

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

LUCIANO MORAES BRAGA

A RESILIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL: MUDANÇAS
INSTITUCIONAIS NO PERÍODO 1997 – 2010

Porto Alegre

2012

LUCIANO MORAES BRAGA

A RESILIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL: MUDANÇAS
INSTITUCIONAIS NO PERÍODO 1997 – 2010

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção do grau de Doutor em Economia com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo
Conceição

Porto Alegre

2012

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

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

B813r Braga, Luciano Moraes
A resiliência do sistema financeiro habitacional : mudanças institucionais no período 1997-2010 / Luciano Moraes Braga. – Porto Alegre, 2012.
225 f. : il.

Orientador: Octavio Augusto Camargo Conceição.

Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

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

1. Sistema financeiro de habitação. 2. Política habitacional : Brasil. 3. Habitação : Financiamento. 4. Teoria econômica. I. Conceição, Octavio Augusto Camargo. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 332.834

LUCIANO MORAES BRAGA

A RESILIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL: MUDANÇAS
INSTITUCIONAIS NO PERÍODO 1997 – 2010

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em
Economia da Faculdade de Ciências Econômicas
da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção
do grau de Doutor em Economia com ênfase em
Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo
Conceição

Aprovada em: Porto Alegre, 1º de junho de 2012.

Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula

Universidade Estadual do Rio de Janeiro - UERJ

Profa. Dra. Cecília Rutkoski Hoff

Pontifícia e Universidade Católica do Rio Grande do Sul - PUCRS

Prof. Dr. Eduardo Maldonado Filho

Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

“Economics is not a technique in search of problems but a set of problems in need of solution. Such problems are varied and the solutions will inevitably be eclectic. Such pragmatic thinking requires not just deductive logic but an understanding of the process of belief formation, of anthropology, psychology and organizational behavior, and meticulous observation of what people, businesses and governments do.”

KAY, John. Economics: Rituals of rigour. *Financial Times*. August 25, 2011.

RESUMO

O número de contratações de financiamentos habitacionais na economia brasileira aumentou significativamente a partir de 2005. Como instrumento de política pública para auxiliar no acesso à moradia digna por parte da população, o país possuía um sistema de financiamento com forte intervenção estatal que funcionou relativamente bem na década de 1970, mas que entrou em profunda crise na década de 1980. Em um contexto de reformas liberalizantes, na década de 1990 a aposta para a retomada do número de contratações recaiu na promoção de “instituições para o mercado”. Quase uma década depois o resultado, em termos de números de contratações, começa a aparecer, mas acontece no âmbito do antigo sistema, que havia sido considerado esgotado, regressivo e insuficiente, mas que mostrou resiliência. O propósito desta tese é ampliar a compreensão do atual momento do financiamento habitacional na economia brasileira, identificando as razões para a retomada de um número significativo de contratações. Como as peculiaridades do mercado de habitações não recomendam o seu estudo como o de um mercado convencional, a abordagem neoinstitucionalista foi utilizada por ter sido considerada a mais apta a compreender a dinâmica de um mercado com tal complexidade. Ao mesmo tempo, a abordagem pós-keynesiana ajudou a complementar o referencial teórico utilizado, uma vez que se trata dos financiamentos de bens de capital. Depois de identificar o contexto histórico em que evoluem os sistemas de financiamento à habitação no Brasil, são elencadas três vertentes de mudanças institucionais que ajudam a compreender o desempenho recente. Os efeitos das mudanças institucionais são identificados ao longo do circuito pós-keynesiano de financiamento: *finance* – investimento – poupança – *funding*. Por fim, é realizado um retorno ao nível teórico partindo da avaliação da atual política de financiamentos habitacionais, como tentativa de ampliar a compreensão sobre o alcance e as limitações da mesma.

Palavras-chave: Financiamento habitacional. Sistema Financeiro da Habitação. Sistema Financeiro Imobiliário. Instituições.

