manutenção de um arcabouço jurídico institucional que garanta um ambiente seguro para a realização dos contratos. Viu-se nos últimos anos avanços nesse aspecto, como a criação do SFI, em 1997; a instituição do Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS) e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS).

Elementos que garantissem a segurança aos participantes foram instituídos. Estes caracterizam uma adequação do marco regulatório que foram basicamente:

- Alienação fiduciária sobre bens imóveis;
- Incontroverso, que garante o pagamento de uma parte incontroversa em caso de questionamentos judiciais;
- Patrimônio de afetação, estabelecido em 2004 pelo Regime Especial de Tributação (RET).

Soma-se às questões apresentadas a recuperação da renda do trabalhador, que aumenta a capacidade de pagamento das prestações e amenizam os riscos:

RENDIMENTO MÉDIO REAL DO TRABALHO A VALORES DE JULHO DE 2007			
		CRESCIMENTO %	
	PESSOAL OCUPADO	RENDIMENTO MÉDIO	MASSA SALARIAL
2.004	3,2	(1,2)	1,9
2.005	3,0	1,6	4,6
2.006	2,3	4,0	6,4
Julho.2007	3,0	1,9	5,0
Julho.2006			

Fonte: ABECIP

Figura 16 – Rendimento médio real do trabalhador

Dadas as condições macroeconômicas e jurídico-institucionais, deve-se esperar que, na coordenação das políticas que envolvam o setor de financiamento imobiliário, o poder público não deva introduzir rupturas nas regras dos contratos como as que já ocorreram no passado, alterando critérios de correção de prestações ou mesmo o modo de operação dos segmentos que compõem o mercado de crédito imobiliário. Nesse aspecto parece ser o melhor caminho uma diminuição da participação do Estado nessa modalidade de investimento, haja vista o modelo chileno, o Estado deveria estar direcionado à programas voltados para baixa renda, através de subsídios. Uma menor intervenção sobre o mercado passaria por uma progressiva redução das obrigatoriedades de aplicação de recursos captados por instrumentos específicos e pela ampliação das formas de captação e incorporação de novos atores ao mercado.

Como resultados das condições aqui apresentadas tivemos uma flexibilização das condições de crédito com maiores prazos e menores juros. Assim os encargos mensais passaram a caber na renda de um maior número de famílias, aumentando o número potencial de tomadores de crédito.

Porém, mesmo assim o crédito imobiliário ainda é pouco explorado na economia brasileira, sendo seu percentual em relação ao PIB relativamente baixo, próximo a 2 %.

5.2.2. Premissas para uma reformulação do modelo de financiamento imobiliário

Um conjunto de propostas que permita ao crédito imobiliário reassumir o papel de alavanca do crescimento e da formação de capital no país, deve observar principalmente as seguintes condições:

- Criação de um ambiente propício para a discussão das propostas e implantação de reformas entre o poder público, instituições financeiras, órgãos normativos etc;

- Coordenação institucional entre os Poderes Executivo e Judiciário poderiam contribuir para ampliar a segurança jurídica dos contratos;
- Estabelecimento de uma política habitacional continuada voltada à baixa renda;
- Do lado das operações de mercado, a ampliação da atratividade das operações vinculadas de crédito imobiliário a investidores nacionais e estrangeiros, como forma de estimular a captação de recursos pelo mercado.

As premissas aqui expostas servem para a construção de diretrizes gerais que devem ser seguidas num horizonte de longo prazo. O aperfeiçoamento de normativas existentes conjuntamente com o desenvolvimento de outras bem-sucedidas experiências internacionais, adaptadas às particularidades do Brasil, pode ser responsável pela expansão do crédito imobiliário. Com este propósito, destacam-se os seguintes aspectos que possivelmente dariam maior sustentabilidade ao sistema de financiamento imobiliário:

- Gradativa redução das restrições à alocação de crédito;
- desburocratização das operações de concessão de crédito;
- Redução de custos e impostos inerente às operações.

Para diminuir o déficit habitacional do Brasil, deve adotar uma política de subsídios como visto no Chile, estes direcionados à população de baixa renda e com dotações orçamentárias permanentes e com valores crescentes.

Ainda sobre esse aspecto, deve-se estimular a aplicação de recursos privados na construção de habitação de interesse social e considerar um aporte inicial de poupança prévia nos contratos de habitação para famílias de baixa renda como forma de reduzir os riscos envolvidos em tal operação.

