

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A IMPORTÂNCIA DO SETOR DE CONSTRUÇÃO  
CIVIL PARA O DESENVOLVIMENTO DA  
ECONOMIA BRASILEIRA E AS ALTERNATIVAS  
COMPLEMENTARES PARA O *FUNDING* DO  
CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**

GABRIEL DE CASTRO CUNHA  
Matrícula n: 105030417

ORIENTADOR: Prof. Luiz Martins de Melo

ABRIL 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A IMPORTÂNCIA DO SETOR DE CONSTRUÇÃO  
CIVIL PARA O DESENVOLVIMENTO DA  
ECONOMIA BRASILEIRA E AS ALTERNATIVAS  
COMPLEMENTARES PARA O *FUNDING* DO  
CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**

---

GABRIEL DE CASTRO CUNHA

Matrícula n: 105030417

ORIENTADOR: Prof. Luiz Martins de Melo

ABRIL 2012

*As opiniões expressas no trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço à minha família. Em especial, ao meu pai Heidz, minha mãe Mitzy e meu irmão Diogo que sempre apoiaram as minhas decisões e me passaram valores, sem os quais eu não seria a pessoa e o profissional que sou hoje. Agradeço também o carinho e toda a estrutura que disponibilizaram para o meu desenvolvimento. Estrutura, que eu sei que foi construída com muito trabalho, dedicação e força de vontade, o que me motiva sempre a continuar estudando, aprendendo e me edificando como ser humano e profissional. A eles serei, eternamente, grato.

Agradeço aos amigos que conheci durante o período acadêmico. Obrigado pelas risadas, pelos momentos divertidos e inesquecíveis vividos pela gente. Obrigado também pelas conversas e debates acerca da teoria econômica, e principalmente da economia brasileira, além das horas de estudo que passamos juntos.

Agradeço também ao corpo docente do instituto pelo conhecimento passado durante esses anos. Em especial, agradeço à professora Margarida Gutierrez e ao professor Eduardo Pontual pelos cursos de Introdução à Macroeconomia e Estatística Econômica e Introdução à Econometria lecionados de maneira brilhante por eles, respectivamente.

Por último agradeço ao professor Luiz Martins pela ajuda na elaboração do trabalho. Sem o conhecimento dele, não conseguiria desenvolver um trabalho aliando as variáveis econômicas, as políticas habitacionais e a conjuntura macroeconômica do país, da forma que foi apresentado neste projeto.

## RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de apresentar as alternativas complementares para o funding do crédito imobiliário no Brasil. Atualmente, o funding é composto pelos recursos provenientes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. A projeção de especialista do setor é que os recursos da poupança e do FGTS não consigam atender a demanda por crédito imobiliário no país, já em 2013. Mais especificamente, serão apresentadas as alternativas que estão em debate pelos agentes econômicos, sendo elas: a securitização de recebíveis e os covered-bonds.

A partir dessa ideia, o objetivo específico do trabalho é mostrar a importância da ativação do setor de construção civil para o desenvolvimento da economia brasileira, onde, atualmente, se destaca a atividade de incorporação e construção, responsável pela crescente demanda por crédito imobiliário.

Com base no arcabouço institucional e econômico que regulamentou a criação do Sistema Financeiro Habitacional, e conseqüentemente, a formação do fundo de financiamento de longo prazo do setor imobiliário, em 1964, o estudo verifica a alteração da estrutura econômica do país e a necessidade de modernização dos agentes econômicos para atender uma demanda habitacional reprimida por décadas.

## SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
AMBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BC	Banco Central
BNH	Banco Nacional de Habitação
CBIC	Câmara Brasileira da Indústria da Construção
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CDB	Cédula de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CIBRASEC	Companhia Brasileira de Securitização
CLT	Consolidação das Leis Trabalhistas
CMN	Conselho Monetário Nacional
COHAB	Companhias de Habitação
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
DFI	Danos Físicos ao Imóvel
DI	Depósito Interfinanceiro
ECBC	The European Covered Bond Council
EMF	European Mortgage Federation
EUA	Estados Unidos
FBKF	Formação Bruta de Capital Fixo
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FNH	Fundo Nacional de Habitação
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INFRAERO	Empresa Brasileira de infraestrutura Aeroportuária
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IR	Imposto de Renda
ISS	Imposto sobre Serviços
ITBI	Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis
ITCD	Imposto de Transição Causa Mortis e Doação
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LFI	Letra Financeira Imobiliária
LH	Letra Hipotecária

LTV	Loan to Value
MCMV	Minha Casa Minha Vida
MIP	Morte e Invalidez Permanente
PAC	Plano de Aceleração do Crescimento
PES	Plano de Equivalência Salarial
PIB	Produto Interno Bruto
PJ	Pessoa Jurídica
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
SAC	Sistema de Amortização Constante
SACRE	Sistema de Amortização Crescente
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SPE	Sociedade Propósito Específico
TR	Taxa Referencial
UCITS	Directive Collective Investments in Transferable Securities
VGV	Valor Geral de Vendas

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO I – A IMPORTÂNCIA DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL PARA A ECONOMIA BRASILEIRA.....</b>	<b>14</b>
I.1 - Um Breve Histórico sobre o Setor de Construção Civil no Brasil.....	14
I.2 - Participação da Construção Civil nas Variáveis Econômicas.....	19
<i>I.2.1 - Contribuição da Construção Civil para o PIB.....</i>	<i>20</i>
<i>I.2.2 - Contribuição da Construção Civil para o Investimento.....</i>	<i>23</i>
I.3 - Importância da Construção Civil para a Geração de Emprego.....	26
<b>CAPÍTULO II – AS POLÍTICAS FEDERAIS DE HABITACÃO – REVISÃO HISTÓRICA.....</b>	<b>34</b>
II.1 - A Regulamentação do Sistema Financeiro de Habitação e a Política Habitacional do Banco Nacional de Habitação.....	34
II.2 - A Regulamentação do Sistema Financeiro Imobiliário e a Atuação do Ministério das Cidades.....	44
II.3 - A Política Habitacional do Programa Minha Casa Minha Vida.....	47
<i>II.3.1 - Regras do Programa Minha Casa Minha Vida para Famílias com até 3 Salários Mínimos.....</i>	<i>47</i>
<i>II.3.2 - Regras do Programa Minha casa Minha Vida para Famílias entre 3 e 10 Salários Mínimos.....</i>	<i>49</i>
<i>II.3.3 - A Problematização do Programa Minha Casa Minha Vida.....</i>	<i>52</i>
<b>CAPÍTULO III – AS ALTERNATIVAS COMPLEMENTARES PARA O FUNDING DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....</b>	<b>55</b>
III.1 - O Cenário Macroeconômico no Brasil.....	57
<i>III.1.1 - O Esgotamento dos Recursos do Fundo de Financiamento do Crédito Imobiliário.....</i>	<i>59</i>
III.2 - As Letras Hipotecárias e as Letras de Crédito Imobiliário.....	61



III.3 - A Securitização de Recebíveis .....	63
III.4 - O Modelo Europeu de Financiamento: o <i>Covered-Bond</i> .....	70
<i>III.4.1 - O Covered-Bond Brasileiro: A Letra Financeira Imobiliária</i> .....	74
<b>CONCLUSÃO</b> .....	76
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	79

## TABELAS

Tabela 1: Determinação da Participação do PIB da Construção Civil no PIB do Brasil - 2000 a 2010 (%).....	23
Tabela 2: Geração de Empregos no Macro Setor da Construção (2004-2011).....	27
Tabela 3: Encargos Previdenciários e Trabalhistas no Setor de Construção Civil.....	32
Tabela 4: Reajuste das Prestações dos Mutuários do SFH .....	39
Tabela 5: Nível de Inadimplência entre 1980 e 1984.....	40
Tabela 6: Dados da Poupança (Julho/2010 a Julho/2011).....	58

## GRÁFICOS

Gráfico 1: Participação da Construção Civil no PIB (MM).....	21
Gráfico 2: Variação Real do PIB x Variação Real do PIB da Construção Civil (%).....	22
Gráfico 3: Participação da FBKF no PIB (%).....	24
Gráfico 4: Participação da FBKF do setor de Construção Civil na FBKF da Economia (MM).....	26
Gráfico 5: Variação do Saldo da Poupança (%) - Julho/2010 a Julho-2011.....	59

## INTRODUÇÃO

O propósito do estudo é apresentar e discutir as alternativas para complementar o fundo de financiamento de longo prazo do crédito para a habitação no país. Atualmente, o *funding* é composto pelos recursos da poupança e do FGTS cujos saldos não irão atender a demanda, a partir de 2013. O trabalho parte da premissa que o crédito imobiliário possui importância social e econômica para a sociedade brasileira. A construção civil pela capacidade de ativar a economia, gerando investimentos e expandindo o emprego e a renda é de suma importância. Sendo assim, o crédito imobiliário é de fundamental relevância para manter o ritmo de crescimento do segmento de edificações. Além disso, a demanda por crédito imobiliário ainda é muito elevada, consequência da ausência de uma política federal efetiva para a habitação.

Dessa maneira, o crédito imobiliário é considerado um determinante para a manutenção do crescimento do setor da construção civil e para a redução do déficit habitacional. A partir da constatação que a demanda por habitação e crédito imobiliário cresce anualmente a uma taxa superior à taxa de crescimento dos saldos do SBPE e do FGTS, os agentes econômicos buscam alternativas para complementar o fundo de financiamento do setor. A securitização de recebíveis e os *covered bonds* são as alternativas debatidas e já incipientes no mercado financeiro e bancário brasileiro.

Porém, antes de discutir as alternativas sugeridas pelos agentes econômicos, será analisada a participação do setor de construção civil na economia brasileira. A contribuição do setor para o PIB, a FBKF e a geração de emprego será abordada, mostrando a relevância da atividade para a economia. Além disso, a política habitacional do BNH desenvolvida pelo governo federal será revisada, enfatizando a ineficiência como política pública, a regulamentação do SBPE e do FGTS como fontes de captação de recursos para o crédito imobiliário e a conjuntura macroeconômica que levou à derrocada do modelo. A regulamentação do SFI, sistema que permitiu a captação de recursos através da securitização de recebíveis, e a política pública desenvolvida pelo programa Minha Casa Minha Vida também serão abordadas.

Adicionalmente, o estudo apresenta as características do *funding* do crédito imobiliário da Europa e dos EUA. Na Europa, o fundo de financiamento é composto

pelos *covered bonds*, enquanto nos EUA o desenvolvimento do crédito imobiliário é baseado na securitização de recebíveis. Ainda, o trabalho cita a crise de 2008, desencadeada a partir da securitização de recebíveis de segunda linha, ou seja, da securitização de recebíveis de mau pagadores. A abordagem destes modelos permite uma comparação com mercado imobiliário e a estrutura macroeconômica brasileira.

A partir dos objetivos relatados, além desta introdução, o presente trabalho está dividido em 3 capítulos e a conclusão. O Capítulo 1 relata um breve histórico da evolução da atividade da construção civil nas últimas 6 décadas e analisa a contribuição do setor para as variáveis econômicas, além de destacar a importância para a geração de emprego na economia. O Capítulo 2 aborda as políticas habitacionais. Inicialmente, discute-se a ineficiência da política habitacional desenvolvida pelo BNH e a regulamentação do SFH, para posteriormente, debater a política do programa Minha Casa Minha Vida, passando pelas regras e pela problematização já observada durante os 2 anos de existência do programa. Há ainda, uma breve apresentação do SFI e da atuação do Ministério das cidades, órgão idealizador do programa Minha Casa Minha Vida, durante o período sem definição da política federal de habitação. O Capítulo 3 discute a conjuntura macroeconômica e a estrutura da economia brasileira, analisando o esgotamento das formas de captação de recursos que vigoram atualmente. São apresentadas, ainda, as LCIs e LHs, instrumentos de captação complementares ao SBPE e ao FGTS via mercado bancário, mas que não foram desenvolvidas na última década a ponto de auferirem uma posição mais relevante para o *funding* do setor. Feito isso, são analisados a securitização de recebíveis e os *covered bonds*, produtos debatidos, largamente, pelos agentes econômicos como forma complementar de captação de recursos para o crédito imobiliário. Por fim, é apresentada uma conclusão que evidencia a manutenção da poupança como principal *funding* do crédito imobiliário, mas que será complementada pela securitização de recebíveis, e a médio prazo também *covered bonds*.

## **CAPÍTULO I – A IMPORTÂNCIA DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL PARA A ECONOMIA BRASILEIRA**

### ***I.1 - Um Breve Histórico sobre o Setor de Construção Civil no Brasil***

A partir da década de 50, com a eleição de Juscelino Kubitschek e a implementação do Plano de Metas pelo governo federal, o setor de construção civil passou a ser uma atividade industrial de grande relevância para o país, do ponto de vista econômico e social.

O Plano de Metas, que surgiu em meados da década de 50, impulsionou a construção civil, pois a enorme demanda criada pelo governo federal fez com que o número de pessoas empregadas no setor e o número de empresas de construção crescessem vertiginosamente. Projetos nas áreas energética, siderúrgica, petrolífera e de transportes se multiplicaram, garantindo o crescimento e o desenvolvimento do setor. Além disso, a construção da nova sede do distrito federal no interior de Goiás foi de grande importância. O projeto idealizado por Juscelino não atingiu o crescimento, que era esperado, da economia, no entanto foi de vital importância para o macro setor da construção.

A década de 60 iniciou-se com uma inflação galopante e redução da atividade econômica, evidenciada pela retração do crescimento do PIB. Fato este que, naturalmente, impactou a atividade da construção civil, na medida em que o setor é altamente dependente de crédito para financiar a produção, e no caso das edificações residenciais financiarem o mutuário. O Plano Trienal idealizado pelo Ministro do Planejamento Celso Furtado projetava, entre outros objetivos, progressiva redução da pressão inflacionária e crescimento do crédito ao setor privado. No entanto, o plano fracassou. Em 1964, a inflação geral atingiu 91,8%. O Brasil vivia uma verdadeira crise econômica e institucional.

Até a metade da década de 60, o mercado de edificações residenciais e comerciais era completamente desregulamentado e não existiam garantias nas transações comerciais. O estabelecimento do "Memorial de Incorporação", em 1964, e a criação do extinto Banco Nacional de Habitação, em 66, foram um marco para o

setor. O primeiro instrumento ofertou mais garantias às operações, pois as construções tinham que seguir estritamente o exposto nos documentos. Estes contêm todas as informações e características referentes ao empreendimento que será executado. Já o BNH foi importante na medida em que foi a primeira instituição a oferecer crédito para a produção imobiliária no Brasil. Além disso, a instituição também ofertava crédito para os adquirentes de unidades habitacionais. Surgiu então, a primeira instituição com o objetivo de fomentar a construção e comercialização de unidades residenciais no país. Apesar de não se configurar com uma política pública de habitação, pela exclusão da população de baixa renda, foi a primeira ação do governo federal, a fim de estimular o mercado de edificações residenciais. Até então, o foco do governo era o suporte as edificação de serviços públicos e privados.

Ainda na década de 60, foram instituídos dois mecanismos financeiros essenciais para sustentar as operações do BNH. São eles: o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Crédito (SBPE) que juntos formavam o arcabouço do Sistema Financeiro de Habitação.

Os recursos do FGTS eram originados de uma contribuição específica das empresas privadas em favor de cada funcionário contratado sob regime da CLT. Diferentemente, do que as regras de utilização do fundo permitem na atualidade, as únicas formas de saque dos recursos era no momento da aposentadoria ou em caso de demissão sem justa causa, o que configurava uma fonte de captação superavitária, mensalmente, ao BNH devido ao fato de o Brasil ser um país com maioria jovem e economicamente ativa, e ainda em processo de retomada do crescimento econômico. Em paralelo, os recursos do SBPE eram captados via depósitos de poupança. Um percentual do total da poupança nacional era transferido para o BNH.

Com a maior regulamentação do mercado, representada pelo BNH, e a retomada do crescimento econômico no fim da década de 60, o setor de construção civil retoma o crescimento que havia sido estagnado no início da década. O banco utilizou os recursos do SFH para financiar a execução de projetos imobiliários residenciais, aquisição de imóveis residenciais pelas classes média e alta da sociedade, além de obras de infraestrutura e saneamento.

Nesse contexto, a maior importância do BNH não foi a produção em larga escala de unidades residenciais, diminuindo o déficit habitacional no país. Como a população de baixa renda era excluída do processo, a “autoconstrução” permaneceu sendo a maneira utilizada para a construção da casa própria. No entanto, o BNH sedimentou duas idéias importantes para o futuro do setor. A primeira foi a consolidação da incorporação imobiliária como requisito para a produção de empreendimentos residenciais e a segunda a idéia da aquisição da casa própria, via financiamento. Medidas as quais são de vital importância para a política de habitação desenvolvida pelo Presidente Luiz Inácio Lula da Silva e que serão debatidas nos próximos capítulos.

Até o começo da década de 80, o mercado operou em equilíbrio, mas com a economia brasileira já dando sinais de estagnação, e com a taxa de inflação ascendente, foi natural a suspensão do equilíbrio no setor. A estagnação econômica derrubou o nível de emprego. Nessa conjuntura, as fontes de captação mostraram-se ineficazes por serem dependentes única, e exclusivamente, da fonte de renda do trabalhador. A suspensão do crédito à produção e o baixo nível de lançamentos de novas unidades geraram uma inevitável inflação de oferta, levando a uma disparada nos preços dos imóveis. Vendas diminuíram e a inadimplência dos mutuários aumentou junto ao BNH devido ao cenário de hiperinflação. Todas as ideias objetivando reaquecer o setor eram impedidas pela inflação que chegou a atingir 80% ao mês. Em 1985, o cenário de crise econômica e a escassez dos recursos captados pelo BNH acabaram por implodir o SFH. Em 1986, o BNH foi extinto e seus contratos e fundos de captação transferidos para a CEF.

Após o desmantelamento da instituição, o setor retrocedeu e teve que encontrar outras formas de minimizar os prejuízos. O financiamento direto aos compradores foi a solução encontrada na época devido a supressão do crédito imobiliário ao mutuário final. Com a inflação crescente, a taxa de juros em disparada, os bancos não ofertavam financiamentos a longo prazo. Entre 1990 e 2003, praticamente não houve fontes de recursos oficiais ou privadas para produção e financiamento de imóveis. Além disso, foi um período em que massa salarial real da população diminuiu. A CEF assumiu, em parte, a responsabilidade por fomentar o crédito imobiliário, sendo responsável pela maior parte dos financiamentos concedidos em âmbito nacional. Outro fator relevante no período foi que as construtoras passaram a desempenhar o papel dos bancos, financiando os adquirentes em 36 e até 40 meses. Apesar de assumirem o risco da



inadimplência e assistirem a redução dos retornos marginais do resultado, foi a maneira encontrada pelas incorporadoras e construtoras para manter a produção. Outras maneiras utilizadas pelos adquirentes foram a utilização dos recursos do FGTS para a quitação ou amortização de parte da dívida, após a alteração das normas de uso pelo Conselho Curador do FGTS.