ABSTRACT

The number of contracts for housing financing in the Brazilian economy has increased significantly since 2005. The country had a funding system with strong state intervention as a public police toll to give to the families access to decent housing, that has worked relatively well in the 1970s, but fell into a deep crisis in the 1980s. In the context of the 1990s liberalizing reforms, the bet was that resumption of mortgage financing would “building institutions for the market”. Almost a decade later the result began to appear, but the number of contracts grew under the old system, which was deemed to be exhausted, regressive and inadequate, but shows resilience. The purpose of this thesis is to increase understanding of current housing finance in the Brazilian economy, identifying the reasons for the resumption of a significant number of contracts. The peculiarities of the housing market do not recommend its study as a conventional market, and the neoinstitutionalist approach was used because it was considered better able to understand the dynamics of a market with such complexity. The theoretical framework was complemented by the post-Keynesian approach, appropriate to analyse capital goods financing. After identifying the historical context in which the Brazilian housing finance systems operates, three areas of institutional changes are listed in order to understand its recent performance. The effects of institutional changes are identified along the post-Keynesian financing circuit: finance – investment – savings – funding. Finally, a return to the theoretical level is made by assessing the current Brazilian housing finance policy in an attempt to broaden the understanding of its scope and limitations.

Keywords: Housing financing. Institutions.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estrutura básica da cadeia produtiva da construção de residências	38
Figura 2 – Os componentes do mercado habitacional.....	40
Figura 3 – O circuito dinâmico do financiamento.....	59
Figura 4 – Elementos de uma teoria econômica institucionalista.....	67
Figura 5 – O circuito do financiamento habitacional do SFH: subsistema SBPE.....	76
Figura 6 – O circuito do financiamento habitacional no SFH: subsistema FGTS.....	79
Figura 7 – Estrutura de um CRI pulverizado.....	102
Figura 8 – Fluxo financeiro na produção de empreendimentos residenciais destinados à venda.....	142
Figura 9 – Circuito de financiamento de imóveis para famílias com renda de até três salários mínimos no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida.....	177
Figura 10 – Circuito de financiamento de imóveis no subsistema SBPE do SFH.....	190
Figura 11 – Circuito de financiamento de imóveis no sistema SFI, com funding em Certificados de Recebíveis Imobiliários.....	196
Gráfico 1 – Mudanças na Taxa de juros – Selic – fixada pelo Copom – (% a.a.). Brasil: 1996 – 2004	111
Gráfico 2 – Estoque de Certificados de Recebíveis Imobiliários, em R\$ milhões, (valores correntes): Brasil, janeiro de 2000 a janeiro de 2011.....	126
Gráfico 3 – Financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE (em R\$ milhões): 1994 – 2010.....	130
Gráfico 4 – Operações de créditos do SFH, recursos livres e recursos direcionados. Brasil: jun/2000 a dez/2010.....	136

Gráfico 5 – Participação dos recursos direcionados pela CEF aos financiamentos habitacionais em relação ao total de depósitos que possuía em caderneta de poupança: 2001 – 2009.....	137
Gráfico 6 – Financiamentos habitacionais no âmbito do SFH, conforme o uso. Brasil, 1998 – 2010.....	138
Gráfico 7 – Aquisições e baixas de terrenos nos ativos imobilizados das empresas de construção no Brasil: 2002 a 2007.....	143
Gráfico 8 – Variação em volume do valor adicionado bruto a preços básicos: total da economia e atividade de construção civil.....	147
Gráfico 9 – Distribuição percentual da condição de ocupação dos domicílios brasileiros, de acordo com o Censo Demográfico 2010	152
Gráfico 10 – Rendimento médio real (em Reais de 2011) e Taxa de Desocupação, Brasil: janeiro 2005 – setembro 2011.....	163
Gráfico 11 – Inadimplência superior a três prestações em atraso nos contratos de financiamento habitacional com garantia hipotecária ou alienação fiduciária. Brasil: 2000 -2011.....	167
Gráfico 12 – Faixas de renda atendidas com recursos do FGTS.....	182
Gráfico 13 – Financiamentos imobiliários concedidos (aquisição e construção) – SBPE: Brasil, 1998-2010.....	192
Gráfico 14 – Participação percentual dos recursos livres destinados aos financiamentos habitacionais, por fonte de captação. Brasil, 2001 a 2010.....	194
Quadro 1– Fatores que provocaram o desequilíbrio no FCVS	92
Quadro 2 – Os Certificados de Recebíveis Imobiliários nas perspectivas dos emissores e dos investidores	101
Quadro 3 – Principais pontos jurídicos dentro do SFI	114
Quadro 4 – Componentes do déficit habitacional no Brasil – 2008.....	155