5.2.3. Propostas

Propostas que sirvam para fomentar o crédito imobiliário e, por conseguinte, como alavanca à formação de capital habitacional deve ser constituída por medidas nas áreas institucional, fiscal, de regulamentação e liberalização do sistema financeiro.

Não é objetivo deste trabalho propor medidas que alterem os avanços e os instrumentos disponíveis, uma vez que estes possuem suas respectivas importâncias. Os pontos descritos são propostas feitas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), em 2007,

para a construção de um modelo com dois direcionamentos: uma direcionada para grupos de baixa renda e outra voltada para operações de mercado.

5.2.4. Propostas à habitação social

A política de subsídios deve ser implementada no Brasil com o propósito de política habitacional. Uma forma poderia ser parcialmente atendida com o direcionamento de parte dos recursos do SBPE, em condições especiais.

A política habitacional deve ter um horizonte permanente, onde as políticas implementadas sejam mantidas no longo prazo.

Adicionalmente, as famílias contempladas devem participar dos custos, mesmo com recursos pequenos, através de poupança prévia.

5.2.5. Medidas fiscais

Segundo a FGV, a desoneração tributária pode incentivar o crédito habitacional do país. O estímulo fiscal pode de forma indireta, por incidir sobre o setor da construção civil, e assim baratear o custo da construção ou de forma direta, agindo sobre os custos do crédito imobiliário; ou seja, instrumentos incidentes sobre as operações financeiras: o IOF, o PIS-Cofins e, de forma menos direta, o Imposto de Renda.

Além disso, os impostos sobre a propriedade, incidentes sobre os bens imóveis durante o período do financiamento, também representam um peso sobre as operações de crédito; assim sendo uma redução destes impostos incentivaria o crédito.

De maneira geral, as possíveis frentes de desoneração tributária são:

- Redução do IOF, PIS-Cofins como forma de reduzir os custos de transações nas operações de crédito;
- Redução dos impostos sobre a transmissão de bens inter vivos para a população de baixa renda;
- A parcela dos valores referentes ao pagamento do financiamento usada como forma de dedução na declaração do Imposto de Renda de pessoas físicas; sendo estabelecidos tetos para a dedução.

A desoneração fiscal pode, também, impactar a decisão de aquisição de imóveis como forma de investimento; o que resultara em aumento na oferta de imóveis

destinados a locação; assim sugere-se a tributação sobre a renda de alugueis semelhantes às aplicadas em investimentos financeiros.

5.2.6. Medidas referentes ao mercado de crédito imobiliário

A captação de recursos sempre foi a grande dificuldade do crédito imobiliário no Brasil. Deve-se incentivar o ingresso de mais agentes nesse mercado, de forma a aumentar a captação com a entrada de novos participantes.

Os mais pobres devem ser atendidos por subsídios; à medida que se sobe na pirâmide social, pode esta faixa social ser atendido exclusivamente pelo mercado.

Como objetivos primordiais, deve-se reduzir o custo da intermediação financeira e minimizar as imperfeições existentes no mercado; sendo desejável a adoção de medidas que amenizassem as restrições do crédito. Se olharmos para as experiências internacionais, essa ampliação do crédito e sua recuperação ocorreram num ambiente de maior liberdade de mercado.

Assim, há a necessidade de:

- Redução da rigidez sobre os juros objetivando trazer maior agilidade ao mercado e contribuindo para queda das taxas;
- Garantir a segurança jurídica dos contratos no que tange a taxas de juros e planos de financiamento, aumentando assim o grau de certeza das operações de crédito;
- Inclusão de amplos instrumentos de captação de recursos;
- desburocratização o processo de originação dos contratos, agilizando e reduzindo os custos iniciais, tanto para tomadores quanto os financiadores;
- Eliminar as restrições ao livre funcionamento do mercado;
- Integrar o SFH ao SFI, com menores restrições ao crédito.

Segundo a ABECIP esse modelo integrado seguiria a seguinte perspectiva:



Fonte: ABECIP

Figura 17 – SFI e SFH integrados

5.2.7. Medidas de estímulo à securitização

Como visto através das experiências internacionais este foi o canal encontrado principalmente pelos EUA para incrementar seu crédito imobiliário.