A partir de 1997 pode-se vislumbrar uma mudança no cenário com a promulgação da Lei 9,514, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário. Esta lei instituiu a Alienação Fiduciária, uma garantia real do produtor, nos financiamentos imobiliários. A lei de Alienação Fiduciária passa, então, a ser aplicada no âmbito do mercado de capitais. Na alienação fiduciária, o devedor, ao financiar o imóvel objeto da fidúcia, transfere a propriedade dele para o nome do credor, no caso, o agente financeiro/fiduciário, que passa a figurar no cartório de registro de imóveis como proprietário. O comprador torna-se Fiduciante, e assim, apenas permanece com a posse e o uso do imóvel enquanto mantiver sua pontualidade no pagamento das prestações. Já que alienou o bem a favor do banco, este devolverá a propriedade ao comprador somente depois deste pagar toda a dívida. Esta instrução serve hoje também como garantia aos investidores. Foi uma medida que garante os investimentos feitos, atualmente, e podem ser a garantia do financiamento à produção no futuro. Esse assunto será tratado nos próximos capítulos. Outra medida importante foi o estabelecimento do Patrimônio de Afetação, que veio a ofertar uma garantia ao mutuário, em 2004. Esta lei trata-se exclusivamente da separação de um empreendimento do líquido da empresa produtora. No regime de afetação, o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direito a ela vinculados, permanecem apartados do patrimônio líquido do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes. Algumas instituições bancárias já exigem das incorporadoras outro mecanismo para obter o mesmo efeito do patrimônio de afetação: a constituição de uma Sociedade de Propósito Específica (SPE) para cada empreendimento. A ideia é ter uma empresa voltada, exclusivamente, para a produção do empreendimento.

O arcabouço jurídico criado a partir dessa lei, juntamente com a legislação que obriga os bancos a reservarem 65% dos depósitos nas cadernetas de poupança ao crédito imobiliário, além da conjuntura econômica que dava sinais de melhoras com a

diminuição da inflação e da taxa de juros, deram um novo horizonte para o setor. Os principais bancos do país como Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú, Santander e Bradesco passaram a competir com o objetivo de fidelizar parte da base de clientes através de financiamentos a um prazo de até 30 anos. Dessa maneira, poderiam oferecer seus produtos a clientes por longo prazo.

No final de 2006, o setor começa a dar sinais de grande expansão, fato inimaginável 5 anos antes. As incorporadoras e construtoras estavam fortemente capitalizadas e o crédito imobiliário continuava em ascensão. A demanda reprimida começava a ser atendida em partes do país. Foram lançados imóveis direcionados a classes alta, média e baixa. As principais incorporadoras aproveitaram o momento para expandir os negócios, aumentando substancialmente os lançamentos, as vendas e as taxas internas de retorno por projeto.

Logo em seguida, aparece a crise de 2008 que diminuiu a oferta de crédito no mercado. O medo de uma recessão na economia diminuiu a euforia vivida pelo setor. Pela forte dependência do crédito, as incorporadoras e construtoras reduziram seus lançamentos e os *guidances* foram revistos. Foi um período turbulento e de incertezas, no entanto a partir de 2009 e 2010 os lançamentos feitos durante o boom de 2006 foram entregues. O medo da falta de crédito não se concretizou. Os principais bancos mantiveram a política de crédito imobiliário, buscando aumentar a base de clientes. Neste cenário, as empresas produtoras também passaram a buscar novas linhas de crédito e retomaram os lançamentos. A produção de empreendimentos comerciais também ajudou a aquecer o setor. As principais capitais brasileiras passaram a receber mais empresas e novos centros comerciais foram e ainda são exigidos nas grandes metrópoles como Rio de Janeiro, São Paulo e Curitiba.

No fim da primeira década foi importante o lançamento do PAC (Plano de Aceleração do Crescimento) pelo governo federal. O programa envolve um programa de investimentos na ordem de R\$ 500 bilhões nas áreas de saneamento, transporte, energia, recursos hídricos, e habitação. No âmbito da moradia, o governo pretende acelerar as construções e ampliar o número de unidade nos municípios.

Ainda em 2009, foi lançado pelo Governo Federal, o Programa Minha Casa Minha Vida, programa de habitação que visa atender a população de baixa renda, que foi na maioria do tempo esquecida pelas grandes incorporadoras e construtoras. Somente na primeira fase, a Caixa Econômica Federal, instituição responsável pelos desembolsos concedidos pelo Governo federal, liberou cerca de R\$ 53 bilhões. Em 14 de Junho de 2011, seguindo a política de crédito habitacional, foi lançado a segunda fase do Minha Casa, Minha Vida. Essa nova etapa do programa terá recursos entre R\$ 120 bilhões e R\$ 140 bilhões para financiar residências para famílias com renda de até 10 salários mínimos por mês. Desse montante, cerca de R\$ 70 bilhões serão a famílias com até 3 salários mínimos. Somente em 2011, até o início de Junho, a Caixa desembolsou R\$ 25 bilhões em financiamentos imobiliários para todas as faixas de renda. Em 2010, o volume atingiu o recorde de R\$ 77 bilhões em crédito imobiliário.

A projeção de especialistas para o setor imobiliário é que permaneça registrando altos índices de expansão, no mínimo, nos próximos dez anos. Mesmo com a alta valorização dos preços dos imóveis, não se configura uma tendência de bolha no mercado imobiliário, pois o crescimento é sustentado pelo bom desempenho econômico do país, além do aumento da renda da população e das linhas de crédito e financiamentos ofertadas.

## ***1.2 - Participação da Construção Civil nas Variáveis Econômicas***

No Brasil, apesar do crescimento econômico e da expansão do emprego e da renda observados na última década, não existe uma fonte de recursos inesgotável para financiar projetos de investimentos. Nesse cenário, é um consenso que determinados setores devem ser privilegiados frente a outros. O setor de construção civil pela capacidade de gerar efeitos na produção, na renda e no emprego é considerado um setor chave. O alto nível de encadeamento com outros setores torna a atividade fundamental para o desenvolvimento econômico brasileiro.

A partir da premissa exposta acima, é fundamental avaliar os impactos macroeconômicos da indústria de construção civil no Brasil. O estudo abordará o PIB, o Investimento e o Emprego. A participação do setor nestas variáveis macroeconômicas irá evidenciar a importância da atividade

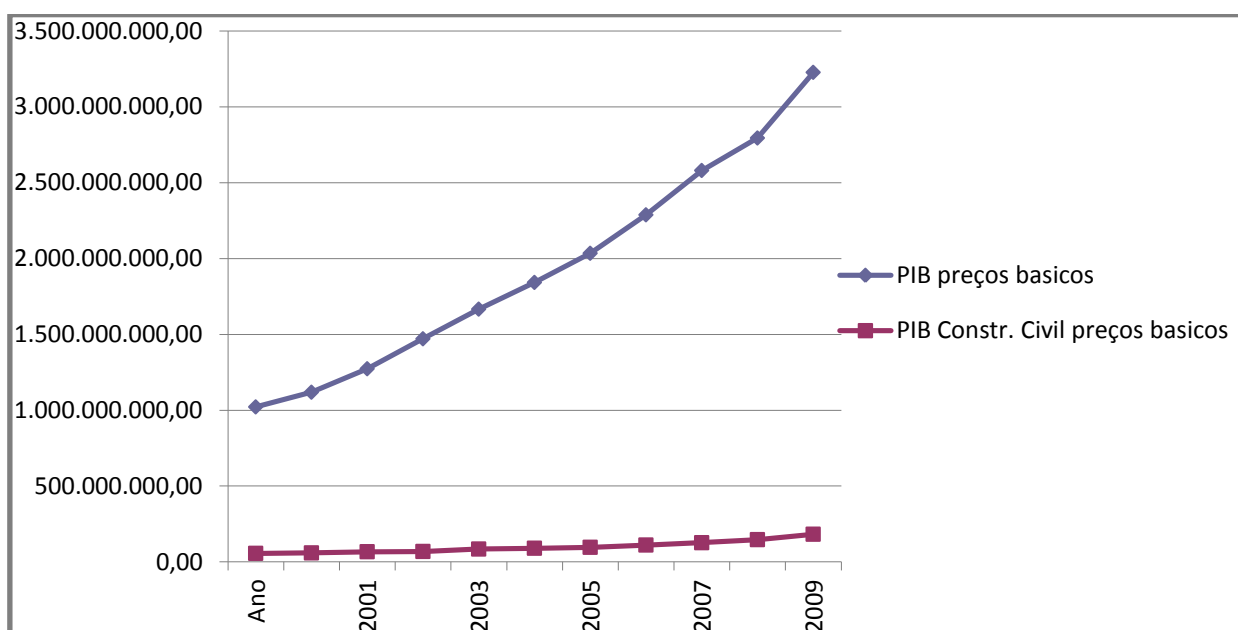
### **I.2.1 - Contribuição da Construção Civil para o PIB**

O PIB, abreviação do conceito de Produto Interno Bruto, é o valor agregado gerado em certo espaço geoeconômico num determinado intervalo de tempo (MANKIW, 1998). Este indicador é de fundamental importância para a avaliação da solidez da economia dos países ou de uma região. Dessa maneira, a avaliação da participação do setor de construção na formação do PIB, mostrará a contribuição econômica do setor ao país.

O gráfico 1 expõe as séries do PIB bruto a preços básicos e do PIB da construção civil a preços básicos, ambos expressos em milhões de Reais, enquanto o gráfico 2 retrata a variação real anual do PIB e a variação real anual do PIB da construção civil. Confrontando as séries e analisando a correlação da variação dos índices é possível verificar a contribuição do setor da construção civil para a formação de riqueza no país.

O gráfico 1 mostra que o PIB do setor da construção civil saltou de R\$ 56 milhões, em 2000, para R\$ 182 milhões, em 2010. Em paralelo, o PIB brasileiro atingiu um patamar de R\$ 3,3 bilhões ante um PIB de aproximadamente R\$ 1 bilhão no início da década. Neste período, o PIB do setor da construção civil cresceu, em termos reais, a uma taxa média de 12,68% ao ano, contra uma taxa média de 12,21% do PIB brasileiro no mesmo período.

Gráfico 1: Participação da Construção Civil no PIB (em MM)

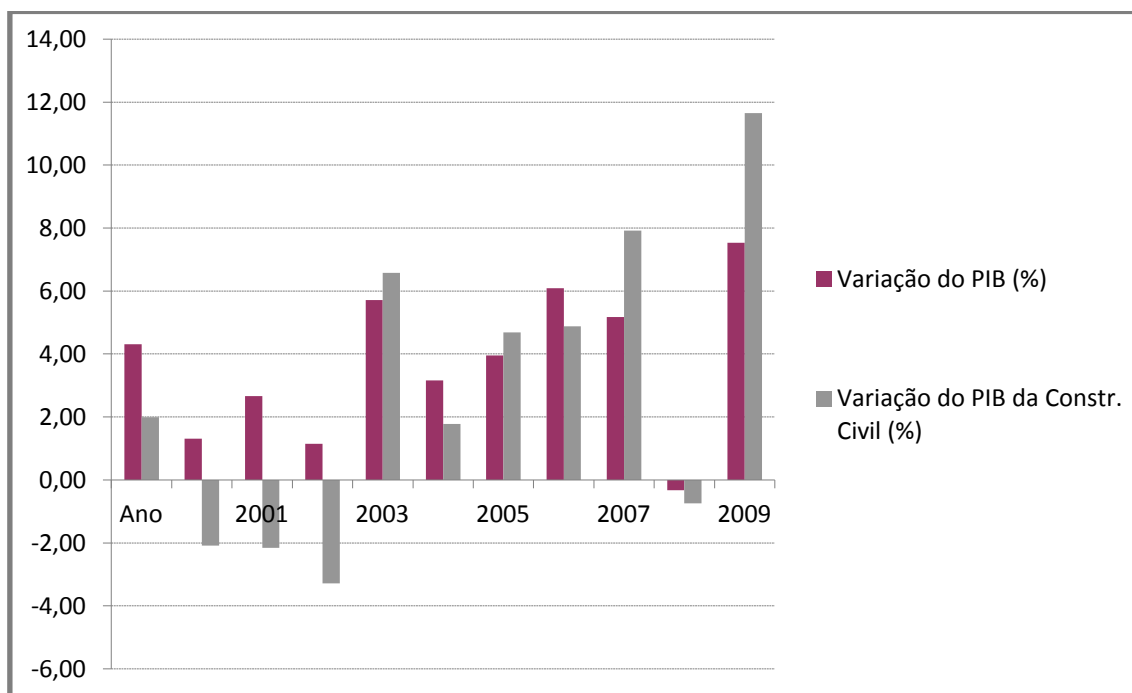


Fonte: IPEA

Nota: Elaboração própria do autor

Já gráfico 2 apresenta a variação real anual entre o PIB real e o PIB do setor de construção. Nota-se que a variação real do PIB da construção civil dá um salto de 1,99% para 11,25% durante o período assinalado, contra um crescimento da variação real do PIB de 3,23%. É importante ressaltar também a mudança da magnitude do valor da variação real do PIB da construção Civil, a partir de 2004. O setor passou a registrar altas taxas de variação, superando a variação real do PIB, fato que se repetiu em 2006 e 2008. Em 2009, tanto a variação real do PIB quanto a variação do PIB da construção civil apresentaram redução da atividade, fato que é justificado pela crise de 2008 que diminuiu a atividade econômica internacional, e fez com que o fluxo de investimentos e a oferta de crédito diminuíssem no Brasil. No entanto, em 2010 com a retomada dos investimentos no setor e com a maior oferta de crédito na economia a variação tanto do PIB da construção civil quanto do PIB real volta a ser positiva. Outro fato relevante neste período foi o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida em 2009, que contribuiu para aumentar a oferta de crédito imobiliário, através da Caixa Econômica Federal.

Gráfico 2: Variação Real do PIB x Variação Real do PIB da Construção Civil (%)



Fonte: IPEA

Nota: Elaboração própria do autor

O coeficiente de correlação entre as séries é 0,8919, o que indica uma correlação forte entre os conjuntos de valores. Sendo assim é possível afirmar que há uma relação entre as variáveis e que esse grau de relação é alto, pois o coeficiente é muito próximo de 1. O estudo da correlação indica, então, que a variação crescente do PIB brasileiro está altamente associada à variação crescente do PIB do setor de construção civil.

Tabela 1: Determinação da Participação Percentual do PIB da Construção Civil no PIB do Brasil - 2000 a 2010

Ano	Participação da Construção Civil no PIB (%)
2000	5,52%
2001	5,32%
2002	5,28%
2003	4,69%
2004	5,09%
2005	4,90%
2006	4,73%
2007	4,86%
2008	4,90%
2009	5,25%
2010	5,65%

Fonte: IPEA

Nota: Elaboração própria do Autor

A tabela 1 mostra também as estimativas da contribuição do setor de construção civil ao PIB do Brasil, isto é, a evolução da participação relativa do setor de construção civil no PIB. Nota-se que a contribuição do setor é linear ao longo da década. Após diminuir a contribuição em 2005 e 2006, o setor voltou a elevar sua participação tendo aumentado o percentual em quase 1% desde 2007. Em 2010, o PIB do setor correspondeu a 5,65% do PIB total do país, o que representou cerca de R\$ 165 bilhões.

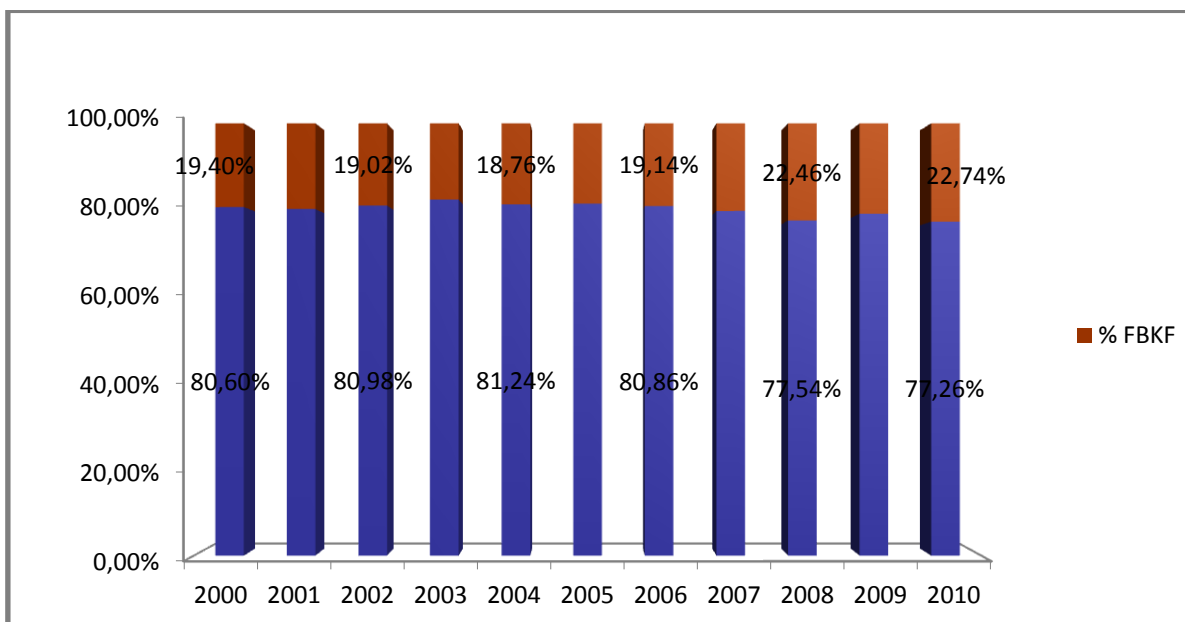
## **I.2.2 - Contribuição da Construção Civil para o Investimento**

O investimento é uma variável econômica que envolve a soma de gastos em Formação Bruta de Capital Fixo, aquisições de imóveis e terras, e variações voluntárias nos estoques. Para o tema em epígrafe, a variável investimento será abordada através da formação bruta de capital fixo. As aquisições de terras e imóveis, mesmo que relevantes para o setor de construção civil, pois estes englobam as aquisições de terras ou áreas para a construção de empreendimentos imobiliários ou grandes obras de infra-estrutura não serão incluídos na análise.

A participação da variável investimento no total da economia é comumente um indicador da tendência de crescimento da atividade econômica no médio e longo prazo. Isto ocorre, porque, ao aumentar o estoque de capital, os investimentos permitem o próprio incremento da capacidade produtiva de uma economia no futuro e, conseqüentemente, do produto potencial da economia.

O gráfico 3 mostra que formação bruta de capital fixo correspondeu por uma média 19,89% do PIB brasileiro na última década. Essa fatia envolve tanto a formação bruta de capital pública quanto a privada.

Gráfico 3: Participação da FBKF no PIB (%)



Fonte: IPEA

Nota: Elaboração própria do Autor

É sabido que a formação bruta de capital fixo no Brasil está abaixo do necessário para o país garantir uma taxa de crescimento relativamente alta nos próximos anos. Além disso, fazendo uma comparação com outros países de economias emergentes, o Brasil apresenta uma taxa que está bem abaixo da praticada pelas outras nações. Para o país crescer de forma sustentada em 5% ao ano, a taxa brasileira precisaria chegar a 25%, o que exigiria o aumento da parcela dos investimentos nos gastos públicos e redução do peso das despesas correntes do governo.

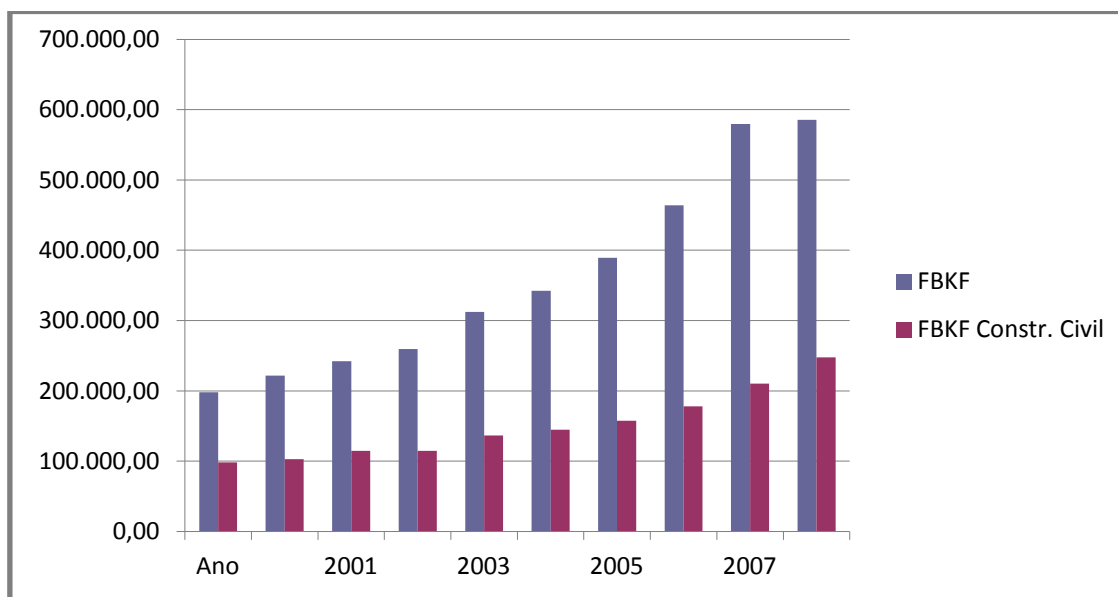


A taxa de investimento na China ficou, na média, em 40% do Produto Interno Bruto (PIB) nos últimos quatro anos. Isto é equivalente a praticamente o dobro da registrada pelo Brasil nos últimos doze meses.