Quadro 5 – Características dos grupos de atendimento de acordo com a origem dos recursos para os financiamentos habitacionais e a participação no déficit habitacional.....	173
---	-----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais recursos do SFH: 1966-1984	81
Tabela 2 – Financiamentos habitacionais no âmbito do SFH	82
Tabela 3 – Evolução da arrecadação do FGTS: 1967 – 1985	84
Tabela 4 – Balanço de Pagamentos: Brasil, 1995 – 2004	110
Tabela 5 – Contas selecionadas dos balanços patrimoniais da Caixa Econômica Federal, (2001– 2009)	123
Tabela 6 – SFH: operações com recursos do SBPE e do FGTS	129
Tabela 7 – Evolução das aplicações em financiamentos habitacionais efetivos e das exigibilidades para o consolidado dos agentes que operam no SBPE. Brasil, meses de dezembro de 1994 a dezembro de 2010.....	134
Tabela 8 – Total de ocupações na atividade de Construção Civil, por tipo de inserção no mercado de trabalho. Brasil, 2004 – 2008.....	146
Tabela 9 – Componentes da formação bruta de capital a preços correntes: Brasil, 2004-2008.....	148
Tabela 10 – Evolução do volume de recursos em Cadernetas de Poupança.....	150
Tabela 11 – Média de moradores por domicílio: Brasil, 1970 – 2010.....	153
Tabela 12 – Participação do Aluguel Imputado no consumo das famílias e na demanda total da economia brasileira – 2000-2008.....	157
Tabela 13 – Distribuição dos contratos de financiamento habitacional com recursos do SBPE. Brasil: dezembro de 2010.....	186

LISTA DE SIGLAS

ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança

APE – Associações de Poupança e Empréstimo

BACEN – Banco Central do Brasil

BNH – Banco Nacional da Habitação

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

CCB – Cédula de Crédito Bancário

CCI – Cédula de Crédito Imobiliário

CEDEPLAR – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional

CEF – Caixa Econômica Federal

CES – Coeficiente de Equiparação Salarial

CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de títulos

COHAB – Companhia Habitacional

CMN – Conselho Monetário Nacional

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ENCE – Escola Nacional de Ciências Estatísticas

EMC – Eficiência Marginal do Capital

FAL – Fundo de Assistência de Liquidez

FAR – Fundo de Arrendamento Residencial

FBCF – Formação Bruta de capital Fixo

FCVS – Fundo de Compensação das Variações Salariais

F-I-P-F – Finance – Investimento – Poupança – Funding

FGDLI – Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias

FGHAB – Fundo Garantidor da Habitação Popular

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FMI – Fundo Monetário Internacional

FNHIS – Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social

IBGE – Fundação Instituto Brasileiro de Economia e Estatística

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado

LCB – Letra de Crédito Bancário

LCI – Letras de Crédito Imobiliário

LI – Letra Imobiliária

LTV – Loan to Value

MDU – Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente

MP – Medida Provisória

NEI – Nova Economia Institucional

OGU – Orçamento Geral da União

ONU – Organização das Nações Unidas

ORTN – Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OTN – Obrigação do Tesouro Nacional

PAR – Programa de Arrendamento Residencial

PCM – Plano de Correção Monetária

PCR – Plano de Comprometimento de Renda

PES – Plano de Equivalência Salarial

PF – Pessoa Física

PJ – Pessoa Jurídica

PlanHab – Plano Nacional de Habitação

PMCMV – Programa Minha Casa Minha Vida

PPA – Plano Plurianual

PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

SAC – Sistema de Amortização Constante

SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SCI – Sociedades de Crédito Imobiliário

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SESC – Serviço Social do Comércio

SESI – Serviço Social da Indústria

SFH – Sistema Financeiro da Habitação

SFI – Sistema Financeiro Imobiliário

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SINAPI – Sistema Nacional de Pesquisas de Custos e Índices da Construção Civil