Os mercados hipotecários apresentam notável potencial de desenvolvimento, ao ser um importante canal para a atração de capitais, inclusive de investidores não atuantes em operações imobiliárias.

Sem dúvida alguma, a criação do SFI, em 1997, foi um marco institucional importantíssimo; no entanto, ainda não houve uma intensificação das operações. Uma explicação para tal está no fato da necessidade de se estabelecer regras claras de ingresso ao mercado, definir os tipos de instituições que atuarão (seu capital, as condições de operação, entre outros aspectos). Não há nessa questão uma alusão a perda de flexibilidades, mas sim o objetivo maior de minimizar os riscos e evitar processos de especulação excessiva.

A ampliação das atividades pode ocorrer pelo aumento das operações até mesmo com créditos originalmente do SFH; assim sendo uma medida poderia que poderia beneficiar seria modificar o conceito de exigibilidade, de forma a possibilitar que os créditos originados sejam securitizados.

Além disso, pode ser interessante a ampliação desse mercado pela ampliação através de novos participantes, como fundos de pensão, seguradoras e companhias hipotecárias. Em conjunto com o fortalecimento da alienação fiduciária como

ferramenta central para a expansão do mercado, é fundamental o fortalecimento da hipoteca como um caminho decisivo para a dinamização dos mercados secundários, a exemplo do que se conhece da experiência internacional.

Somando-se as questões já discutidas, uma maior segurança poderia resultar da criação de um fundo garantidor, com recursos de distintas origens; porém, tomando as devidas precauções para não haver um desvirtuamento que ocasione rombos financeiros como no passado. Essa ampliação da segurança seria fator adicional para atração de investidores externos e fundos de pensão.

Há ainda várias pré-condições de natureza econômica que devem ser seguidas para estimular o mercado secundário.

Os níveis e volatilidade das taxas de juros ainda praticados no Brasil desestimulam o financiamento imobiliário. Então, segundo Carneiro e Goldfajn, torna-se importante a redução permanente do déficit público e a redução do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, tanto pelo lado do ajuste fiscal, quanto pelo lado da redução do “Risco Brasil”.

Deve haver, também, uma compatibilidade entre os indexadores dos depósitos e dos financiamentos, para que se reduza o risco de descasamentos das instituições financeiras. Para o devedor os indexadores não devem estar sistematicamente acima da taxa de inflação e dos índices de correção nominal dos salários, o que faria com que as prestações dos financiamentos aumentassem, havendo um comprometimento crescente se comparadas as suas rendas, podendo ocasionar inadimplência.

6. CONCLUSÃO

A atividade imobiliária transcende a idéia de construção, é uma alavanca ao crescimento, pois alimenta a economia com geração de empregos e amplia o nível de atividades de diversas indústrias da economia.

Pode-se concluir que o sistema de crédito imobiliário brasileiro ainda não é capaz de suprir a grande demanda do setor por haver a permanência de problemas estruturais, principalmente as classes de renda mais baixas não são atendidas pelo financiamento habitacional.

Este estudo tratou sobre a distorção entre a oferta de crédito imobiliário e sua demanda; uma vez que há um déficit habitacional no Brasil. Desta forma, se fez necessário entender os condicionantes inerentes nesse mercado, como forma de se buscar soluções para a ineficiência do mercado de crédito imobiliário brasileiro.

Assim, por meio da observação da relação de causalidade entre algumas variáveis macroeconomias com o volume de crédito imobiliário; chegou-se a conclusão que o nível de inadimplência e a taxa de inflação impactam negativamente o crédito imobiliário; uma vez que há uma perda de confiança por parte das instituições no sistema. Vimos também que o efeito da poupança é pouco significativo na causalidade do volume de crédito, o que corrobora para a necessidade de se atingir novas fontes de recursos.

Apesar do relatado sobre as fragilidades do sistema de financiamento imobiliário brasileiro; mesmo assim, são inegáveis os benefícios que o tanto o SFH quanto o SFI trouxeram para o crédito imobiliário, mas estes não atingiram a meta de se criar um modelo sustentável de longo prazo.