O Brasil não fica distante do patamar de economias avançadas, como Canadá, França ou Estados Unidos (20,2%), que apresentaram respectivamente, taxas de investimento na ordem 21,9%, 20,3% e 20,2%. No entanto, são países com economias maduras que estão crescendo menos. Além disso, o PIB destas nações é significativamente mais alto e apesar de as taxas serem parecidas, os investimentos, na prática são também maiores em valores absolutos.

No gráfico 4 podemos verificar a contribuição do setor da construção civil para a formação da taxa de investimento da economia. Na última década, a formação bruta de capital fixo do setor de construção civil correspondeu a uma média de 40% do total da formação bruta de capital fixo da economia. Apesar de o valor absoluto da taxa de investimento do setor de construção ter evoluído ao longo da última década, o percentual de contribuição para a formação bruta de capital fixo total da economia caiu. Sinalizando uma proporção de 50%, em 2000, essa relação caiu, no entanto, desde 2007 vem, novamente, apresentando sinais de crescimento, ou seja, vem aumentando a contribuição para formação bruta total. Esse indicador demonstra o impacto da construção civil para a economia brasileira já que um único setor responde por praticamente 50% da formação bruta de capital da economia. O setor de metalurgia encontra-se em segundo lugar no tocante à contribuição para a formação bruta de capital fixo, contribuindo com um percentual de 10% sobre o total, o que corresponde a 1/5 da contribuição do setor de construção civil para esta variável econômica.

Gráfico 4: Participação da FBKF do setor de Construção Civil na FBKF da Economia (MM)



Fonte: IPEA

Nota: Elaboração própria do Autor

A expectativa do setor é que a contribuição aumente nos próximos anos. A estimativa do total de investimentos da segunda fase do programa MCMV é de R\$120 bilhões. Soma-se a isso a expectativa do impacto que as obras para a Copa do mundo e as Olimpíadas possam causar na economia, devido à necessidade de obras nas áreas de hotelaria, infra-estrutura e transportes. Em transportes, um dos principais gargalos está na capacidade dos aeroportos. A Infraero estima que sejam necessários R\$ 6 bilhões para a adequação dos aeroportos até 2013.

### ***1.3 - Importância da Construção Civil para a Geração de Emprego***

É notória a importância social do setor de construção civil para o país. O fato de ser uma atividade preponderante para a diminuição do déficit habitacional e a geração de empregos na economia são os elementos que representam esta relevância para a sociedade brasileira. Neste tópico será apresentada a contribuição do setor para a geração de empregos na economia brasileira.

Na tabela 2 nota-se o crescimento do número de vagas geradas com carteira assinada no Macro setor de construção civil. É de fácil percepção que a quantidade de

vagas cresce ano a ano, com exceção de 2009, em que há uma contração do número de empregos formais criados em relação ao ano imediatamente anterior, onde se verifica uma diminuição de 78.915 postos de trabalhos formais. Este movimento, no entanto é facilmente justificado pela crise internacional de 2008, ano em que a variação real do PIB do setor de construção também foi negativa.

Tabela 2: Geração de Empregos no Macro Setor da Construção (2004-2011)

Ano	Geração de Empregos Formais
2004	70.319
2005	126.825
2006	148.051
2007	224.543
2008	296.607
2009	217.692
2010	376.634
2011	309.425

Fonte: IBGE

Nota: Os dados de 2011 referem-se apenas até o mês de Outubro.

Até Outubro de 2011 foram geradas 309.425 vagas formais no setor em todo o país, o que representa uma expansão de 12,19% no estoque de trabalhadores formais da Construção Civil no mesmo período. De acordo com o Ministério do Trabalho e do Emprego o total de trabalhadores alocados formalmente no setor de construção civil passou de 2.624.255 em Outubro de 2010 para 2.848.684 no mesmo mês de referência em 2011. Isto representa a geração de aproximadamente 225 mil vagas em 12 meses.

A maior geração de vagas no setor na última década foi determinante para que a taxa de desemprego do setor atingisse um nível extremamente baixo. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE, em seis Regiões Metropolitanas (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Recife, Porto Alegre e Salvador) a média de Janeiro a Outubro de 2011 foi de 3,09%, enquanto a mediana das estimativas da taxa de desemprego da economia como um todo, considerando as seis metrópoles citadas, apresentou taxa de 6,18%.

A construção civil registra números positivos no mercado de trabalho desde 2004. Isto é resultado do desempenho positivo das atividades e do ciclo de desenvolvimento iniciado naquele ano. Dados informados pelo Ministério do Trabalho

apontam, ainda que entre 2004 e 2010, foram criados 1,46 milhão de postos de trabalhos formais no setor em todo o país, o que representou um acréscimo médio anual de aproximadamente 209 mil empregos, o que corresponde a um crescimento acumulado de 139,34%. Isto representa um aumento anual médio de 13,28% na geração de novos postos de trabalho na economia, o que é um resultado expressivo, principalmente quando comparado a outros setores chaves da economia.

Ainda, de acordo com o Ministério do Trabalho e Emprego, os dados demonstram que o número de empregados com carteira assinada no País alocados no macro setor da construção mais que dobrou quando comparado com 2004. Em dezembro de 2004, o estoque de trabalhadores era de 1,119 milhão de pessoas. Já em Dezembro de 2010, o número já era de 2,509 milhões, o que representa um crescimento de 124,30% no período.

Neste tópico é importante também apontar o perfil da mão-de-obra alocada no setor de construção civil. A retomada do crescimento do setor de construção civil assistida na última década ocorreu em parte pela necessidade de diminuição do déficit habitacional e pela expansão do emprego e da renda que fez surgir uma nova classe média. Além disso, a implementação do PAC e do programa Minha Casa Minha Vida, associados aos eventos internacionais de grande porte como a Copa do Mundo e as Olimpíadas, não permitem a visualização de um cenário restritivo para o setor em curto e médio prazo. No entanto, é um consenso que a disponibilidade e a qualificação da mão-de-obra alocada no setor são algumas das principais preocupações para a expansão da atividade no setor.

De acordo com a última Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), divulgada pelo IBGE, em 2009, o setor de construção civil representa 7,8% do total de trabalhadores no país, englobando aproximadamente a marca de 6,8 milhões de pessoas. É importante frisar que este número engloba, não somente, trabalhadores formais quanto os informais, o que explica a discrepância com as informações relatadas anteriormente. Em 1996, o setor alocava 4,3 milhões de trabalhadores formais e informais, o que representa um aumento de 58,14%.

Segundo a PNAD, a maioria dos empregados é formada por chefes de família e correspondem a 62,5% do total de trabalhadores alocados na construção civil. Este fato é importante, pois estes profissionais são os principais responsáveis pela renda familiar. Esta característica é de suma importância para a análise da renda dos trabalhadores que será abordada na sequência.

Como consequência do desenvolvimento da economia brasileira, o nível de salários está crescendo mais vertiginosamente a partir da segunda metade da última década. No entanto, o setor de construção civil não vem registrando expansão da renda dos trabalhadores. Até o fim de 2011, o nível de salários do macro setor da construção é inferior aos demais setores da economia. Apesar de ser facilmente observada a participação de grandes incorporadoras e construtoras nos últimos anos, ainda é notável em todo o país a participação de pequenos empresários através de pequenas construtoras, que na maioria das vezes possuem capital familiar. Logicamente, os salários dos trabalhadores empregados neste segmento tende a ser menor.

Ainda, segundo dados da PNAD, é possível verificar um movimento positivo no setor: o aumento da formalização dos trabalhadores. Em 2003, a participação de trabalhadores que recolhiam a contribuição para a previdência social era de 28,7% e em 2009 essa participação atingiu 37,4%. É importante citar dois elementos que contribuíram para esse movimento que foram: a adoção da suspensão temporária do contrato de trabalho e a Lei Geral das Micros e Pequenas Empresas, sancionada em 2006.

A PNAD também permitiu verificar que a renda média dos trabalhadores do setor de construção civil é 14, 7% inferior aos trabalhadores alocados nos demais setores da economia. Isto pode ser explicado devido à baixa escolaridade da mão-de-obra. Muitos trabalhadores, exatamente, por não terem escolaridade consideram o setor de construção civil a porta de entrada para o mercado de trabalho. Isso justifica o nível de salários abaixo da média nacional. No entanto, o que é importante citar é que com o crescimento econômico da economia e a expansão da renda, o nível de jovens empregados no setor vem diminuindo. A qualificação da juventude vem aumentando o que retira a possibilidade de uma parcela da população ser alocada no setor. A expansão da renda familiar permite que um jovem postergue a entrada no mercado de trabalho,

auferindo mais qualificação e, naturalmente, exigindo formalização do trabalho e uma remuneração maior. Essa questão será debatida adiante.

O estudo da FGV intitulado “Trabalho, Educação e Juventude da Construção Civil”, divulgado em 2011, insere no debate sobre a remuneração do trabalhador outro ponto de vista sobre a qualificação da mão de obra, que seria a existência de fatores associados a capacidade de cada ocupado de transformar sua educação em renda trabalhista. O estudo aponta que o salário-hora por anos de estudo na construção civil é R\$ 3,3 contra R\$ 3,14 nos demais setores da economia. Isto significa que o prêmio por nível educacional favorece o setor de construção. Além disso, a jornada de trabalho do setor é superior na construção, sendo 43,9h contra 41h de trabalho nos demais setores.

O objetivo dessa metodologia exposta pela FGV era analisar a transformação dos rendimentos individuais ao longo do tempo. A conclusão do estudo foi: “Os rendimentos individuais tem crescido na construção mais que no total dos ocupados (3,2% contra 2,58% ao ano). Uma vez que a jornada caiu mais na construção (-0,49% contra 0,34 ao ano) assim como o papel de outras fontes de renda não trabalhistas (-0,19% contra -0,12% ao ano). Os fatores positivos foram o aumento do nível educacional (2,47% contra 2,31% ao ano) e principalmente a produtividade medida pelo salário hora por ano de estudo completos (1,38% contra 0,38% ao ano). Incidentalmente esta é uma boa medida de escassez relativa de trabalhadores no segmento”.

Conforme explicado acima, a baixa escolaridade ainda é um dos principais fatores que implicam em uma baixa remuneração. Nesse contexto é importante citar a participação dos jovens na atividade. O setor, tradicionalmente, empregava muitos jovens. Isto naturalmente retorna a idéia de que sempre os trabalhadores possuem baixa escolaridade, exatamente por ter começado a trabalhar na adolescência e abandonada a escola. No entanto, esse quadro foi alterado desde a década de 90. De acordo com a PNAD, em 1996, o percentual de jovens que iniciaram a carreira com até 14 anos empregados na construção era de 71%, enquanto em 2009, esse percentual foi reduzido para 58,7%. Outro percentual relevante para comprovar essa redução é a participação de indivíduos entre 15 e 29 anos alocados no setor de construção civil: em 1996 era de 34,25 contra 28,5 em 2009. A conclusão mais importante, no entanto, é que o percentual

de jovens na construção está diminuindo mais que o percentual de jovens nos demais setores da economia.

Com a diminuição da inserção de jovens no setor é fácil concluir que a escolaridade e conseqüentemente a qualificação dos trabalhadores aumentou. O aumento da renda familiar e da qualificação dos trabalhadores, além de contribuir para a diminuição da informalidade, impede também a participação precoce de indivíduos na atividade.

Muitos empresários justificam a baixa qualificação como um entrave à expansão das atividades. A baixa escolaridade justifica uma remuneração baixa. Entretanto, a partir da idéia explicada acima é conclusivo que a juventude brasileira vem ao longo do tempo elevando o grau de escolaridade, e conseqüentemente entram no mercado de trabalho mais tarde. Além disso, não é possível desconsiderar que as posições ofertadas pela indústria da construção civil, são em geral, funções que exigem trabalho braçal, que exigem pouca qualificação. Soma-se a esse cenário os baixos investimentos em tecnologia e em educação profissional, o que afasta mais ainda os jovens trabalhadores qualificados. Além disso, excluem também a participação feminina do setor. Dessa maneira, o chamado “apagão de mão de obra” do setor da construção civil tende a aumentar com o passar do tempo. A escassez de mão de obra não ocorre por desqualificação da mão de obra, e sim, pelo fato de que os anseios da oferta não se equilibram com o da demanda de trabalhadores.

Outro ponto importante sobre a questão do nível de emprego da construção civil é o custo da mão de obra, ou seja, o custo dos empresários com os encargos trabalhistas e previdenciários que são de obrigatoriedade do empregador, além dos salários.

A CBIC divulgou, em 2009, uma cartilha sobre os encargos previdenciários e trabalhistas referentes ao setor. A cartilha não aponta um número definitivo, devido à existência de inúmeros parâmetros e particularidades dos agentes envolvidos, no entanto, expõe um fato relevante: o custo trabalhista no setor é muito alto.

O estudo levou em consideração os custos associados ao descanso remunerado, férias, 1/3 constitucional de férias, feriados, aviso prévio, enfermidades, acidentes de trabalho, adicional noturno, licença paternidade e 13º salário.

O resultado foi preocupante, principalmente, para os empresários e investidores, pois indicou uma diferença entre o custo nominal e o custo final do trabalho na ordem de 130%.

A tabela 3 mostra a divisão percentual desta diferença entre os parâmetros estudados.

Tabela 3: Encargos Previdenciários e Trabalhistas no Setor de Construção Civil

<b>Encargos Previdenciários e Trabalhistas</b>	
<u>Grupo 1</u>	
Previdência Social	20,0%
Sesi	1,5%
Senai	1,0%
Sebrae	0,6%
Incra	0,2%
Salário Educação	2,5%
Seguro Acidente	3,0%
FGTS	8,0%
Total	36,8%
<u>Grupo 2</u>	
Descanso Semanal Remunerado	17,64%
Férias	11,22%
1/3 Férias	3,74%
Feriados	4,06%
Aviso Prévio	1,18%
Enfermidade	1,48%
Acidentes de Trabalho	0,12%
Adicional Noturno	0,49%
Licença Paternidade	0,06%
13o Salário	11,22%
Total	51,21%
<u>Grupo 3</u>	
Rescisão sem Justa Causa	5,12%
Aviso Prévio Indenizado	20,47%
Total	25,59%
<u>Grupo 4 - Incidência I no II</u>	
$0,368 * 0,5121$	18,85%
Total	18,85%
<b>Total Geral</b>	<b>132,45%</b>

Fonte: CBIC



Para chegar neste resultado foram considerados os números de horas trabalhadas e não trabalhadas, este último dado referente a cada parâmetro. É de fácil percepção que os encargos trabalhistas e previdenciários respondem por praticamente 67% da diferença entre os salários e o custo final do trabalho. As indenizações respondem por outros 25,59% do total. E a incidência do grupo I no II responde pelos outros 18,85%.

A partir desse dado, é possível entender as dificuldades para os empresários do setor de elevarem os níveis de salários da mão de obra do setor. As empresas são tributadas em um valor superior a 130% do valor de face da folha salarial. Então, não é difícil entender a dificuldade para a elevação dos salários em um setor que emprega, aproximadamente, 7 milhões de brasileiros.

A partir das ideias debatidas nesse tópico, é possível apontar que o empresariado da construção civil precisa se modernizar. O apagão da mão de obra não ocorre por falta de trabalhadores, mas sim, pela incapacidade do setor de ofertar boas condições de trabalho, educação corporativa e salários competitivos à nova geração de jovens qualificados que surgiu na última década e vem aumentando ano a ano. Em paralelo, não se pode desconsiderar que a legislação trabalhista no Brasil é árdua com os empregadores. Para o Brasil manter o crescimento econômico é de suma importância a manutenção e crescimento do nível de emprego. Para isso é necessário que os custos trabalhistas sejam reduzidos de alguma forma. Os custos trabalhistas fazem parte dos custos fixos da empresa e são de fundamental importância para o desenvolvimento das empresas e, conseqüentemente, do país.

## **CAPÍTULO II – AS POLÍTICAS FEDERAIS DE HABITACÃO – REVISÃO HISTÓRICA**

### ***II.1 - A Regulamentação do Sistema Financeiro de Habitação e a Política Habitacional do Banco Nacional de Habitação***

É um consenso o déficit habitacional presente no Brasil na atualidade. No entanto, esta crise do setor de habitação não se iniciou na última década. O problema habitacional vivido pelo país começou a ser construído paralelamente a crescente urbanização ocorrida a partir da segunda metade do século XX. O Plano de Metas, e sua política de forte industrialização, acelerou o êxodo rural e fez com que a população urbana aumentasse substancialmente.

Com a urbanização crescente era natural o surgimento de deficiências sociais. Não demorou muito para que a questão da habitação se tornasse um problema para o Estado, principalmente, devido ao déficit associado às classes populares.

Nesse contexto, foram criados em 1964, o Sistema Financeiro de Habitação e o Banco Nacional de Habitação pelo então Presidente Castello Branco, onde o BNH seria a instituição central e reguladora do modelo implantado. O objetivo principal do BNH era reduzir o déficit habitacional no país, criando uma estrutura institucional que garantisse uma política contínua de financiamento à produção e aos mutuários, estruturando assim o setor da construção civil. Neste cenário, a habitação popular deveria ser privilegiada, de forma a diminuir o déficit de moradias. É importante citar que essa foi a primeira tentativa de aproximação do governo instaurado pelos militares com as camadas populares.

O modelo SFH/BNH era baseado na captação de recursos de longo prazo, de forma que pudesse financiar os investimentos na produção de unidades habitacionais e dos adquirentes. O primeiro *funding* para financiar o modelo surgiu com a implementação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos. Posteriormente, em 1967, durante o governo do General Costa e Silva, o BNH passa a gerenciar o montante referente aos depósitos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, aumentando, consideravelmente, o total de ativos sob gestão e tornando-se uma das principais instituições financeiras da nação.

O SFH era sustentado então, basicamente, por um tripé formado pelo SBPE, FGTS e o mutuário final. Isto significa que o modelo, sob gestão do BNH, dependia da captação de recursos da poupança e do FGTS e da adimplência dos mutuários. A seguir, os elementos básicos do modelo serão analisados.

A captação de recursos do SBPE é feita a partir dos depósitos livres de pessoas físicas e jurídicas em contas remuneradas a uma taxa pré-fixada ou através da aquisição de títulos imobiliários. Tanto a remuneração do capital aplicado quanto a emissão dos títulos são feitas pelos agentes financeiros do SFH, que são as instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central. Os agentes financeiros do SFH têm a obrigação por lei de direcionar 65% do saldo total dos depósitos livres para financiar o crédito imobiliário. Dessa forma, os recursos destinavam-se para o financiamento de investimentos habitacionais propostos por incorporadoras e construtoras. Com os recursos sob gestão, as empresas do setor de construção têm a função de construir e legalizar os empreendimentos, além de vender as unidades habitacionais aos consumidores das classes média, média alta e alta, que tornam-se os mutuários finais do sistema, pois são os responsáveis pelo pagamento dos empréstimos juntos às instituições financeiras. Sendo assim, as incorporadoras e construtoras são responsáveis pela intermediação do processo, passando a dívida para os adquirentes das unidades e obtendo resultado na diferença entre o custo do empréstimo e o VGV.