SM – Salário Mínimo

SNA – System of National Accounts

SNH – Sistema Nacional de Habitação

SNHIS – Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social

SNHM – Sistema Nacional de Habitação de Mercado

UN-HABITAT – United Nations Human Settlements Programme

UPC – Unidade Padrão de Capital

VAB – Valor Adicionado Bruto

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 ASPECTOS METODOLÓGICOS QUANTO À DEFINIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO E A ESCOLHA DO REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1 O MERCADO DE FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS: ALTERNATIVAS DE ABORDAGENS TEÓRICAS PARA ESSE OBJETO DE ESTUDO	24
2.1.1 As especificidades que afastam o mercado de habitações de um mercado convencional.....	32
2.1.2 Uma visão institucionalista do mercado de habitações	37
2.2 ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO EM UMA ECONOMIA: O CIRCUITO <i>FINANCE</i> – INVESTIMENTO – POUPANÇA – <i>FUNDING</i>	43
2.3 A COMPLEMENTARIDADE ENTRE AS TEORIAS NEOINSTITUCIONALISTAS E PÓS-KEYNESIANA	59
3. O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL	70
3.1 A CRIAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO	71
3.2 A LONGA CRISE DO SFH	87
3.2.1 O desequilíbrio do Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS	90
3.3 A CRIAÇÃO DO SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO – SFI.....	95
4 AS MUDANÇAS INSTITUCIONAIS QUE PERMITIRAM A RETOMADA DE UM NÍVEL ELEVADO DE CONTRATAÇÕES DE FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS	105
4.1 O PAPEL DA ESTABILIDADE DA MOEDA	106
4.2 AS MUDANÇAS NO ARCABOUÇO JURÍDICO QUE REGULAMENTA O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL	112
4.3 A SECURITIZAÇÃO DOS CRÉDITOS DO FCVS E A REESTRUTURAÇÃO DA CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	118
5 O IMPACTO DAS INSTITUCIONAIS NA RETOMADA DOS FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS	127

5.1 <i>FINANCE</i> : AS MUDANÇAS QUE POSSIBILITARAM A RETOMADA DOS FINANCIAMENTOS À CONSTRUÇÃO NO ÂMBITO DO SFH	128
5.1.1 A redução dos riscos dos agentes financeiros	130
5.1.2 A retomada dos financiamentos habitacionais na Caixa Econômica Federal com recursos oriundos das Cadernetas de Poupança	134
5.1.3 A disponibilidade de recursos para as atividades das construtoras	138
5.2 INVESTIMENTO E POUPANÇA: O DESEMPENHO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO E A GERAÇÃO DE EMPREGO E RENDA	144
5.3 <i>FUNDING</i> : A COMPATIBILIDADE ENTRE AS POSIÇÕES CREDORAS E DEVEDORAS	150
5.3.1 A condição de ocupação dos imóveis residenciais	150
5.3.2 A demanda por financiamentos habitacionais	155
5.3.3 A oferta de financiamentos habitacionais	159
6 CONSIDERAÇÕES SOBRE A FUNCIONALIDADE DOS FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS NA ECONOMIA BRASILEIRA	171
6.1 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS ORÇAMENTÁRIOS.....	173
6.2 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS DO FGTS	180
6.3 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS DO SBPE	183
6.4 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS LIVRES	192
7 CONCLUSÃO	198
REFERÊNCIAS	206

1 INTRODUÇÃO

A expressão “realizar o sonho da casa própria” é mais do que uma frase de efeito das propagandas de empreendimentos em busca de compradores. Trata-se do reconhecimento de uma forma habitual de pensar das famílias brasileiras. A casa própria representa uma garantia para as famílias, uma vez que estas passam a ter o acesso ao serviço de habitação assegurado. Além de prestar o serviço de habitação, o imóvel residencial representa parcela significativa do patrimônio de grande parte das famílias e, por isso, sua aquisição depende, muitas vezes, da possibilidade de financiamento. Essa possibilidade ficou muito reduzida desde o início da década de 1980, quando a economia brasileira passou a conviver com índices muito elevados de inflação.