O que vimos é que o SFI tinha por objetivo amenizar as fragilidades até então inerentes ao sistema de financiamento; porém, suas inovações conforme vimos não “decolaram”. Alguns problemas inerentes ao período anterior à sua criação (período em que o sistema de financiamento era composto somente pelo SFH) continuam sem a solução esperada pelo mercado: juros elevados ainda persistem, o risco da inadimplência dos financiamentos que apresentam elevados saldos residuais, a questão do “rombo” do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) ainda por resolver e a falta de recursos; estes são alguns fatores que dificultam o desenvolvimento do financiamento imobiliário. As operações de securitização também não apresentaram

o volume esperado, como forma de lastrear as emissões dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's)

Com relação à securitização, vimos que esse caminho deve ser seguido pelo Brasil, como forma do financiamento imobiliário captar recursos do mercado financeiro. Mas na securitização brasileira ainda pairam problemas: os agentes originadores não são bastante estimulados a vender ativos às securitizadoras, isto só será possível se o governo mudar as regras, conferindo aos originadores prazo para que substituam os recebíveis vendidos às securitizadoras por novos financiamentos, sem que isto implique no descumprimento das regras de direcionamento; o valor mínimo dos CRI's, hoje de R\$ 300 mil, também apresenta-se como um problema da securitização no Brasil.

Até o momento, o mercado de securitização cumpriu mal seus propósitos, operando em ritmo inferior ao seu potencial.

O SFI inspirou-se no modelo americano de securitização, porém a tradição brasileira privilegia a concessão de crédito em bases extremamente seguras, onde há o desestímulo ao endividamento exagerado, que leva a inadimplência em caso de perda do emprego, por exemplo. Portanto, teoricamente o país está imune aos riscos do surgimento de um mercado de alto risco como o *sub prime* norte americano, em que os empréstimos foram concedidos com base no valor potencial dos imóveis, ou seja, pressupondo que o ciclo de valorização das propriedades se estendesse indefinidamente.

Com relação aos aspectos jurídicos, diversos avanços foram colocados em prática, muitos como resultado da falência da Encol que deixou diversos compradores sem seus respectivos imóveis. Assim sendo, no SFI configuram medidas que trazem maiores seguranças se comparadas às características vigentes até então. São elas: A criação do patrimônio de afetação, a alienação fiduciária, o incontroverso.

Os exemplos internacionais conseguiram disseminar o crédito através o interesse privado de direcionar recursos ao sistema de financiamento imobiliário, pois ofereciam retorno e conseguiam diminuir o risco. No Brasil, com tantos outros problemas sociais necessitando de investimento; fica evidente a necessidade de recursos privados no setor, uma vez que o Brasil não tem condições de suprir essa carência com recursos somente públicos.

Ao se definir propostas para o desenvolvimento do crédito imobiliário, o objetivo foi refletir sobre a importância de se ampliar o crédito imobiliário como forma de se atingir o desenvolvimento sócio econômico. Defendeu-se amplamente à expansão das atividades de mercado, como de grande valia ao suprimento de recursos para a

modalidade de financiamento de longo prazo; somado a condição essencial de consolidação da estabilidade macroeconômica bem como a queda dos níveis das taxas de juros praticadas, sem as quais não há forma de financiamento de longo prazo bem sucedida.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Paulo Roberto. O Desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e da Securitização de Recebíveis Imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro. Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia, 2005.

ANDRE, Antonio César; FERIA, Eugenio; FAVERO JR., João; VIEIRA, João Paulo Rodrigues; MARCHIORI, Vlademir Jose. BB financiamento imobiliário: projeto de impacto nos negócios volume 1. Campinas: Banco do Brasil, 2006.

ASSOCIACAO BARSILEIRA DAS ENTIDADES DE CREDITO IMOBILIARIO E POUPANCA (ABECIP) (ORGANIZADOR). 1º Prêmio ABECIP de crédito imobiliário e poupança: construindo um modelo permanente, equilibrado e economicamente sustentável de crédito imobiliário brasileiro. São Paulo: ABECIP, 2007.

BROLLO, Fernanda. Crédito imobiliário e déficit de moradias: uma investigação dos fatores econômicos e institucionais do desenvolvimento habitacional no Chile e no Brasil. São Paulo, Dissertação de mestrado, FGV-EAESP, 2004.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. A Securitização de Hipotecas no Brasil: texto para discussão nº 426. Rio de Janeiro: Departamento de Economia PUC-RIO, 2000.