O segundo elemento do tripé era a captação de recursos do FGTS, *funding* gerido, exclusivamente, pelo BNH. O objetivo desse fundo era financiar a construção de habitações de interesse social (conjuntos de residências populares), diminuindo o déficit habitacional. Os principais responsáveis pela construção dessas unidades habitacionais foram as Companhias de Habitação, comumente denominadas pela sigla COHAB. Estes agentes possuíam um controle acionário misto entre a iniciativa pública e privada, mas o controle era responsabilidade dos governos estaduais ou municipais. As COHABs obtinham linhas de créditos junto ao BNH mediante apresentação de projetos compatíveis com a orientação do banco, que demandava iniciativas que compreendessem unidades habitacionais em grande escala, formando verdadeiros conjuntos residenciais destinados às camadas mais pobres da população, de acordo com as prioridades estabelecidas pelos governos estaduais. Diferentemente, do SBPE, a captação do FGTS era feita através de depósitos compulsórios por parte dos empregadores, alocados no setor formal da economia, nas contas associadas a cada

funcionário no BNH. Ou seja, o saldo desse fundo está diretamente ligado ao nível de emprego na economia.

O terceiro elemento de sustentação do modelo eram os próprios mutuários finais. Na realidade, a capacidade de adimplência no pagamento das prestações era essencial para a sobrevivência do modelo, visto que além das fontes de captação descritas acima o retorno do capital investido era de grande importância para a manutenção do fundo de financiamento de longo prazo. Em caso de inadimplência, o imóvel poderia ser retomado pelo BNH a partir da garantia hipotecária. De acordo com Abdalla (1996), “Os imóveis eram tidos como bons ativos para lastrear os passivos assumidos com depositantes livres (em cadernetas ou letras imobiliárias) ou compulsórios (FGTS).”.

Apesar de ter como principal objetivo diminuir o déficit habitacional no país, criando um arcabouço institucional que permitisse a estruturação do setor de construção civil, a atuação do BNH não se limitava ao controle dos saldos do SBPE e do FGTS e das condições de oferta do crédito imobiliário. Outra responsabilidade da instituição era garantir liquidez ao modelo, em caso de eventuais recessões ou problemas que afetassem a conjuntura econômica, fazendo com que captação líquida dos depósitos livres caísse ou a inadimplência dos mutuários se elevasse. Além disso, também era preocupação do BNH o apoio para o desenvolvimento da construção civil, e conseqüentemente, ao aumento da taxa de investimento e do nível de emprego da economia.

O BNH foi criado com um aporte inicial de 1 bilhão de cruzeiros antigos, e após a criação do SBPE e receber a gestão dos depósitos de FGTS, atingiu uma marca superior a 30 bilhões de cruzeiros em ativos, já em 1975. Isto demonstrava a força da instituição e a capacidade de investimento que o banco poderia contribuir para a diminuição do déficit no setor de habitação e no aumento da taxa de investimento e de geração de emprego da economia. No entanto, ao mesmo tempo em que o ativo do banco aumentou com o passar dos anos, o passivo também aumentou. Os idealizadores do SFH acreditavam que o modelo foi criado de modo que fosse capaz de se auto sustentar com recursos contínuos e abundantes, ofertando crédito a todas as classes sociais. O tripé que sustentava o SFH, realmente, representava um modelo de auto sustentação, entretanto a manutenção do tripé dependia, exclusivamente, da conjuntura macroeconômica do país. Qualquer alteração que afetasse atividade econômica e o nível de emprego e renda derrubaria o equilíbrio do sistema, pois tanto os depósitos livres

quanto os compulsórios cairiam, enquanto os saques da poupança e do FGTS e a inadimplência aumentariam. Segundo Abdalla (1996), o lastro dos empréstimos hipotecários era dado pela situação econômica do país, e não pelos imóveis, objeto-garantia das operações.

Em relação aos depósitos compulsórios, o volume de recursos arrecadados pelas instituições captadoras dependerá diretamente do nível de emprego e do salário médio da mão-de-obra empregada formalmente. Já em relação aos depósitos livres ou voluntários, a captação dependerá da poupança dos trabalhadores e da taxa de juros real pagas aos aplicadores. É conclusiva a idéia de que o saldo dos recursos do FGTS, da poupança e dos títulos varia na mesma direção do nível de atividade econômica.

De qualquer maneira, é importante destacar a importância de o BNH ser o gestor do fundo de garantia do trabalhador. Caso a captação do FGTS fosse positiva, com grande magnitude, o BNH poderia atenuar os efeitos de eventuais flutuações econômicas adversas ao modelo sobre a captação de novos recursos pelo SBPE. De acordo com Schulman (1996):

“No período [...] 1974-1979, os resgates do FGTS não passaram, em média, de 40% dos seus ingressos novos, o que dava, além da recirculação, da aplicação do estoque que o FGTS já tinha, um fluxo positivo médio, um ano pelo outro, em torno do 60% dos ingressos. Isso dava uma segurança a todo o sistema, já que naquela ocasião o BNH administrava os recursos do FGTS do qual tinha poder de suprir o fluxo de recursos voluntários quando esse tivesse insuficiências e se recuperar quando tivesse sobras. E fez isso durante muito tempo. Já era assim antes de 1974 [...] e acabou sendo assim até alguns anos mais [...]”

O auge do modelo SFH/BNH ocorreu até a metade da década de 70. Capitaneado pelo “milagre econômico” desenvolvido pelo ministro Delfim Netto, o PIB da economia brasileira apresentou elevado crescimento, permitindo que o tripé que era a base do modelo operasse em equilíbrio. A partir de 1974, com a criação das Cooperativas de Habitação (COHAB), o número de projetos voltados para os menores extratos de renda aumentaram. Isto representou, efetivamente, a primeira intervenção do Estado na área habitacional voltada para o público de baixa renda, alterando o quadro de favorecimento às classes média e alta. No entanto, as políticas não se sustentaram por muito tempo e a maioria dos cidadãos que adquiriram suas unidades

habitacionais pelo sistema não conseguiram honrar as prestações mensais, pois os reajustes das parcelas eram superiores ao reajuste dos rendimentos dos trabalhadores. É o início de uma nova conjuntura econômica que abala o equilíbrio do modelo, que deveria ser sustentável no longo prazo.

O principal problema do modelo desenhado para o SFH era o fato de que flutuações macroeconômicas que acarretavam em quedas nos salários reais, conseqüentemente, afetavam a capacidade de pagamento dos mutuários, aumentando a inadimplência e comprometendo o equilíbrio do sistema. De acordo com Santos (1999), o equilíbrio do sistema poderia ser abalado tanto na captação de “novos” recursos, via depósitos livres e compulsórios, como do lado do retorno da aplicação dos “velhos” recursos. De certa forma, isto ocorreu nos primeiros anos de funcionamento do SFH, pois a política anti-inflacionária adotada pelo governo militar resultou em baixo crescimento e queda nos salários reais. Naturalmente, os mutuários foram prejudicados com o aumento da parcela das prestações no total da renda familiar, já que a correção monetária foi superior aos reajustes salariais no período, e com o fato de os reajustes das prestações serem trimestrais, enquanto os salários eram reajustados anualmente. Nesse cenário, o governo implementou o Plano de Equivalência Salarial (PES) e Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS).

O Plano de Equivalência Salarial estabelecia o reajuste anual das prestações tendo como base o reajuste médio dos salários corrigidos trimestralmente. O problema do plano foi que afetava o equilíbrio do sistema, já que os saldos devedores dos mutuários continuavam a ser corrigidos trimestralmente. Para solucionar essa questão, os novos financiamentos incluíam a cobrança de uma espécie de sobreprestação mensal que seria direcionada ao Fundo de Compensação das Variações Salariais, que seria responsável pela quitação do saldo devedor de cada mutuário, ao fim do contrato de financiamento.

A idéia implementada pelo governo não era de certa forma ruim, em um cenário em que a taxa de inflação esteja controlada. No entanto, em outro cenário, onde a taxa de inflação esteja em um nível de alta, é inevitável que o sistema entre em desequilíbrio. De acordo com Schulman (1996):

“É simples perceber que, em um contexto de inflação moderada, a separação entre os reajustes das prestações e dos saldos devedores não é individualmente grave (no caso limite de inflação zero, obviamente, é nenhum). De fato, até 1979, quando a taxa anual de inflação não passou de 45%, o SFH não teve maiores problemas. A aceleração da inflação para a casa dos 100%, em 1980, e de 200%, a partir de 1983, transformou radicalmente o quadro, em virtude dos contínuos choques externos que abalaram a economia brasileira.”

Ainda, segundo Schulman, além da pressão inflacionária, o período 1983/1984 é caracterizado pelo fato de que, pela primeira vez desde o início do SFH, o reajuste das prestações dos mutuários das classes média e alta foi maior do que o reajuste salarial referente a essa faixa de renda. Até 1973, as prestações foram reajustadas de acordo com a variação do salário mínimo, já entre 1973 e 1982 elas subiram abaixo do salário mínimo. A tabela 4 retrata este cenário.

Tabela 4: Reajuste das Prestações dos Mutuários do SFH

Ano	Reajuste do Salário Mínimo (%)	Correção Monetária (%)	Reajuste das Prestações (%)
1965	57,14	63,00	57,14
1966	27,27	39,20	27,27
1967	25,00	23,23	25,40
1968	23,43	25,00	23,43
1969	20,37	18,51	20,37
1970	20,00	19,60	20,00
1971	20,56	22,67	20,51
1972	19,15	15,30	19,15
1973	16,07	12,84	14,70
1974	20,77	33,31	14,40
1975	41,40	24,21	34,00
1976	44,14	37,23	26,72
1977	44,06	30,09	36,97
1978	41,00	36,24	30,51
1979	45,38	47,19	39,76
1980	82,96	50,77	55,06
1981	103,99	95,57	72,84
1982	96,20	97,76	89,03
1983	100,39	156,58	130,42
1984	179,43	215,27	191,05

Fonte: Silveira e Malpezzi (1991, p.95)

Ao longo do período, os reajustes salariais dos extratos de renda mais elevados não foram inferiores aos reajustes das prestações mensais dos financiamentos. No entanto, a partir de 1983 a política salarial foi alterada e instituiu reajustes diferenciados para as diversas classes de renda. Os setores de menor renda continuavam a ter seus salários reajustados pela correção monetária plena, enquanto redutores eram aplicados aos salários das classes de maior poder aquisitivo. Uma vez que o reajuste da prestação da casa própria voltou acompanhar o reajuste do salário-mínimo, o aumento real da prestação da casa própria para os mutuários de renda média e alta foi inevitável. A tabela 5 evidencia essa conjuntura. Percebe-se que a inadimplência dos mutuários mais que dobrou em 5 anos.

Tabela 5: Elevação do Nível de Inadimplência entre 1980 e 1984

Ano	Até 3 Prestações em Atraso	Mais de 3 Prestações em Atraso	Total
1980	21,8	4,3	26,10
1981	24,1	3,7	27,80
1982	28,7	4,8	33,50
1983	34,1	12,3	46,40
1984	31,5	23,1	54,60

Fonte: Santos (1999)

É natural que esse quadro de inadimplência refletia uma crise estrutural, consequência de um quadro de recessão da economia brasileira, evidenciada pela diminuição do nível de emprego e do nível de salário. Esta crise levou a uma forte queda do poder de compra do salário, principalmente, da classe média, o público que havia se tornado alvo das políticas habitacionais deste sistema.

Essa conjuntura levou ao surgimento de movimentos sociais. A classe média, que possui uma maior afinidade com a imprensa falada e escrita, criou movimentos com o intuito de renegociarem suas dívidas e demonstrar também a insatisfação com a situação econômica do país. Todos os movimentos tiveram grande repercussão na imprensa e grande apoio popular. Dentre eles, o Movimento Nacional dos Mutuários da casa própria foi o de maior repercussão. O movimento envolvia os mutuários das classes baixa e média, que incapacitados de cumprir com as prestações mensais, criticavam a mentalidade financeira do SFH e exigiam mudanças.



Ainda sobre a questão da inadimplência é importante destacar que os extratos de renda mais elevados foram afetados antes da criação do PES e do FCVS e depois, apenas, na década de 80, após a alteração da política salarial em 1983. No entanto, a questão da inadimplência afetou os extratos de renda até três salários-mínimos desde o início do BNH. O próprio desempenho da COHAB foi prejudicado por índices de inadimplência elevados, enquanto o público alvo da instituição se restringia às famílias com esse nível de renda. Entretanto, a partir de 1975, o público alvo da instituição passou a englobar famílias com renda familiar de até 5 salários-mínimos e, conseqüentemente, a inadimplência das famílias atendidas pelas COHAB caiu drasticamente e permaneceu em níveis baixos até o início do colapso do sistema já na década de 80.

Outra questão relevante da política habitacional do BNH eram os programas voltados para famílias de baixa renda. Entre 1975 e 1984 foram criados os programas Promorar e João de Barro, todos sob gestão do BNH e voltados para atender famílias com renda de até 3 salários mínimos. Os programas foram criados, porque o próprio BNH reconhecia a incapacidade de atender ao público com até 3 salários mínimos de renda familiar. Sendo assim, a instituição passaria a combater a autoconstrução e as habitações informais. No entanto, essa estratégia não foi aplicada nos programas, que seguiam outra orientação. Os programas visavam basicamente absorver práticas comunitárias de produção coletiva da unidade habitacional, ou seja, auxiliar a autoconstrução e atuar na reurbanização de áreas habitacionais degradadas.

A estratégia do BNH foi reduzir o custo da moradia para atender o maior número de famílias dentro dos extratos de renda mais baixos. Sendo assim, apoiou ações que já eram executadas pela população, quando, na realidade, a política deveria ter sido alterada, pois o processo de gestão e produção das unidades encarecia o produto final. Dessa maneira, optou por rebaixar a qualidade da construção e o tamanho das unidades, financiando moradias cada vez menores, precárias e distantes dos centros urbanos. Mesmo com essa mentalidade, as estatísticas de financiamento do BNH retratam o baixo desempenho desses programas. Menos de 6% das unidades financiadas, durante o período de atuação do BNH, foram destinadas aos programas citados. Reduzindo o totalizador para as moradias populares financiadas, o percentual é

de 17,6%, o que ainda é pequeno, visto que a população com renda familiar de até 3 salários mínimos representa a maior parte do déficit habitacional no país.

É um consenso na literatura brasileira de que o SFH apresentou desempenho bastante significativo, a nível quantitativo, durante o regime militar, quando financiou algo em torno de 400 mil unidades habitacionais por ano no período entre 1976 e 1982. Entretanto, o sistema foi incapaz de atender a população de baixa renda. O direcionamento dos financiamentos relata esse quadro, pois, apenas, 33,5% das unidades habitacionais financiadas pelo sistema SFH/BNH foram destinadas à habitação de interesse social, ou seja, aos extratos de renda mais baixos.

O Governo Sarney, numa tentativa de resolver o problema da instituição e atender aos anseios da classe média, tomou uma medida, que no fim foi ineficaz, de conceder um elevado subsídio para os mutuários do sistema, em 1985. Foi a última tentativa de manter o sistema que já mostrava sinais de insolvência. Em 21 de Novembro de 1986, a partir do Decreto nº 2 291, o presidente José Sarney decretou a extinção do Banco Nacional de Habitação. Este acaba sendo incorporado pela Caixa Econômica Federal, que não possuía nenhum *know-how* em crédito imobiliário, tornando a questão habitacional uma mera política setorial para a instituição. Surge uma nova etapa para a política urbana e habitacional brasileira caracterizada por uma forte confusão institucional e por diversas reformulações nos órgãos responsáveis pelas políticas habitacionais.

Com o fim do BNH e pelo fato de o objetivo principal, que era reduzir o déficit habitacional, ter se desvirtuado ao longo da existência da instituição, é possível concluir que o sistema SFH/BNH era, na realidade, um agente dinamizador da economia nacional, desempenhando um importante papel junto ao capital imobiliário nacional, ao estimular a atividade do setor de construção civil. No entanto, dessa forma, perdeu seu objetivo principal, de ser o indutor das políticas habitacionais para superação do déficit de moradia no país. De acordo com Bolaffi:

“tudo indica (...) que o ‘problema da habitação’ (...) apesar dos fartos recursos que supostamente foram destinados para a solução, não passou de um artifício político formulado para enfrentar um problema econômico conjuntural”.

O problema relatado na citação de Bolaffi era a pressão inflacionária vivida pelo país, no início da década. A partir do fim da década de 60 com a inflação contida e com o aumento da atividade da economia, o papel de acelerador da economia desempenhado pelo setor de construção civil foi substituído pela indústria de bens de consumo durável, principalmente, a indústria automobilística, cujos pátios industriais localizavam-se, majoritariamente, em São Paulo. Naturalmente, a função de indutor da política habitacional e a ideia de reduzir o déficit habitacional ficaram em segundo plano.

A estratégia implementada pelo BNH beneficiou o setor da construção civil que pôde contar com um *funding* estável para a produção de unidades habitacionais, mas contribuiu pouco para enfrentar o problema que o órgão se propunha a resolver. Os pressupostos de gestão adotados pelo BNH, típicos dos militares, eram rígidos, centralizados e impermeáveis à incorporação das práticas desenvolvidas pela população para enfrentar, a custos mais baixos, o problema da habitação. Algumas das características da gestão da instituição eram: administração autoritária, inexistência de participação na concepção dos programas e projetos, falta de controle social na gestão dos recursos, adoção da casa própria como única forma de acesso à moradia, ausência de estratégias para incorporar a processos alternativos de produção da moradia, como a autoconstrução, nos programas públicos. Além disso, utilizando apenas recursos retornáveis, sem ter nenhuma fonte de subsídios e adotando, exclusivamente, critérios de financiamentos bancários para a aquisição da casa própria, o sistema excluiu parcelas significativas da população de baixa renda do atendimento da política habitacional, que ao contrário, deveriam ser atendidas pelo BNH.

Ainda, é importante enfatizar o desastre, do ponto de vista arquitetônico e urbanístico, da intervenção realizada. A opção por grandes conjuntos habitacionais na periferia das cidades gerou verdadeiros bairros dormitórios e a desarticulação entre os projetos habitacionais e a política urbana das cidades. Além disso, a falta de qualidade dos projetos geraram soluções padronizadas e sem nenhuma preocupação com a qualidade da moradia e a inserção delas no meio urbano. O BNH desconsiderou as características de cada região, fazendo com que as construções não incluíssem aspectos culturais, ambientais e urbanísticos, reproduzindo modelos padronizados por todo país.

## ***II.2 - A Regulamentação do Sistema Financeiro Imobiliário e a Atuação do Ministério das Cidades***

Conforme exposto no tópico anterior, a política habitacional do BNH fracassou e não conseguiu reduzir o déficit habitacional no país. Entre a extinção do BNH e a criação do programa MCMV não houve nenhuma estratégia nacional para enfrentar o problema da habitação, que acabou sendo “adotado” pelos municípios.

No entanto, antes de abordar a política habitacional desenvolvida pelo programa Minha Casa, Minha Vida é importante abordar fatos relevantes que ocorreram entre a extinção do BNH e a criação do MCMV.

Em Novembro de 1997, foi instituído o Sistema Financeiro Imobiliário, através da Lei 9,514. A principal novidade da lei foi a inclusão da alienação fiduciária nos contratos de financiamentos imobiliários. Isto representou um aumento da garantia real dos produtores e investidores, em relação às proteções oferecidas pelo modelo do SFH, cuja garantia baseava-se na hipoteca.