DAMIANI, Ricardo Manoel. Alavancagem do Crédito Imobiliário através da consignação em folha de pagamento: resultado e risco. Porto Alegre: Banco do Brasil, 2007.

ENDERS W. Applied econometric time series. Second Edition, John Wiley & Sons, 2003.

FGV PROJETOS, Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios : Fundação Getúlio Vargas (FGV). São Paulo, 2007.

GARCIA, Fernando; CASTELO, Ana Maria. Mercado imobiliário desempenho recente e desafios para o Brasil. FGV Projetos, 2008.

INSTITUTO DE REGISTRO IMOBILIÁRIO DO BRASIL; Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. O crédito imobiliário em face do novo código civil. São Paulo: Instituto de Registro Imobiliário do Brasil: Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, 2005.

LEITE, Leila Lobo; ERNESTO, Maria de Cássia M; FURUTA, Nilza Akiko; OLIVEIRA, Otilia de Souza. O produto financiamento imobiliário e a fidelização de clientes em uma instituição bancária. Brasília – DF: Banco do Brasil, 2007.

MORAIS, Alberto Resende de; SILVA, Antônio Esteves da; ARAUJO, Bruno de Vasconcelos; ALMEIDA, Cyro Villafane; CAETANO, Eduardo Paixão. Análise dos riscos envolvidos no financiamento imobiliário com reposições consignadas em folha de pagamento de mutuários. Goiânia: Banco do Brasil, 2007.

PACHECO, José da Silva. Questões de direito imobiliário. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

PAHIM, Fábio Jr.. Ativos crescem, mas faltam regras melhores. Revista do SFI Ano 12, Número 27, 2008.ABECIP.

RIZZARDI, Eneida Teresa Barbosa; RAMOS, Lourival; COSTA, Luciene da; DELEGREGO, Stella Maestrelli Guardalben; COSTA, Marcos Antônio da. Proposta de plano de marketing para o crédito imobiliário no Banco do Brasil. Blumenau – SC: Banco do Brasil, 2006.

ROCHA, Fernando. Universidade Federal de Santa Catarina – Centro Sócio – Econômico, 2008.

ROSA, Byron Mello; BUGALLO ALVAREZ, Alejandro; Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Novo sistema de financiamento imobiliário. 1999. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito.

SAAD, Renan Miguel. A alienação fiduciária sobre bens imóveis. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

SANTOS, Cláudio Hamilton; CRUZ, Bruno. A dinâmica dos mercados habitacionais metropolitanos: Aspectos teóricos e uma aplicação para a grande São Paulo. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) – Texto para discussão nº 713, 2000.

SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (2005: São Paulo). Anais [do] Seminário Internacional de Crédito Imobiliário: as contribuições das experiências dos sistemas imobiliários da Espanha e do México para o aperfeiçoamento do modelo Brasileiro/ Seminário Internacional de Crédito Imobiliário; [organizado pela Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança]. Rio de Janeiro: Publitetto, 2007.

SISTEMA DE INFORMAÇÕES DO BANCO DO BRASIL

WOOLDRIDGE J. Introductory Econometrics: A Modern Approach, 2e, 2003.

Endereços eletrônicos:

- www.newton.freitas.nom.br
- www.bcb.gov.br
- www.senado.gov.br
- www.imf.org
- www.cvm.gov.br
- www.institutodepesquisasuniban.org.br
- www.ipeadata.gov.br
- www.cbicdados.com.br
- www.cibrasec.com.br
- www.acrucxcapital.com.br

- www.bndes.gov.br
- www.folha.uol.com.br
- www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica

Endereço eletrônico que dispõe diversas matérias de cunho econômico. Onde se consultou as seguintes matérias:

- TAUIL, Ivan. O mercado imobiliário e o 'built to suit'. Valor Econômico de 11/04/2008.
- DO RIO, Catherine. Novas regras aquecem emissões de Cris. Valor Econômico de 26/07/2005.
- BELLOTTO, Alessandra. Companhias de securitização multiplicam-se. Gazeta Mercantil de 14/09/2006.
- MARZAGAO, José Paulo. Os certificados de recebíveis imobiliários Valor Econômico de 06/01/2006.
- NASCIMENTO, Iolanda. Deságio de títulos pode superar 50% Gazeta Mercantil de 8/10/2008.