O SFI foi criado com o objetivo de estimular o crédito imobiliário e promover a construção de unidades habitacionais, visto que a demanda pela poupança estava baixa durante a década de 90. No entanto, não foi um projeto idealizado para reduzir o déficit habitacional no Brasil. O *funding* do modelo é formado por recursos da iniciativa privada nacional e internacional, sem qualquer subsídio ou gestão do fundo de financiamento por parte do Estado. Sendo assim, entende-se facilmente, a ausência de um caráter social no sistema criado. A ideia do modelo era atrair recursos provenientes do mercado de capitais, através da injeção de capital de fundos de investimentos e fundos de pensão que formariam o fundo de financiamento tanto para a produção quanto para o mutuário final. A alienação fiduciária foi o mecanismo encontrado para dar garantia aos investidores, pois o ato, por si só, transfere a propriedade do imóvel para o comprador, apenas após a quitação da dívida com o credor. Em caso de inadimplência, o credor pode retomar a posse rapidamente, exercendo a garantia fiduciária, diferentemente da garantia hipotecária, que demandava mais tempo para que a posse e a propriedade fossem retomadas.

Outro diferencial do novo modelo era o fato de os financiamentos não contemplarem a totalidade do valor dos imóveis. Parte deste custo seria de

responsabilidade do comprador antes da assinatura do contrato de financiamento. Além disso, o SFI também não previa qualquer regulamentação do Estado sobre prazos, taxas de juros praticadas e o comprometimento da renda familiar para as prestações. Foi um modelo que seguia as regras do mercado imobiliário americano.

A captação de recursos no mercado ocorreria através da emissão de títulos com lastro imobiliário pelos agentes financeiros. A partir da lei 9,514, o Conselho Monetário Nacional autorizou as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e as entidades fechadas de previdência complementar, a efetuarem a aplicação de recursos no SFI por meio dos seguintes instrumentos: Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e Cédula de Crédito Imobiliário (CCI).

A CCI é emitida pelo credor do crédito imobiliário e pode ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele. A CCI poderá ser objeto de securitização nos termos da Lei nº 9.514. Já a LCI é lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados. Enquanto o CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Conforme dito, anteriormente, o SFI não foi criado com o intuito de reduzir o déficit habitacional, não caracterizando-se como uma política de habitação, e por este motivo não é necessário estudá-lo a fundo nesta etapa do trabalho. O SFI não possuía um modelo de financiamento eficiente para formular uma política habitacional universal. No entanto, os mecanismos de financiamento expostos são de fundamental importância para a abordagem do próximo capítulo.

Outro fato relevante no período foi a criação do Ministério das Cidades. Em 2003, já com Luiz Inácio Lula da Silva na Presidência, o Ministério foi criado com o objetivo de alterar o quadro habitacional brasileiro, diminuindo finalmente o déficit habitacional.

No entanto, o objetivo de diminuir o déficit habitacional, objetivo pelo qual o Ministério foi criado, logo no início enfrentou grandes barreiras. De acordo com

Bonducki (2009), uma rígida política monetária, um orçamento enxuto e, ainda, por prevalecer a lógica dos programas do FGTS, sob o comando ortodoxo do Ministério da Fazenda, foram fortes entraves para a execução das políticas idealizadas pelo Ministério.

O Ministério das Cidades foi criado com o objetivo de ser o órgão coordenador, gestor e formulador da Política Nacional de Desenvolvimento Urbano, envolvendo, de maneira integrada, as políticas ligadas às cidades, e coordenando junto aos municípios questões políticas e técnicas das cidades.

É importante frisar o avanço que representou a criação do Ministério, no entanto não é possível desconsiderar a fragilidade institucional, já que a CEF, agente operador e agente financeiro dos recursos do FGTS, é subordinada ao Ministério da Fazenda. Na teoria, o Ministério das Cidades é o responsável pela formulação da política habitacional do país, entretanto a força da Caixa Econômica Federal, presente em todo o país, faz com que a decisão sobre a aprovação dos financiamentos e o monitoramento dos empreendimentos seja responsabilidade única e exclusivamente da instituição, sem a coordenação do ministério.

Em junho de 2005, através da Lei 11,124 foi criado o Fundo Nacional de Habitação – FNH. A criação do fundo tinha o objetivo de constituir um fundo de financiamento para o setor, no entanto a realidade não se concretizou, e o fundo teve um caráter orçamentário, limitado a cumprir seu papel. A mesma política instituiu o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social e exigiu de estados e municípios a criação de uma estrutura institucional, com fundo, conselho e plano de habitação, para que tivessem acesso aos recursos federais para financiar unidades habitacionais voltadas, exclusivamente, para a população de baixa renda.

Entre 2007 e 2008, no entanto as atividades do Ministério foram prejudicadas. Com a abertura de capital de mais de 20 empresas do setor imobiliário e uma forte inversão de capital externo, iniciou-se uma grande demanda por terrenos, e naturalmente os preços das áreas disponíveis teve forte alta, mesmo em localidades menos desvalorizadas.

No fim de 2008, a crise econômica internacional, iniciada no setor imobiliário americano, chegou ao Brasil, gerando incertezas sobre o rumo da economia e

estagnando o setor que vinha em expansão. Nessa conjuntura, o governo Federal decidiu elevar os investimentos no setor habitacional, de modo a impedir o aprofundamento de um quadro de recessão e desemprego que se desenhava para 2009. A iniciativa foi apoiada pelo setor privado e no início de 2009 o governo federal lançou o Programa Federal Minha Casa, Minha Vida. Era o lançamento do maior programa habitacional da história do Brasil e o primeiro, voltado, exclusivamente, para a população de baixa renda, onde concentra-se o déficit habitacional brasileiro.

### ***II.3 - A Política Habitacional do Programa Minha Casa Minha Vida***

Nesse tópico será abordada a política habitacional do programa Minha Casa Minha Vida, sobretudo para habitações urbanas. A política habitacional voltada para habitações rurais não será aprofundada nesta etapa do estudo.

Em 25 de março de 2009, o então Presidente Luiz Inácio Lula da Silva lançou o programa federal de habitação, denominado Minha Casa Minha Vida, voltado exclusivamente para o público de baixa renda. O programa previa, inicialmente, a construção de 1 milhão de moradias e investimentos na ordem de R\$ 35 bilhões pelo governo federal. A Caixa Econômica Federal que herdou parte das atribuições do BNH é o agente financeiro do projeto. O programa é sustentado em parcerias com os estados, municípios, incorporadoras, construtoras e a CEF e é direcionado para o financiamento de unidades residenciais para famílias com renda familiar de até R\$ 4,9 mil reais. Há ainda uma repartição dentro do programa para famílias com renda familiar até R\$ 1,6 mil e famílias com renda limite, de R\$ 4,9 mil. Essa divisão dentro do programa será abordada a seguir.

#### **II.3.1. Regras do Programa Minha Casa Minha Vida para Famílias com até 3 Salários Mínimos.**

Esse segmento do programa prevê a aquisição de empreendimentos na planta, para famílias com renda bruta de até 3 salários mínimos, com recursos do Fundo de Arrendamento Residencial em parceria com os estados e municípios. Os beneficiários devem residir em capitais e respectivas regiões metropolitanas ou municípios com mais de 100 mil habitantes, podendo contemplar em condições especiais municípios entre 50 e 100 mil habitantes, de acordo com o déficit habitacional de cada região.

O projeto funciona em parceria entre a União, Estados, municípios, agentes privados (construtoras e incorporadoras) e a Caixa Econômica Federal. A União aloca recursos por área do território nacional e solicita apresentação de projetos. Os Estados e municípios realizam o cadastramento da demanda e após triagem indicam famílias para seleção, utilizando as informações, sobretudo, do cadastro único. As construtoras apresentam projetos às superintendências regionais da CEF, podendo fazê-los em parceria com estados, municípios, cooperativas, movimentos sociais ou independentemente. Após uma análise simplificada, a CEF contrata a operação e monitora a execução da obra pela construtora. A liberação dos recursos para a produção é feita de acordo com o cronograma físico-financeiro estabelecido antes do início da construção e quando o empreendimento é concluído, a CEF também realiza a sua comercialização.

Como o *funding* do projeto é de certa forma, restrito, alguns estados e cidades são priorizados frente a outros. Os Estados e municípios que oferecem: maior contrapartida financeira, infraestrutura para o empreendimento (terreno), desoneração fiscal de ICMS, ITCD, ITBI e ISS, menor valor de aquisição das unidades habitacionais, existência prévia de infraestrutura, atendimento a regiões que recebam impacto de grandes empreendimentos de infraestrutura, tais como: usinas, hidrelétricas e portos e atendimento às áreas atingidas por catástrofes definidas pela defesa civil são priorizados.

A contratação do Plano Empresário para financiar a produção do empreendimento com a Caixa Econômica depende ainda de um conjunto de exigências da instituição. São eles: aquisição de empreendimentos na planta, pelos mutuários, com especificações e custos definidos, a análise de risco da construtora precisa ser aprovada pela CAIXA, e ter sido realizada a menos de 12 meses, o terreno precisa ser quitado à vista ao vendedor. Além disso, é exigida a contratação do seguro de risco de engenharia e a Desoneração do Regime Especial de Tributação pelo governo federal e dos impostos municipais e estaduais, a critério dos municípios e estados.

As especificações do empreendimento também devem seguir regras rígidas. As unidades habitacionais necessitam serem casas térreas ou prédios de acordo com as características, especificações e custos pré- definidos, com limites de até 500 unidades por módulo, ou condomínios segmentados em 250 unidades.



Para adquirirem as unidades habitacionais financiadas nesta categoria do programa e serem beneficiários das vantagens do programa, os mutuários também precisam cumprir um regulamento estabelecido pela CEF. O mutuário não pode ter sido beneficiado anteriormente em programas de habitação social do governo, não pode possuir casa própria ou financiamento em qualquer UF e deve estar enquadrado na faixa de renda familiar do programa. O pagamento corresponderá a 10% da renda durante 10 anos, com prestação mínima de R\$ 50,00, corrigida pela TR e o registro do imóvel deve incluir o nome da mulher. Não há necessidade de entrada e não há pagamento durante a obra. Também não há a cobrança de seguro por Morte e Invalidez permanente (MIP) e Danos físicos do Imóvel (DFI). Caso o cidadão seja elegível, deve dirigir-se à prefeitura, estado ou movimento social para cadastrar-se. A CEF faz a seleção e convoca os mutuários para a apresentação da documentação pessoal. A assinatura do contrato ocorre ao término da obra e entrega das chaves aos adquirentes.

As principais facilidades deste segmento são o comprometimento da renda familiar em no máximo 10% e a não obrigatoriedade do pagamento da parcela de sinal. Além disso, o fato de o pagamento da primeira parcela, após o fim da obra é suma importância, pois essa condição permite que os adquirentes paguem o aluguel, sem a necessidade de pagar o financiamento, paralelamente. Essas condições preservam a renda das famílias, e evitam também a evolução para um quadro de inadimplência.

### **II.3.2. Regras do Programa Minha casa Minha Vida para Famílias entre 3 e 10 Salários Mínimos.**

O outro segmento do programa prevê o financiamento às empresas do mercado imobiliário para produção de unidades habitacionais para atender famílias com renda acima de 3 e até 10 salários mínimos, com prioridade a faixa acima de 3 e até 6 salários mínimos. Os beneficiários devem residir em capitais e respectivas regiões metropolitanas, municípios com mais de 100 mil habitantes, podendo contemplar em condições especiais, municípios entre 50 e 100 mil habitantes, de acordo com o déficit habitacional da localidade.

Assim como as características do primeiro segmento do programa citado anteriormente, a União oferece subsídios aos beneficiários. Recursos do FGTS são alocados por área do território nacional, e são sujeitos a revisão periódica. As construtoras apresentam projetos de empreendimentos às superintendências regionais da

CAIXA que realiza pré-análise e autoriza o lançamento e comercialização do empreendimento.

Feita a análise do empreendimento e comprovada a comercialização mínima exigida, o chamado gatilho de comercialização, é assinado o Contrato de Financiamento à Produção ou Plano Empresário. Durante a obra, a CEF financia o mutuário e o montante é abatido da dívida contraída pela construtora para a confecção do empreendimento. Os recursos são liberados conforme o avanço do cronograma físico financeiro da obra, após as vistorias realizadas por firmas de engenharia, terceirizadas pela CEF. O financiamento pode atingir até 100% do custo da obra e a incorporadora ou construtora pode optar pela liberação antecipada de até 10% do custo total de obras ou do valor do terreno. O gatilho de comercialização corresponde a 30% das unidades do empreendimento ou 20% das unidades financiadas pela CEF aos mutuários finais, ou, ainda, através da análise da velocidade de venda, de 15% de comercialização. A venda das unidades cujos adquirentes contratam o financiamento com a CEF é utilizada para amortizar saldo devedor da incorporadora ou construtora. Além disso, as empresas precisam estar com a análise de risco vigente pela CEF e devem contratar os seguros de término de obra e do risco de engenharia.

Outra condição para a contratação do financiamento com a CEF é a apresentação de garantias à CEF pela dívida contratada. A instituição exige a fiança dos sócios da construtora ou incorporadora, a garantia hipotecária das unidades habitacionais (1,3 x valor do financiamento PJ), além do penhor dos direitos creditórios (sobre o fluxo de pagamento dos adquirentes). O saldo devedor da construtora é remunerado por uma taxa de juros de 8,0% a.a. e pela Taxa Referencial (TR). A quitação da dívida deve ser em até 2 anos, após a conclusão da obra, e mensalmente, concomitantemente, à liberação da parcela do financiamento as empresas devem pagar os juros e atualização monetária, correspondente.

Diferentemente dos financiamentos ao outro segmento do programa citado, anteriormente, as especificações dos empreendimentos não seguem regras rígidas. Os empreendimentos devem ter um valor de avaliação compatível com a faixa de renda prioritária do segmento, mas não há uma especificação padrão.

Os cidadãos elegíveis ao programa, além de possuir renda familiar entre 3 e 10 salários mínimos, precisam cumprir outros requisitos. São eles: não possuir

financiamento ativo nas condições do SFH, em qualquer localidade do país, não ter recebido a partir do dia primeiro de Maio de 2005, qualquer desconto concedido no âmbito do FGTS para financiamento habitacional, não ser proprietário, cessionário ou promitente comprador de outro imóvel residencial urbano ou rural, situado no local de residência do adquirente ou onde pretende fixá-lo e não ser titular de direito de aquisição de imóvel residencial urbano ou rural, situado no local de residência do adquirente ou onde pretende fixá-lo. A partir do lançamento do empreendimento, o beneficiário procura a construtora para a aquisição do imóvel, podendo fazer isso com o imóvel na planta ou com a construção já finalizada. Feito isso, pode procurar as agências da CEF para receber a Carta de Crédito dentro do Minha Casa, Minha Vida.

A remuneração da dívida dos mutuários é baseada na Tabela PRICE, SAC ou SACRE, e a taxa de juros varia de acordo com a renda familiar dos adquirentes. Para famílias com renda de 3 a 5 salários mínimos, os juros nominais correspondem a 5% a.a. + TR. Famílias com renda de 5 a 6 salários mínimos, os juros nominais correspondem a 6% a.a. + TR. E por último, famílias com renda familiar 6 a 10 salários mínimos, os juros nominais correspondem a 8,16% a.a. + TR. Sobre os contratos incide, ainda, o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que agregado aos juros nominais, correspondem a taxa de juros real do financiamento. Em comparações com os financiamentos convencionais, ou seja, que não se enquadram nas regras do programa, as taxas de juros praticadas pelo mercado variam, majoritariamente, entre 9% e 13%, dependendo do valor do financiamento e prazo. Os mutuários podem optar por financiar até 100% do valor de venda do imóvel e a parcela de sinal é opcional. A dívida pode ser quitada em até 30 anos. Há, ainda, a cobrança de seguro MIP e DFI, no entanto com valor reduzido.

Dois diferenciais do programa frente a todas outras tentativas de política habitacional no país são: a cobertura em caso de perda de capacidade de pagamento, proporcional à renda familiar, através do Fundo Garantidor, gerido pela própria CEF, e principalmente, a concessão de subsídio para famílias com renda de até 6 salários mínimos.

O fundo garantidor da habitação foi uma cobertura criada pela própria CEF para cobrir eventuais inadimplências. O período de vigência do fundo equivale a mesma duração do contrato. As famílias com renda familiar entre 3 e 5 salários mínimos, 5 e 8

salários mínimos e 8 e 10 salários mínimos, possuem, respectivamente, 36, 24 e 12 parcelas garantidas pelo fundo de cobertura. Os mutuários devem contribuir mensalmente com o equivalente a 0,5% do valor da prestação, devem ter quitado no mínimo 6 parcelas do financiamento e contribuir com 5% da parcela do financiamento, montante que será restituído como um bônus de adimplência, no momento do refinanciamento, para receberem a cobertura do fundo. Além disso, os mutuários devem requisitar esse benefício, formalmente, através da comprovação da situação de desemprego ou perda da renda, no caso de profissionais informais, a cada 6 prestações.

Os recursos dos subsídios são retirados das contas de FGTS, também sob gestão da CEF. No entanto, para as famílias poderem receber o benefício, precisam celebrar o contrato de financiamento em até 6 meses, após a emissão do habite-se pela Prefeitura local e o valor de avaliação do imóvel precisar estar enquadrado ao teto limite do FGTS para a região. Como o Brasil possui regiões com diversas particularidades, o governo aumentou, recentemente, o teto máximo para R\$ 170 mil.

Outra novidade no âmbito da política habitacional desenvolvida pelo Programa Minha casa, Minha vida, foi a instituição do trabalho social. Esta atividade é de extrema importância para apoiar a população de baixa renda em intervenções dessa natureza. O programa prevê que os conjuntos residenciais, organizados sob a forma de condomínio, construídos para famílias com renda familiar de até 3 salários mínimos recebam investimentos na ordem de 5% sobre o valor total da obra para criar e desenvolver o trabalho social. Nos financiamentos concedidos com recursos do FGTS, o trabalho social está previsto em empreendimentos com valor da unidade de até R\$ 40mil.

A partir da análise do trabalho social verifica-se o enquadramento do projeto nas regras do programa. O objetivo da instalação de uma estrutura para oferecer o trabalho social é garantir e desenvolver o convívio comunitário, o uso do espaço e dos equipamentos comunitários em harmonia, a educação ambiental e integração social.

### **II.3.3. A Problemática do Programa Minha Casa Minha Vida.**

No fim de 2011, o programa atingiu a meta estipulada no lançamento, em 2009. Segundo dados da Caixa Econômica Federal, em Dezembro de 2011, o programa superou a meta de financiar 1 milhão de unidades habitacionais, com a liberação acumulada de R\$ 100 bilhões, incluindo todas as famílias com renda de 0 a 10 salários

mínimos, enquadradas nas regras do programa. Deste total, cerca de 400 mil unidades foram direcionadas para o primeiro grupo, ou seja, famílias com renda familiar de até 3 salários mínimos. Isso não é nenhuma surpresa, visto que 90% do déficit habitacional brasileiro está concentrado nessa faixa de renda. Entretanto, a grande maioria das construções e liberações dos financiamentos ocorreu em cidades no interior, onde o déficit habitacional é menor, quando comparado com as capitais ou cidades metropolitanas.

É verdade também que nas grandes cidades e capitais, onde se concentra o déficit, ocorreu uma grande valorização nos preços dos terrenos, nos últimos 3 anos, sobretudo pelo aquecimento do setor de construção civil, e conseqüentemente do setor imobiliário, pela grande disponibilidade de crédito e pela própria expansão dos centros residenciais e comerciais das cidades. Sendo assim, encontrar terrenos a preços acessíveis para a construção de imóveis que se enquadrem no preço limite do programa, dentro das capitais e das regiões metropolitanas, tornou-se uma tarefa árdua para as construtoras e incorporadoras.

Dessa maneira, é um consenso o sucesso do programa, principalmente, quando relacionadas, apenas as famílias com renda acima de 3 salários mínimos. Com êxito, essa parcela da população vem sendo assistida pelo governo e pelas incorporadoras. Os lançamentos de empreendimentos nas periferias da capital e das regiões metropolitanas são rapidamente demandados por este segmento. O problema é exatamente o segmento de 0 a 3 salários mínimos que vive nas capitais e regiões metropolitanas. Ao não serem incluídas no programa, as famílias continuam a acelerar o processo de favelização das cidades e aumentam o número da chamada “auto construção”. Sendo assim, o programa Minha Casa, Minha Vida não está conseguindo atender o público das classes D e E, em sua totalidade, que compõe o grupo de famílias que não tem acesso à habitação básica.

Outro problema que o programa ainda não conseguiu combater com sucesso foram as fraudes. A fragilidade na fiscalização, permite que imóveis ou conjuntos residenciais sejam entregues sem atender às especificações do programa e em localidades sem a menor infraestrutura. Além disso, algumas construtoras e incorporadoras agem de má fé ao anunciar a comercialização de imóveis que na teoria se enquadram nos requisitos do programa, mas na realidade não cumprem as exigências da CEF. Um caso muito comum no último ano foi a comercialização de unidades,

abaixo do teto limite de R\$ 190 mil, sendo confirmado pelas empresas o enquadramento no programa, no entanto a CEF o avalia por valor superior ao do contrato, e assim o imóvel não se enquadra no programa e os adquirentes não tem acesso aos benefícios.

Em Dezembro de 2010, a Presidenta Dilma Rousseff lançou a segunda fase do programa. Além de uma meta mais ambiciosa, de construir 2 milhões de unidades habitacionais até 2014, a segunda fase do modelo veio acompanhada de uma mudança importante. A partir de 2011, o governo pode autorizar, legalmente, a construção de unidades habitacionais em áreas que estão em processo de desapropriação. Esse cenário permite, a partir de agora, a construção de imóveis em favelas ou em áreas da União, Estado e Municípios que ocupadas, ilegalmente. É uma situação que pode trazer importantes benefícios, pois o governo poderá atingir grande parte da população com renda de até 3 salários mínimos, que vivem nas grandes cidades e são o alvo da política habitacional desenvolvida pelo programa. A segunda fase do programa MCMV pretende aumentar os investimentos para as famílias com renda até 3 salários mínimos, e assim reduzir o déficit habitacional. Estas famílias terão acesso a subsídios integrais do governo federal, que pretende investir na construção de 1,2 milhão de unidades para esta classe.

## **CAPÍTULO III – AS ALTERNATIVAS COMPLEMENTARES PARA O FUNDING DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO**

### ***III.1 - Cenário Macroeconômico no Brasil.***

Após apresentar em 2010 um crescimento de 7,5%, o ritmo de expansão da economia brasileira desacelerou para 2,7% em 2011. Após uma forte recuperação cíclica em 2009 e 2010, era natural que houvesse algum arrefecimento à medida que a economia atingisse menores níveis de ociosidade. Diante do risco de se ultrapassar o teto do intervalo em torno da meta de inflação, as políticas econômicas expansionistas implementadas em 2009 e 2010 deram lugar, na primeira metade de 2011, a um ciclo de elevação da taxa de juros e redução do ritmo de expansão do gasto público. Somando-se a isto as medidas macroprudenciais de contenção do crédito adotadas em Dezembro de 2010, fica evidente que a política econômica atuou para conter o ritmo de expansão da demanda doméstica na segunda metade de 2011.

A trajetória da economia brasileira em 2012 deve ser oposta à observada em 2011: o ritmo de expansão deve acelerar gradualmente ao longo do ano, levando a um ritmo de crescimento vigoroso no segundo semestre. Deve contribuir para isto, em primeiro lugar, a inflexão da política monetária ocorrida em agosto de 2011. Depois de elevar a Selic de 10,75% para 12,5% entre janeiro e julho, o Copom decidiu em Agosto iniciar um ciclo de reduções que levou a taxa a 9,75%. Do ponto de vista dos efeitos da política monetária sobre a atividade econômica e a inflação, importa menos o nível corrente da taxa Selic e muito mais a trajetória esperada para essa variável a longo prazo. A reversão do ciclo de aperto monetário produziu um efeito expressivo e rápido sobre a trajetória esperada para a taxa Selic e, assim, sobre a estrutura a termo da taxa de juros.

Dessa maneira, considerando-se que os efeitos da política monetária sobre a atividade econômica se materializam com alguns trimestres de defasagem, é de se esperar que, a partir do 2º trimestre deste ano os efeitos da forte redução dos juros reais observada em meados de 2011 comecem a fazer sentir com maior nitidez na economia doméstica. Em adição à redução dos juros reais, deve contribuir para acentuar a expansão do crédito a reversão de parte das medidas macroprudenciais adotadas, em Novembro de 2011. De acordo com o Relatório de Mercado Focus, que informa as expectativas do mercado, os economistas acreditam que o PIB brasileiro voltará a

acelerar nos próximos 2 anos, com um crescimento perto de 3%, em 2012, e 4% , em 2013.

Essa conjuntura econômica somada a forte atividade desempenhada pelo setor da construção civil, principalmente do setor imobiliário, naturalmente indica que o setor continuará em expansão nos próximos anos. Além de o governo continuar investindo com subsídios ao setor na tentativa de diminuir o déficit habitacional no Brasil, a franca expansão do crédito estimula o setor, que é altamente sensível à disponibilidade de crédito na economia.

A projeção de especialistas para o setor imobiliário é que permaneça registrando altos índices de expansão, no mínimo, nos próximos dez anos. Mesmo com a alta valorização dos preços dos imóveis, não se configura uma tendência de bolha no mercado imobiliário, pois o crescimento é sustentado pelo bom desempenho econômico do país, além dos aumentos da renda da população e das linhas de crédito e financiamentos ofertadas. A favor da tese de bolha está a evidência da alta relativamente súbita dos preços. No entanto, uma verdadeira bolha só é sustentada em um cenário com crédito farto e mal alocado, além de taxas de juros reais baixas que afetam os incentivos do sistema financeiro acarretando em mais risco. Mas no Brasil, apesar do crescimento recente, o crédito habitacional ainda é pequeno em relação ao PIB, correspondendo a aproximadamente 6%.

Além disso, a seleção dos mutuários no Brasil envolve critérios muito mais rígidos do que os exigidos em outros países. Os bancos privados financiam até 80% do menor valor entre o valor do imóvel e o de avaliação, sendo o montante liberado dependente da renda do adquirente que os próprios bancos comprometem no máximo 1/3 da renda da família com a prestação do financiamento. O percentual financiado pela instituição financeira corresponde em média a 63% do valor do imóvel. Nos EUA, por exemplo, as instituições financeiras concediam empréstimos para pessoas sem renda, sem emprego e sem ativos. Além disso, chega a ser uma falácia a existência de uma bolha imobiliária em um país com juros reais e compulsórios elevados.



### **III.1.1 - O Esgotamento dos Recursos do Fundo de Financiamento do Crédito Imobiliário**

Atualmente, o *funding* restringe-se aos depósitos compulsórios (FGTS) e depósitos livres (poupança) dos trabalhadores, criados na década de 60 juntamente ao SFH. O FGTS é remunerado a taxa de juros de 3% ao ano mais a Taxa Referencial, enquanto a poupança é remunerada a 6% ao ano mais a Taxa Referencial, correspondentes a um rendimento real próximo de 4% e 7% ao ano, respectivamente. Em relação aos depósitos compulsórios, os saldos podem ser sacados, somente, em ocasiões específicas, configurando um fundo de financiamento permanente para o setor, ainda mais em um cenário de pleno emprego, como se encontra a economia brasileira. No entanto, os depósitos livres podem ser sacados a qualquer momento. Caso os saques dos fundos sejam, permanentemente, inferiores aos depósitos, naturalmente, o fundo de financiamento do SBPE sofrerá uma drástica redução, o que afetaria os financiamentos imobiliários de unidades comercializadas até R\$ 500 mil.

Em 2011, os saldos da caderneta de poupança sofreram forte impacto. Uma conjuntura de juros elevadíssimos, maior inadimplência e endividamento fez com que sobrasse menos dinheiro para ser guardado pelos cidadãos. O ano de 2011 apresentou o pior resultado desde 2007, quando os depósitos superaram os saques em R\$ 14,2 bilhões. Isto representa uma queda de 62% em relação a 2010, quando a captação líquida foi de R\$ 38,7 bilhões.

Os juros básicos da economia que foram elevados, seguidamente, no primeiro semestre do ano passado, atingindo 12,5% em Julho, naturalmente, diminuiu a procura pela poupança, já que investimentos cuja remuneração segue a Selic são mais rentáveis. Os fundos de renda fixa tiveram uma captação da ordem de R\$ 80 bilhões, número seis vezes maior que a captação de 2010, segundo dados divulgados pela Anbima. Ainda, de acordo com a instituição, a rentabilidade dos fundos DI (que possuem a Selic como referência) foi de 11,85% e dos fundos de renda fixa de 12,47%. Em paralelo, a rentabilidade da poupança foi de 6,8%. Levando em consideração que a inflação atingiu o teto da meta e fechou o ano a 6,5%, praticamente, os ganhos da poupança foram anulados.

A tabela 6 mostra a variação negativa das captações líquidas mês a mês desde Julho/2010 até Julho/2011. A captação líquida passa a ser negativa, ou seja, os saques

superaram os depósitos, a partir de Janeiro de 2011, exatamente no cenário de ascensão da taxa básica de juros. A captação líquida volta a ser positiva, apenas em Maio. A figura 12 mostra como a evolução do saldo das contas de poupança cresce em uma velocidade menor do que nos outros anos.

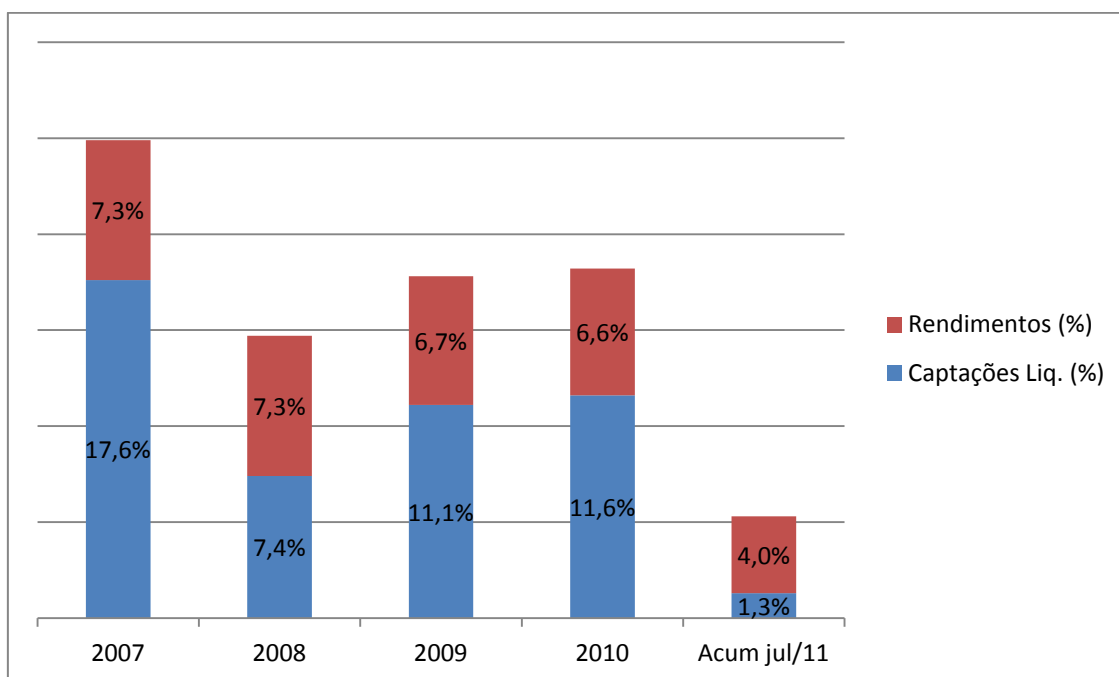
Tabela 6: Dados da Poupança - Julho/2010 a Julho-2011

Poupança - SBPE, ex Rural							
Data	Saldo (R\$ MM)	Captações Líq. (R\$ MM)	Rendimentos (R\$ MM)	Total	Captações Líq. (%)	Rendimentos (%)	Total (%)
jul/10	276.941	5.333	1469	6.802	2,0%	0,5%	2,5%
ago/10	279.681	1.185	1556	2.741	0,4%	0,6%	1,0%
set/10	284.965	3.762	1522	5.284	1,3%	0,5%	1,8%
out/10	288.657	2.172	1520	3.692	0,8%	0,5%	1,3%
nov/10	293.560	3.410	1493	4.903	1,2%	0,5%	1,7%
dez/10	299.878	4.802	1516	6.318	1,6%	0,5%	2,1%
jan/11	301.390	-201	1713	1.512	-0,1%	0,6%	0,5%
fev/11	302.714	-362	1686	1.324	-0,1%	0,6%	0,5%
mar/11	304.709	461	1534	1.995	0,2%	0,5%	0,7%
abr/11	305.868	-612	1770	1.158	-0,2%	0,6%	0,4%
mai/11	306.900	-650	1682	1.032	-0,2%	0,5%	0,3%
jun/11	309.917	1.191	1826	3.017	0,4%	0,6%	1,0%
jul/11	315.841	4.127	1797	5.924	1,3%	0,6%	1,9%

Fonte: Banco Central

Nota: Elaboração Própria do Autor

Gráfico 5: Variação do Saldo da Poupança (%) - Julho/2010 a Julho-2011



Fonte: Banco Central

Nota: Elaboração Própria do Autor

No entanto, a alta da taxa básica de juros não foi a única, e exclusivamente, a responsável pelo pior desempenho do SBPE dos últimos anos. Em paralelo a esse quadro, a inflação torna-se mais um fator que justifica o aumento dos saques da caderneta. Com o nível de endividamento em alta e o aumento do custo de vida, os brasileiros foram obrigados a sacar. A nova classe média, que surgiu com o aumento do nível de emprego e da renda, parece ter sido o fiel na balança de investimentos, pois aumentou o consumo e passou a adquirir produtos que não eram acessíveis, anteriormente. O crédito farto até 2010 também foi importante para esse fato, no entanto com taxa de juros em ascensão, compras a prazo com taxas de juros pós-fixadas, elevaram o valor das faturas e muitas famílias não conseguiram cumprir com as suas obrigações. Nessa situação, muitos utilizam os depósitos na caderneta de poupança para reequilibrar o orçamento. O fato é que a nova classe média gastou demais, a inadimplência cresceu e a fatura pesa no orçamento familiar dessa classe social. Além disso, o crédito que era farto em 2010 ficou mais caro e mais escasso, em 2011. O BC com o objetivo de controlar a inflação restringiu o crédito, ainda no fim de 2010.

Para 2012 é de se esperar que a captação líquida dos depósitos de poupança volte a registrar índices mais expressivos. Com a nova tendência da taxa básica de juros da economia, as aplicações em fundos de renda fixa e fundos DI tornam-se menos atraentes. Por outro lado, o governo se prejudica, pois os investimentos em títulos da dívida pública financiam os gastos do governo.

Por lei, 65 por cento dos depósitos em poupança, excluindo a poupança rural, têm de ser direcionados pelos bancos ao financiamento imobiliário. Esse limite já está próximo de ser alcançado, segundo o Ministério da Fazenda, em meio ao aquecimento da demanda. O saldo total dos depósitos na caderneta de poupança, ao fim de 2011, é de R\$ 420 bilhões e o total de rendimentos pagos pelas instituições bancárias foi de R\$ 27 bilhões. Parece muito, mas não é. Além da possibilidade de o nível dos depósitos diminuir em caso de alguma conjuntura macroeconômica, o volume atual dá sinais de que não poderá atender a demanda que surgirá nos próximos 5 anos.

Em 2011, o financiamento imobiliário com recursos da caderneta de poupança bateu recorde e fechou o ano com alta de aproximadamente 42% em relação a 2010, totalizando cerca de R\$ 80 bilhões em contratos de financiamento imobiliário. As operações envolveram o financiamento de 492,908 mil unidades financiadas, alta de 16% ante 2010, segundo dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip). É o melhor resultado na série histórica, iniciada em 1967.

É fácil perceber que o SBPE com os recursos provenientes dos depósitos livres dos trabalhadores é a maior fonte de captação e investimento de recursos para o crédito imobiliário. É fato que continuará na liderança por longo tempo. Mas, também é um consenso que os recursos alocados nas cadernetas de poupança não serão suficientes para atender a política de crédito expansionista, apoiada pelo governo, e a demanda crescente por imóveis nos principais centros urbanos. O crescimento médio da poupança é de cerca de 20% ao ano, e o crédito está atingindo uma taxa de crescimento superior a 50% ano. É natural que haja um desequilíbrio. Especialistas apontam que a poupança conseguirá atender a demanda até a metade de 2013.

Além da necessidade do *funding* do crédito imobiliário conseguir atender a demanda, a própria participação do crédito imobiliário no PIB evidencia que há espaços

para aumentar o nível dos fundos de financiamento imobiliário no Brasil, e consequentemente, do crédito imobiliário. Em 2010, a participação do crédito imobiliário no PIB brasileiro foi de apenas 3,8%. Esse percentual subiu mais de 2 pontos percentuais, atingindo a marca de 6% do PIB, em 2011. Na América do Sul, o Chile e o México podem ser citados como referências, pois o percentual alcança 18% e 12%, respectivamente. A China, cuja contribuição do setor de construção civil para o PIB é mais significativa que a do Brasil, possui uma participação de 20% e os Estados Unidos 80%. Dessa maneira, é visível que há espaço para o crescimento do crédito.

Sendo assim, no próximo tópico, serão debatidas as soluções pensadas pelos agentes econômicos envolvidos: Bancos, incorporadoras, construtoras, seguradoras, securitizadoras e pelo governo.

### ***III.2 - As Letras Hipotecárias e as Letras de Crédito Imobiliário***

No capítulo anterior foi apresentada a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) que regulamentou a captação de recursos no mercado financeiro através da emissão de títulos com lastro imobiliário. Sendo assim, a partir de 1997 as LCIs, CRIs e CCIs passaram a ser novos instrumentos de captação para os agentes econômicos envolvidos com crédito imobiliário.

Até o momento a emissão de LCI foi mais expressiva que a emissão dos certificados. Essa informação não é espantosa, visto que as LCIs possuem a mesma estrutura das Letras Hipotecárias. As LHs são papéis cuja emissão é regulamentada desde 1988, ou seja, 9 anos antes da regulamentação da emissão dos outros instrumentos citados. O que difere a LCI da LH é a natureza do lastro e o prazo mínimo fixado para o resgate da aplicação. De acordo com a CETIP, a Letra Hipotecária é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreados por créditos imobiliários e garantidos por hipoteca, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulada. Já a Letra de Crédito Imobiliário é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulada. A alienação fiduciária confere uma vantagem em relação à garantia

hipotecária, pois em caso de inadimplência do mutuário, o imóvel é retomado mais rapidamente pela instituição. A execução da garantia hipotecária demanda mais tempo para a retomada do imóvel. Ambos os títulos são isentos de imposto de renda para pessoa física e da taxa de administração. Outra vantagem é o baixo risco associado a estes títulos, visto que o lastro imobiliário é reconhecido como o segundo menor risco associado ao mercado financeiro, atrás apenas das aplicações atreladas aos títulos públicos federais. Além disso, as aplicações de até R\$ 70 mil são garantidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). A rentabilidade das letras é atrelada a algum índice de mercado e, geralmente, as instituições optam pelo CDI. Ainda, como o investimento é isento de imposto de renda a remuneração da aplicação corresponde ao CDI líquido, diferentemente, de outros produtos ofertados pelas instituições financeiras, como os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), que possuem uma tabela regressiva de imposto de renda, de acordo com o tempo da aplicação. Dessa maneira, é fácil concluir que a LH e a LCI teriam captação superior à poupança. No entanto, o grande problema destes títulos é a exigência de uma aplicação mínima bastante elevada para o padrão brasileiro. Instituições de médio porte exigem aplicação mínima de R\$ 30 mil e instituições de grande porte exigem, no mínimo, R\$ 50 mil. Outro ponto negativo são os prazos para os vencimento dos títulos que variam entre 2 meses e 3 anos e não possuem liquidez diária, mensal ou anual, devendo o resgate ser feito no vencimento do papel. Além disso, todas as instituições exigem que o investidor seja correntista, o que sugere mais gastos para a manutenção da conta corrente. Então, não é difícil entender a grande dificuldade de o saldo das LCIs e das LHs atingir um saldo relativamente alto dentro do fundo de financiamento imobiliário. O fato de não ser um produto ofertado a grande maioria dos trabalhadores brasileiros confirma essa situação. Além disso, não é um produto disponibilizado com facilidade no mercado. A oferta destes títulos ainda é pequena frente à boa rentabilidade que oferece, ainda mais em um momento de alta oferta do crédito imobiliário.

Há, ainda, uma importância social dos títulos desta natureza. Ao emitir LCIs e LHs os agentes financeiros não precisam aguardar o vencimento das prestações dos mutuários finais para recuperar o investimento em um projeto. Desta forma, recuperam o capital investido, mais rapidamente, ficando livre para reinvesti-lo em novos projetos habitacionais.

### ***III.3 - A Securitização de Recebíveis***

Depois de sucessivos recordes na concessão oficial de crédito imobiliário, 2012 promete consolidar uma mudança na curva de financiamentos privados para o setor. Governo e operadoras de crédito já discutem a adoção de novas modalidades de financiamento, que atendam à demanda crescente por imóveis. Segundo dados da Associação Brasileira das Empresas de Crédito Imobiliário (Abecip), o volume de crédito habitacional atingiu 6% do PIB, em 2011. A média histórica, até 2008, era de um volume de crédito entre 2% e 3% desse indicador.

Nesse quadro, uma das propostas levantadas para complementar o *funding* habitacional é o modelo de securitização de recebíveis imobiliários.

De acordo com a Uqbar, a palavra securitização foi adaptada do inglês "securitization", termo coerente com a denominação dos valores mobiliários em inglês: "securities". Securitização, então, transmite a idéia de utilizar ou criar valores mobiliários. De fato, o significado da palavra tem evoluído ao longo do tempo, junto com o desenvolvimento do mercado de capitais. A instituição entende securitização como uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em títulos mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram. Os títulos de securitização são, portanto, caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal, juros e atualização monetária, se for o caso, a partir de um fluxo de caixa proveniente da carteira de ativos selecionados.

A securitização pode ser feita através da emissão de dois títulos, sendo eles: a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Segundo a CETIP, a Cédula de Crédito Imobiliário é um título representativo de crédito imobiliário, emitido com ou sem garantia, real e remunerado pelos índices de preços. É um título executivo, extrajudicial, exigível pelo valor apurado de acordo com as cláusulas e condições pactuadas no contrato que lhe deu origem. A CCI é emitida pelo credor do crédito imobiliário e pode ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele. Uma das principais vantagens deste título é o fato de o crédito nele representado poder ser utilizado como lastro de um

Certificado de Recebíveis Imobiliários. As instituições elegíveis para emitir uma CCI são aqueles que detêm o crédito imobiliário como bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, bancos de desenvolvimento, sociedade de créditos, financiamentos e investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, companhia securitizadora e companhia hipotecária autorizada pelo Banco Central a realizar operações de crédito imobiliário. Já o Certificado de Recebíveis Imobiliários é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro. O CRI é de emissão exclusiva das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários e só pode ser emitido com uma única e exclusiva finalidade: a aquisição de créditos imobiliários. A principal vantagem desta emissão é que este título permite a captação de recursos nos mercados financeiros e de capitais com lastro em financiamentos imobiliários. É o único título de crédito que oferece lastro, que é o fluxo de pagamentos, e garantia real ao investidor. Outro ponto positivo é transformar um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, possibilitando mais alavancagem para as incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras, ou seja, para todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia, também imobiliária.

É importante deixar claro neste tópico que o montante da CCI representa o fluxo de pagamentos de 1 unidade habitacional, exclusivamente, enquanto o valor do CRI representa o crédito concedido a diversas unidades habitacionais, de diversos empreendimentos e de credores diversos. Ao investir em títulos desta natureza, investidores adquirem o(s) fluxo(s) de recebíveis de crédito(s) concedido(s) para a quitação de unidade(s) de habitação. Os termos e condições, tais como: taxas, prazos, amortizações e índices de correção, variam de acordo com cada título emitido.

Conforme explicitado acima, as CCIs são emitidas por securitizadoras e bancos, em geral, enquanto os CRIs são emitidos, exclusivamente, pelas instituições securitizadoras. Os bancos ou as securitizadoras “empacotam” os fluxos de recebíveis transformando-os em títulos que são negociados no mercado de capitais. As incorporadoras e construtoras recebem todo o crédito à vista, com um deságio estabelecido junto com a instituição emissora. As empresas passam, então, a ter o retorno dos projetos em prazo menor e esse capital é incorporado ao capital de giro da



empresa, proporcionando novos investimentos. Já os investidores recebem um bônus ou prêmio, que são os juros acrescidos do principal que refere-se à amortização do principal da prestação do financiamento. O bônus é pago aos investidores de maneira mensal ou anual, de acordo com as condições estipuladas no título e é isento de imposto de renda para as pessoas físicas, assim como as LCIs e LHs.

O fluxo para a emissão de uma CCI e de um CRI segue algumas regras. Para a emissão de uma CCI, o credor do crédito (incorporadoras e construtoras) vende o fluxo de recebíveis para bancos ou securitizadoras que emitem um título e registram na Cetip, podendo mantê-lo sob custódia ou negociá-lo no mercado secundário, ou ainda utilizá-los na emissão de um CRI. A emissão de um CRI é, de certa forma, mais burocrática. Os credores (incorporadoras, construtoras e/ou bancos) cedem os créditos dos fluxos de pagamentos de diversas unidades habitacionais para as securitizadoras, que emitem o CRI lastreado nos fluxos de recebíveis, ofertando-o no mercado primário. Fundos de investimentos, investidores qualificados, investidores super-qualificados e pequenos investidores adquirem participação nos certificados. A partir da cessão dos créditos, o relacionamento do devedor com a credora é extinto, e o devedor passa a pagar as prestações do financiamento para a securitizadora, que é a nova detentora do crédito. As securitizadoras, então, remuneram os investidores, o que inclui o pagamento do principal, juros e atualização monetária. Em caso de inadimplência dos mutuários em um prazo menor que 100 dias, após a cessão dos recebíveis ou antes de registrar a cessão na matrícula do imóvel, a cedente recompra os créditos e os cessionários não têm nenhuma obrigação com os mutuários ou prejuízo com a operação. É a chamada coobrigação do cedente. Outra característica importante de um CRI é que pode ser emitido na forma simples ou em regime fiduciário. De acordo com a Bovespa, neste caso, deve ser constituído um patrimônio separado, administrado pela companhia securitizadora e composto pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão. Para proteger os direitos dos investidores, deve ser nomeado um agente fiduciário, que acompanha a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado.

Atualmente, os Certificados de Recebíveis Imobiliários são registrados na Bovespa e três companhias concentram 80% das emissões, sendo elas: Cibrasec, Brazilian Securities e Gaia. A principal vantagem destes títulos com lastro imobiliário é a alta rentabilidade. As CCIs e os CRIs remuneram os investidores a uma taxa de juros

que varia entre 8% e 12% ao ano mais um índice de correção, que geralmente, são IGP-M, IPCA ou TR. Em comparação com a poupança, que rende em média 7% ao ano, é bastante atrativo. Além disso, o investimento é isento de IR para pessoas físicas. No entanto, as aplicações possuem perfil de longo prazo e a liquidez é restrita. A maioria dos CRIs emitidos possui prazo mínimo de 5 anos, podendo chegar a 25 anos. O resgate dos recursos ocorre na data de vencimento do papel e por meio do pagamento das parcelas (amortizações, juros e correção monetária). Caso o investidor deseje efetuar o resgate da aplicação antes das datas contratadas, o investidor pode vendê-las na Bolsa, mas, seguramente, perderá rentabilidade.

O principal ponto negativo que prejudicava a captação de recursos através destes títulos era a restrição a investidores qualificados. Originalmente, a aplicação mínima era de R\$ 300 mil, mas o valor já foi reduzido. Alguns CRIs negociados na Bovespa, já aceitam aplicações a partir de R\$ 1mil. Em março de 2011, a CEF securitizou parte da carteira, e disponibilizou aproximadamente R\$ 250 milhões em CRIs nas agências com aplicações mínimas a partir de R\$ 10 mil. Os títulos têm prazo de vencimento em Novembro de 2018 e remuneram a Taxa Referencial (TR) mais 10% ao ano. Porém, a iniciativa esbarrou na dificuldade de distribuição desse tipo de produto na rede de agências bancárias. As pessoas físicas compraram apenas metade do volume ofertado. Os investidores de alta renda permanecem os principais demandantes dos recebíveis imobiliários, o que limita a revenda desses papéis pelos bancos para um público mais amplo. Outros bancos sem tradição ou com atuação reduzida em securitização de recebíveis, como Bradesco e Citibank, preparam maior distribuição de CRIs a seus clientes, já em 2012.

Outro fator relevante para a aquisição de um CRI é o risco associado à inadimplência. Para dirimir esse risco e fortalecer a garantia do título, o CRI pode ser submetidos a análise de crédito por uma agência de classificação de risco e as cotas são divididas em duas categorias. Um percentual majoritário de cotas é enquadrado na categoria de CRI Sênior e um percentual reduzido das cotas é enquadrado na categoria CRI Subordinado. A participação minoritária dos CRIs são comprados pelo próprio cedente dos créditos, que arcam primeiro com eventuais inadimplências. Apenas em um quadro de inadimplência elevada da carteira, as perdas atingem os CRIs Seniores. Usualmente, um CRI classificado com um *rating* AA costuma ter 15% de subordinação das cotas. Mas, há, ainda, a garantia fiduciária do imóvel que permite a retomada da

unidade habitacional. Os credores podem leiloar o imóvel recuperando o capital investido.

A emissão das CCIs e dos CRIs é regulamentada desde 1997, no entanto somente nos últimos 6 anos que a emissão dos títulos ganhou força e mesmo assim, é uma operação ainda incipiente no país. De qualquer maneira, 2011 foi um marco para os agentes econômicos envolvidos neste tipo de operação, não só pelo debate, que foi estimulado pela necessidade de novas fontes de financiamento, mas também pelo próprio volume de emissões. Segundo a Uqbar, foi atingido um novo recorde nas emissões de Certificado de Recebíveis Imobiliários, em 2011. Foram emitidos, aproximadamente, R\$ 13,6 bilhões, sendo que R\$ 8,6 bilhões referem-se às operações lastreadas em crédito corporativo e R\$ 5 bilhões às operações em créditos residenciais. Isto representa um aumento de 59% em relação a 2010 quando o volume de emissões atingiu a marca de R\$ 8,5 bilhões, e 255% em relação ao total emitido em 2009, que foi de R\$ 3,8 bilhões. Outro dado relevante fornecido pela Uqbar, foi a divisão das emissões por ativo-lastro. O crédito imobiliário foi a categoria que liderou as emissões, atingindo a marca de R\$ 8,9 bilhões ou 66% das emissões dos CRIs. Os outros 34% representam os CRIs lastreados em contrato de aluguel. Em 2010, o crédito imobiliário ficou com 48% das emissões, enquanto o aluguel ficou com 52%.

Esse cenário mostra uma evolução da securitização de recebíveis oriundos de créditos habitacionais no país. Foi a primeira vez que as ofertas de CRIs com lastro em operações de crédito superaram as ofertas realizadas com base em contratos de aluguel. Além disso, as operações lastreadas em crédito corporativo, que sempre dominaram as emissões e eram as grandes responsáveis pela manutenção do mercado, agora são acompanhadas, de certa maneira mais próximas pelas operações com lastro em crédito residencial. O estoque de CRIs emitidos no mercado brasileiro atingiu a marca de R\$ 33 bilhões ao fim de 2011.

O crescimento do crédito imobiliário como lastro dos CRI é reflexo da evolução do modelo de securitização. No entanto, o ritmo de crescimento da atividade depende da disposição dos bancos em ceder os créditos. Atualmente, a maior parte dos CRI lastreados em crédito imobiliário ainda se concentra no segmento corporativo, e não no residencial. Entretanto, as incorporadoras e construtoras demonstram grande aceitação ao modelo. Pequenas e médias empresas do ramo já realizaram processo de

securitização de parte da carteira, emitindo CCIs. Empresas de maior parte também já securitizaram parte da carteira de recebíveis. A PDG, inclusive, possui um braço voltado, exclusivamente, para essa atividade, a PDG securitizadora, que securitizou R\$ 780 milhões, em 2010, e R\$ 1 bilhão, em 2011, da carteira de recebíveis performados e não performados, residenciais e comerciais, incluindo emissões de CCIs e CRIs neste períodos. Em 2011, PDG, Cyrela, Brookfield, MRV e Rossi financiaram a construção de mais de R\$ 1 bilhão de imóveis com recursos da venda de recebíveis, e assim mostram que não desejam desempenhar a função dos bancos, financiando os adquirentes até a quitação da dívida.

Esse cenário só corrobora a ideia das incorporadoras e construtoras de cederem os recebíveis e reporem o capital de giro para novos projetos. Mas, a evolução do modelo depende, em grande parte, das instituições bancárias, que concentram o grosso dos recebíveis imobiliários, e ainda são reticentes a estratégia de securitização. O objetivo de grandes bancos ao financiarem empreendimentos residenciais com extensa quantidade de unidades, é aumentar a base de clientes ofertando crédito por um período longo, superior a 20 anos, período no qual a instituição pode fidelizar o cliente e vender produtos por longo tempo. Com a securitização do crédito, os bancos podem perder o relacionamento com os clientes. Outro problema relatado pelas instituições refere-se aos lançamentos contábeis dos créditos. Ao securitizar os créditos, os mesmos deveriam retirá-los dos balanços. Porém, esse problema foi extinto com a Resolução nº 3.932 do Conselho Monetário Nacional (CMN). A regra autorizou os bancos a contabilizar por um período de 36 meses os créditos imobiliários cedidos a securitizadoras, com redução gradual durante esse prazo. Isto mostra que os agentes econômicos estão atentos às necessidades do mercado e modernizando as instituições. O governo apoia a securitização de recebíveis, principalmente, para a formação de um fundo de financiamento para unidades habitacionais cujo valor de venda seja superior a R\$ 500 mil, teto máximo dos financiamentos concedidos pelo SFH. As próprias incorporadoras e construtoras já perceberam a vantagem deste tipo de operações e vêm aumentando a participação neste segmento ano a ano. É uma questão de tempo para que a participação das instituições bancárias aumente, e contribua ainda mais com o desenvolvimento deste *funding* no Brasil.

A proposta de securitização de recebíveis, que envolve o mercado de capitais, segue a linha de transformar os financiamentos imobiliários em uma aplicação financeira para investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimentos e seguradoras), investidores qualificados e pequenos investidores. Na estrutura do modelo, o papel do banco se restringiria a analisar e conceder o empréstimo, que depois é "empacotado" e vendido no mercado. Se o mutuário não paga, o imóvel cobre o prejuízo, através da execução da alienação fiduciária. A vantagem é que o banco recuperaria o dinheiro, rapidamente, e teria mais recursos para fazer sucessivos empréstimos. O estímulo que o mercado de capitais aponta e que o governo apoia é a concessão sucessiva de crédito, reduzindo taxas e melhorando as condições ao mutuário.

O modelo foi adotado pelos EUA, cujos empréstimos de maior risco originaram a crise das hipotecas subprime, e desencadeou a crise financeira mundial, em 2009. No entanto, não há risco de acontecer o visto nos EUA, em 2008. O sólido sistema bancário brasileiro contribuiu ainda mais para o aumento das operações de securitização. Em Junho de 2011, a agência de classificação de crédito Moodys elevou o *rating* do Brasil de Baa3 para Baa2 e uma das conclusões da instituição foi a baixa vulnerabilidade associada a riscos de crédito devido a solidez do sistema bancário no país. Além disso, ao dirimir o risco de inadimplência, comprometendo 30% da renda dos mutuários, e financiando no máximo 80% do valor do imóvel, os bancos mantêm em carteira clientes com bom histórico de adimplência cujos recebíveis são passíveis de securitização. Os EUA apresentavam cenário completamente distinto. Os preços dos imóveis estavam inflados em razão da especulação que envolvia o setor imobiliário. Com uma taxa de juros próxima de 1%, os imóveis tornaram-se um bom ativo para investimentos. Com crédito farto, os bancos elevaram as concessões, chegando a financiar mais que 100% do valor dos imóveis, e contemplaram clientes com histórico de crédito, inferior aos limites de conformidade do sistema bancário americano. Ao securitizar os recebíveis, as securitizadoras não consideraram o histórico de adimplência dos devedores. Naturalmente, a inadimplência cresceu e os bônus dos títulos não foram honrados. Daí veio a denominação para subprime, pois a crise surgiu a partir da inadimplência dos financiamentos de segunda linha ou dos mal pagadores. Outro dado importante, é que no Brasil a grande maioria dos financiamentos é direcionada para a aquisição da primeira casa própria, o que coloca o mercado de crédito habitacional brasileiro em

outra perspectiva quando comparado ao dos EUA. Em um país com déficit habitacional e com a classe média em expansão não pode ser comparado com um mercado em que o nível de investimento em imóveis é, significativamente, maior.

No mercado financeiro, a visão é que os cinco grandes bancos não querem abrir mão do crédito imobiliário, especialmente quando se tornará mais rentável, mantendo controle das taxas. Os bancos rebatem afirmando que a securitização depende de uma estrutura financeira cara, com participação de uma série de agências como avaliadoras de risco, corretores, Bolsa, escritórios de advocacia, agentes fiduciários, etc. É um consenso que para transformar a securitização em um *funding* tão importante quanto a poupança ainda se requer algumas mudanças no mercado. É preciso avançar na padronização de contratos, na padronização dos indexadores dos contratos que servem de lastro e dar mais segurança ao investidor por meio da concentração dos atos nas matrículas dos imóveis. Entretanto, o próprio crescimento da demanda será uma força motora para o desenvolvimento do processo de securitização no Brasil.

#### ***III.4 - O Modelo Europeu de Financiamento: o Covered Bond***

O fundo de financiamento de longo prazo do crédito imobiliário dos países europeus é sustentado pelas emissões dos *covered bonds*. Este tipo de título é emitido desde o século XVIII, e teve importância fundamental para os financiamentos imobiliários residenciais e comerciais durante os séculos XIX e XX, época em que a urbanização foi acentuada em todo o continente europeu.

Na Europa, os *covered bonds* são instrumentos de dívida, garantidos por ativos. Usualmente, estes ativos são os financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, com garantia real dos imóveis, empréstimos ao setor público ou financiamentos garantidos por navios. O conjunto de ativos utilizados como garantia dos títulos é conhecido como *cover pool* que pode ser formado por diferentes ativos, ou ativos homogêneos. A maioria dos países europeus utilizam ativos homogêneos para lastrear uma emissão. Ou seja, o título, cujo direcionamento dos recursos será para o crédito imobiliário, será lastreado em financiamentos imobiliários e os imóveis objetos garantias das operações. A grande vantagem destes títulos, frente a debêntures, é que os investidores dos *covered bonds* têm preferência em relação aos ativos que compõe o

*cover pool*, caso a instituição emissora entre em *default*. Na ótica do emissor, o *covered bond* representa uma dívida de longo prazo, e os recursos captados são utilizados para a formação de um fundo de financiamento. Nos casos dos títulos cujo pool de ativos são financiamentos imobiliários, os recursos são direcionados para o financiamento de novas unidades habitacionais e comerciais. Os títulos são emitidos com maturidade entre 3 e 10 anos e o pagamento do bônus e do principal da aplicação é feito na data de maturidade. Isto configura o *covered bond* como um investimento de longo prazo. Os cotistas dos títulos podem negociar as cotas no mercado secundário, no entanto perderão rentabilidade da aplicação.

A emissão dos *covered bonds* pode seguir uma legislação específica do país ou ser protegida por contrato, dependendo do país e do desenvolvimento deste tipo de operação no mesmo. Conforme a adesão dos países a legislações específicas aumente, a tendência é aumentar o número de países que utilizam os *covered bonds* como *funding* do crédito imobiliário. Muitos países, nos últimos anos, aprimoraram as legislações existentes, com o objetivo de garantir mais segurança jurídica aos títulos, e conseqüentemente aumentar o número de investidores envolvidos nestas operações. Em 2004, a *European Mortgage Federation* (EMF) criou o *The European Covered Bond Council* (ECBC), órgão responsável para desenvolver os *covered-bonds* nos países europeus. O conselho é formado por instituições emissoras, analistas, bancos de investimentos, agências de classificação de risco e agentes econômicos interessados. O objetivo do ECBC é representar e promover os interesses dos participantes no mercado de *covered bonds* a nível internacional, principalmente na Europa. O principal objetivo do ECBC é ser o ponto de referência para a indústria dos *covered bonds* e formar uma rede de relacionamento para os participantes da indústria bem como negociar reivindicações junto aos governos para o desenvolvimento da indústria nos países.

Segundo a ECBC, instituições elegíveis à emissão são aquelas enquadradas no artigo 52 da *Directive Collective Investments in Transferable Securities* (UCITS). A diretiva aponta que um emissor deve ser uma instituição de crédito, sediada em um estado membro da União Europeia, sujeita por lei à supervisão especial. Além disso, a emissão deve seguir as políticas monetárias da zona do euro, a moeda do título e a remuneração dos investidores devem ser expressas em euro e o prospecto da emissão

deve estar dentro da legislação dos *covered bonds* aprovadas pelo Parlamento Europeu, e dentro da zona do euro.

O *pool* de ativos deve conter ativos elegíveis, determinados por lei, e que sejam suficientes para pagar os detentores de cotas dos *covered bonds* durante o período de maturidade do título. A grande vantagem que a indústria oferece é o direito prioritário do investidor sobre os ativos discriminados no *pool* de ativos em relação aos outros credores da instituição.

Usualmente, os *covered bonds* são emitidos por instituição de crédito, e o investidor têm direito ao recebimento integral da aplicação e da remuneração do título, de acordo com o prospecto de cada emissão, denominado como *full recourse right*. Isto representa uma garantia dupla para o investidor de um *covered bond*, pois esta regulação confere a garantia do fluxo de caixa da instituição emissora e a garantia com os recursos do *pool* de ativos. O *full recourse right* é a principal diferença entre a securitização europeia e os *covered bonds*, pois no primeiro tipo de operação os investidores têm apenas como fonte de pagamento o fluxo de caixa dos ativos securitizados. Assim como no Brasil, não há a garantia da instituição securitizadora ou das cedentes do crédito.

O *pool* de ativos de uma emissão deve observar padrões mínimos de qualidade, estabelecidos na lei específica do país, ou na sua ausência, nos contratos sob os quais os *covered bonds* foram emitidos. Os ativos garantidos a um *covered bond* são especificamente indicados no prospecto da emissão e são blindados, garantindo que, em caso de default da instituição de crédito, os ativos que compõe o *pool* sejam usados, primeiramente, para pagar os detentores dos bônus frente aos demais credores da instituição. Existem três maneiras de proteger os ativos do *pool* que são: a própria lei específica sobre o *covered bond* exclui o *pool* de ativos da massa falida ou estabelece a ordem de preferência para os investidores dos *covered bonds*. Na segunda maneira, o *pool* de ativos é transferido para uma Sociedade Propósito Específico (SPE), que garante as obrigações da instituição referente aos *covered bonds*. A terceira forma é a transposição da Diretiva Europeia sobre garantias, que estabeleceu regras que permitem a penhora do *pool* de ativos, em caso de default do emissor. Transposição, pois cada país é responsável pela incorporação das diretivas, instituídas pelo Parlamento europeu,



dentro da lei nacional. Outra característica relevante da emissão é que a instituição emissora tem a obrigação de garantir que o valor do *pool* de ativos seja igual ou maior que o valor de face dos títulos, durante a maturidade. Para tal, é possível adicionar mais ativos ao *pool* para compensar ativos que tornem-se ilíquidos, em caso de antecipação das prestações ou inadimplência dos mutuários. Esta é outra característica que favorece os *covered-bonds* frente às securitizações, pois nestas a carteira securitizada, não pode ser repostada, transferindo o risco, exclusivamente para os investidores, em casos de inadimplência.

Outro fator que confere uma garantia maior às emissões de *covered bonds* lastreados em financiamentos imobiliários é a legislação sobre o *loan-to-value*. Esse parâmetro é um indicador da relação entre o saldo devedor do mutuário e o valor de avaliação da unidade habitacional. O percentual máximo do LTV é definido por cada país, mas a maioria dos países adota um percentual máximo de 80% para financiamentos residenciais e 60% para financiamentos comerciais. Isso significa que, apenas, financiamentos cujo LTV seja inferior a 80%, para financiamentos residenciais e 60% para financiamentos comerciais podem lastrear a emissão de um *covered bond*. Após a emissão do título, os ativos que são lastros da emissão são monitorados, de acordo com a legislação de cada país. O monitoramento tem o objetivo de preservar os direitos dos cotistas e é feito por uma instituição independente, sem influência do emissor. É função da entidade a realizar a auditoria do *pool* de ativos e gerenciar a manutenção do *pool*, de maneira a garantir o pagamento pontual do bônus para os cotistas do título.

O *covered bond* possui uma participação importante dentro do mercado financeiro europeu. Segundo o ECBC, 20% dos financiamentos imobiliários concedidos na União Europeia até 2009, foram utilizados como lastro de *covered-bonds*. Em 2009, o estoque de *covered bonds* disponível no mercado chegou de 2,4 trilhões de euros, sendo que a participação dos *covered bonds* lastreados em recebíveis imobiliários foi de 67%. O principal emissor é a Alemanha, que até 2009 emitiu aproximadamente 700 bilhões de euros em *covered-bonds*, seguido pela Espanha e Dinamarca, com um volume próximo de 350 e 330 bilhões de euros, respectivamente.

### III.4.1 - O *Covered-Bond* Brasileiro: A Letra Financeira Imobiliária

No Brasil, o debate sobre a regulamentação dos *covered bonds* foi iniciado em 2010. Usualmente, denominado como CDB Imobiliário, a alternativa é defendida em larga escala pelas instituições bancárias, e rechaçada por securitizadoras e incorporadoras, que acreditam que grande parte do crédito imobiliário continuará concentrado nos maiores bancos com atuação no país, tais como: Itaú, Bradesco, Santander, CEF e Banco do Brasil, o que impede a redução das taxas de juros dos financiamentos, o que é o desejo tanto das incorporadoras quanto do governo federal.

A emissão do título seguiria o mesmo modelo do Certificado de Depósito Bancário (CDB) e as mesmas diretrizes do modelo europeu dos *covered bonds*. As instituições emitiriam os títulos e repassariam para investidores. O dinheiro captado seria direcionado, integralmente, para o crédito imobiliário, e o título teria uma dupla garantia, assim como os *covered bonds*, assegurado tanto pelo banco emissor quanto pelos créditos imobiliários que são lastros do título.

Em Julho de 2011, através da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), os bancos entregaram ao Banco Central a proposta para a regulamentação do CDB imobiliário, que passou a ser formalmente denominado como Letra Financeira Imobiliária (LFI). Além da dupla segurança, o projeto prevê que a letra tenha isenção de imposto de renda para os investidores que comprarem papéis de longo prazo, com maturidade entre cinco e dez anos. Atualmente, esse benefício já vale para alguns instrumentos que financiam o setor, como os certificados de recebíveis imobiliários (CRIs) comprados por pessoas físicas. Além disso, teriam a garantia do FGC para aplicações de até R\$ 70 mil, assim como os CDBs, porém não possuindo a liquidez do CDB, que dependendo do título pode apresentar liquidez diária, e a aplicação só seria passível de resgate no vencimento. Os títulos seriam, ainda indexados pelo CDI, assim como os CDBs.

É um projeto ainda incipiente no Brasil, pois não há regulamentação para esse tipo de operação, diferentemente, da securitização que é regulamentada desde 1997, e apenas nos últimos anos observou-se o aumento e o desenvolvimento deste tipo de operação. A proposta é de grande relevância e as operações devem ser autorizadas, em

breve. A agência de classificação de risco Moody's apoia o movimento dos bancos, porque segundo esta, a proposta representa um desenvolvimento positivo ao crédito dos bancos que poderão, assim, atender a demanda crescente por moradia no país. A ideia apresenta vantagens tanto para os bancos quanto para os investidores. As instituições bancárias captarão recursos a custo mais baixo, pois com a isenção do IR podem oferecer um retorno menor para os investidores, em relação ao CDB, e os investidores terão ganhos maiores, exatamente, pela isenção do IR.

Em Janeiro de 2012, os principais bancos do Brasil emitiram, pela primeira vez, as LCIs, seguindo a estrutura de garantia dual, conforme o modelo europeu. As ofertas foram direcionadas para clientes de alta renda e o prazo de vencimentos dos títulos varia entre 6 meses e 3 anos. Mesmo assim, os bancos terão ainda grandes desafios para implementar o modelo de *covered bonds* como um fonte complementar de captação de recursos para o crédito imobiliário no Brasil. Como trata-se de um fundo de financiamento de longo prazo, os títulos não podem ter maturidade curta, pois assim significam um passivo de curto prazo para as instituições. O vencimento das LFI tem que acompanhar o vencimento dos recebíveis imobiliários que lastrearam a emissão. Como os financiamentos no Brasil, geralmente, tem prazo de 20 a 30 anos, mas a maioria é quitada entre 7 e 12 anos (devido a amortizações com recursos do FGTS e antecipações), o ideal é que os títulos sigam esse prazo. Além disso, é preciso adequar a rentabilidade a um prazo mais longo, e sem liquidez. Outra necessidade, é o desenvolvimento do mercado secundário, assim como está ocorrendo com os CRIs, para conferir um mínimo de liquidez para os investidores. Atualmente, as LCIs, LHs, CDBs e a LFI são negociadas, somente, no mercado primário, ou seja, entre a instituição financeira e os clientes. E o último ponto seria a popularização dos títulos, disponibilizando cotas dos títulos para pequenos clientes e aumentando a base de investidores destes ativos.

## CONCLUSÃO

Este trabalho apresentou a importância do setor de construção civil para o desenvolvimento da economia brasileira. Em 2010, o PIB do setor correspondeu a 5,65% do PIB total do país, o que representa cerca de R\$ 165 bilhões. Além disso, o setor de construção civil mostra sua relevância ainda maior quando é analisada a taxa de investimento da economia, já que o setor responde por praticamente 50% da formação bruta de capital da economia. Por fim, ao alocar um número próximo a 3 milhões de trabalhadores e gerar, anualmente, mais de 250 mil postos de trabalho por ano, o setor mostra a sua importância para a manutenção do crescimento da economia brasileira, visto nos últimos anos. Em um país com uma taxa de investimento de 20% do PIB, que é abaixo do necessário, para o país manter uma trajetória de crescimento sustentável nos próximos anos, é um consenso que o setor de construção civil deve ser um dos setores privilegiados em caso de expansão dos investimentos públicos pelo governo.

Em segundo lugar o estudo apresentou a disposição do governo federal de reduzir o déficit habitacional no país, estimado em R\$ 5 milhões de moradias, principalmente, observado para as classes D e E. A primeira fase do programa gerou o investimento na ordem de R\$ 100 bilhões, e a segunda prevê nos investimentos no montante de R\$ 120 bilhões.

Aliados a importância do setor de construção civil e aos novos investimentos federais em habitação, soma-se o fato de a participação do crédito imobiliário no PIB ser relativamente pequena. Este indicador aponta que o crédito imobiliário corresponde a 6% do PIB, em 2011. Comparando com outros países, é fácil perceber que há espaço para o crescimento da participação do crédito imobiliário. Assim, é conclusivo que há uma tendência de aumento da demanda por financiamentos imobiliário, no Brasil, a médio prazo.

O cenário relatado acima remeteu a um debate sobre a necessidade de novas fontes para a formação do fundo de financiamento de longo prazo do crédito imobiliário. De certa forma, o estudo pareceria uma falácia, pois, em 2011, o financiamento imobiliário com recursos da caderneta de poupança bateu recorde e

fechou o ano com alta de aproximadamente 42% em relação a 2010, totalizando cerca de R\$ 80 bilhões em contratos de financiamento imobiliário. A poupança continua registrando recordes ano a ano, mas o saldo da mesma pode ser afetado, sobretudo, em um cenário de alta de taxa de juros. Além disso, foi analisado que a demanda por habitação e por financiamentos cresce em uma proporção superior aos depósitos de poupança. . O crescimento médio da poupança é de cerca de 20% ao ano, e o crédito está atingindo uma taxa de crescimento superior a 50% ano. Assim, é um consenso que o SBPE através dos depósitos livres dos trabalhadores continuará na liderança do *funding* do crédito imobiliário por longo tempo. Mas, também é um consenso que os recursos alocados nas cadernetas de poupança não serão suficientes para atender a demanda.

O trabalho apresentou, ainda, as características da securitização de recebíveis, operação que já é desenvolvida no Brasil há mais de uma década e já foi utilizada por bancos e incorporadoras, e da emissão dos *covered bonds*, título emitido em larga escala pelos países europeus como instrumento de captação de longo prazo para o fundo de financiamento do crédito imobiliário dos países.

Apesar de já ter se desenvolvido ao longo da última década, a securitização de recebíveis era uma operação que ainda encontrava resistência por parte dos 5 grandes bancos, que detêm o controle do crédito imobiliário. Os principais malefícios apontados pelas instituições são a perda de relacionamento com o cliente e a obrigatoriedade da retirada dos lançamentos dos créditos da contabilidade. No entanto, o governo demonstrou apoio ao problema exposto pelos bancos, ao autorizar os bancos a contabilizar por um período de 36 meses os créditos imobiliários cedidos a securitizadoras, com redução gradual durante esse prazo, através da Resolução 3,932 do CMN. Como a previsão é que os recursos da poupança se esgotem a partir de 2013, os bancos não terão outra saída, a não ser securitizar os recebíveis imobiliários.

No entanto, a permanência dos financiamentos no balanço do emissor de um *covered bond*, ou de uma LFI, no caso brasileiro, além da manutenção do relacionamento de longo prazo com os clientes gera uma externalidade positiva para os bancos. Além disso, os títulos possuem a dupla garantia, tanto da instituição emissora

quanto dos recebíveis, enquanto a securitização é baseada apenas na garantia do fluxo de pagamento.

Neste contexto, conclui-se que a securitização de recebíveis será uma operação representativa nos próximos anos, porém após o desenvolvimento das LFIs, estes títulos representarão um instrumento essencial para o *funding* de longo prazo do crédito imobiliário e pela dinamização do mercado imobiliário brasileiro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDALLA, A. *SFH: Apogeu e Declínio de um Vigoroso Modelo habitacional*. In: SFI um novo modelo habitacional.— ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), 1996.

AZEVEDO, S. *Vinte e dois anos de Política de Habitação Popular (1964-1986): Criação, Trajetória e Extinção do BNH*. Revista de Administração Pública, v.22, n.4, out./dez. 1988.

BC. Estatísticas do Sistema Financeiro de Habitação. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SFHESTAT>. Acesso em: 28 mar. 2011.

BOLAFFI, G. *Habitação e Urbanismo: O Problema e o Falso Problema*. IN: MARICATO, Ermínia (Org). A produção capitalista da casa (e da cidade) no Brasil Industrial. 2ª edição. São Paulo: Editora Alfa-Omega, 1982.

BONDUCKI, Nabil. *Do Projeto Moradia ao Programa Minha Casa Minha Vida*. Teoria e Debate, n. 82. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2009.

CBIC. *Encargos Previdenciários e Trabalhistas no Setor da Construção Civil – Análise Nacional*. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/files/textos>. Acesso em: 12 jan. 2012.

CEF. *Minha Casa Minha Vida*. Disponível em: <http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/habita/mcmv>. Acesso em: 05 fev. 2012.

CETIP. *Títulos Imobiliários – CRI, CCI, LCI e LH – Manual de Operações*. v. 16/03/2009. Disponível em: [http://www.cetip.com.br/informacao\\_tecnica/regulamento\\_e\\_manuais/manuais\\_de\\_operacoes](http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes). Acesso em: 17 fev. 2012.

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Final Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme*, 2010.

EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, *Covered Bonds & Mortgage-Backed-Securities in the European Union*, 2004.

FABOZZI, F. J. *The handbook of Fixed Income Securities*, 2005.

FGV. *Trabalho, Educação e Juventude na Construção Civil*. Disponível em: [www.fgv.br/cps/construcao](http://www.fgv.br/cps/construcao). Acesso em: 29 jan. 2012.

GONÇALVES, J. P. *Acesso ao Financiamento para a Moradia pelos Extratos de média e Baixa Renda: a Experiência Recente*. CEPAL, 1997.

IBGE. Microdados da Pesquisa Mensal de Emprego, 2011. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/trabalhoerendimento/pme>. Acesso em: 14 jan. 2011.

IBGE. Microdados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios e Síntese de Indicadores Sociais, 2009. Disponível em; <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/trabalhoerendimento/pnad2009>. Acesso em: 14 jan. 2011.

IPEA. Microdados das séries históricas do Produto Interno Bruto e da Formação Bruta de Capital Fixo. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 22 dez. 2011.

IPEA. *Propostas de política social*.— Brasília: IPEA, out. 1992. (Documento de Política n.12)

MANKIW, N.G. *Introdução à Economia*. Tradução: M.J.C Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

REZENDE, F. *Finanças públicas*. Ed Atlas, 1980.

SANTOS, C. H. M. *Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964-1998*. Brasília: IPEA, 1999. (Texto para Discussão n. 654)

SHULMAN, M. In: *SFI, um novo modelo habitacional*. ABECIP, 1996. 1o Painel, p.37.



SILVA, I.F.B.R. *Covered Bond: Alternativa de Funding para o Mercado Imobiliário Brasileiro?* III Prêmio Abecip de Monografias em Crédito Imobiliário e Poupança. Tema: Alternativas de *funding* para o Crédito Imobiliário. Categoria: Profissional, 2009.

SILVEIRA, R e MALPEZZI, S. *Welfare analysis of rent control in Brazil: the case of Rio de Janeiro*. Departamento de Infra-estrutura e Desenvolvimento Urbano do Banco Mundial, Jun. 1991. (Discussion Paper)

UQBAR. Anuário 2012 – *Finanças Estruturadas, 2012*. Disponível em: [http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario\\_FE\\_12.jsp](http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_FE_12.jsp). Acesso em: 28 fev. 2012.

UQBAR. Anuário 2012 – *Securitização e Financiamento Imobiliário, 2012*. Disponível em: [http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario\\_FE\\_12.jsp](http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_FE_12.jsp). Acesso em: 28 fev. 2012.