O recente histórico de instabilidade macroeconômica, evidenciado pelo longo convívio com altas taxas de inflação, fez da obtenção de um “teto” uma prioridade para as famílias brasileiras. A incerteza gerada pela instabilidade econômica desestimulava a contratação de serviços de habitação mediante contratos de locação. Por um lado, as famílias candidatas à locação não sentiam segurança quanto ao futuro de sua capacidade de pagamento, ameaçadas pelo desemprego e pela diferença entre os reajustes salariais e dos aluguéis; por outro, os proprietários também não se motivavam a disponibilizar os imóveis para locação, devido à demora na periodicidade dos reajustes e a impossibilidade de retomada rápida em caso de inadimplência. Portanto, em condições de instabilidade macroeconômica, a solução para a obtenção do serviço de habitação pelas famílias ajudou a estabelecer como prioritária a aquisição de uma moradia própria. O problema é que a instabilidade econômica também tornou difícil a obtenção de financiamentos de longo prazo.

Com o Plano Real, a economia voltou a apresentar índices de preços com relativa estabilidade em níveis baixos, mas os mecanismos de financiamento de longo prazo não deslancharam de imediato. No caso dos financiamentos habitacionais, os efeitos da inflação sobre o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foram devastadores. Seu êxito relativo na década de 1970 transformou-se em grandes desequilíbrios na

década de 1980, chegando desacreditado no momento em que o Plano Real estabeleceu o novo padrão monetário. Na época, o diagnóstico apontava para a necessidade de reduzir a intervenção estatal e promover o desenvolvimento de instituições *market oriented*. Nesse sentido foi criado, em 1997, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), com o objetivo de ampliar as fontes de recursos direcionadas ao setor, captando-os no mercado financeiro. Se depois de mais de uma década de vigência o SFI conseguiu lograr algum êxito no financiamento de edificações comerciais, o mesmo não ocorreu na área habitacional. Foi o SFH, ainda calcado no crédito dirigido e no *funding* formado por recursos públicos, recursos privados e recursos paraestatais, que mostrou resiliência e ressurgiu com vigor, propiciando que, atualmente, a contratação de financiamentos habitacionais passe por um momento de intensa atividade. Em 2007 o SFH atingiu o maior patamar no número de financiamentos habitacionais desde a extinção do antigo Banco Nacional de Habitação (BNH), em 1986, passando a superar sucessivamente essa marca a partir de então.

A contratação de financiamentos habitacionais é sensivelmente afetada por mudanças no âmbito da macroeconomia (são exemplos a evolução da inflação, o nível das taxas de juros e o emprego formal) e outros aspectos sociodemográficos (como exemplos a migração do rural para o urbano, a taxa de crescimento da população e o número médio de moradores por domicílio). É também no setor de financiamento habitacional que a economia brasileira vivenciou uma série de avanços nas chamadas “microrreformas”, com a mudança do arcabouço jurídico que regulamentava a atividade. A possibilidade de contar com financiamentos habitacionais altera o nível de atividade das construtoras. A atuação destas, por sua vez, depende do ambiente em que estão atuando, mas o próprio desempenho do setor da construção residencial possui significativos efeitos de encadeamento e, portanto, também apresenta capacidade de influenciar o ambiente macroeconômico.

Comparado com outros bens que uma família pode adquirir, a decisão de obter um financiamento para comprar uma residência talvez seja a mais importante. Não apenas por aspectos ligados à localização e seus efeitos sobre o futuro cotidiano da família, mas por se tratar de parte significativa de seu patrimônio. Em uma economia que permite maior estabilidade nos níveis de indicadores como taxas de inflação, juros, emprego e renda, a decisão pode ser tomada com um grau maior de segurança entre as

partes envolvidas nos negócios imobiliários, especialmente se for necessário contrair um financiamento. Da mesma forma, um arcabouço jurídico que garanta o cumprimento dos contratos favorece as decisões envolvendo transações de períodos mais longos, como é o caso dos financiamentos habitacionais. A relevância desse mercado levou o Banco Mundial¹ a propor a criação de instituições que possibilitem o seu crescimento, permitindo ampliar o acesso ao serviço de habitação em moradias regulares. As reformas preconizadas e levadas a cabo foram inspiradas pela Nova Economia Institucional (NEI), mas, apesar de estarem na direção correta, parecem insuficientes para explicar o recente crescimento nos financiamentos habitacionais na economia brasileira e seu conseqüente papel no crescimento econômico.

Do ponto de vista da NEI, Stiglitz argumenta que “as instituições financeiras – os bancos – são cruciais para se determinar o comportamento da economia, e que as funções centrais dos bancos e o seu comportamento podem ser compreendidos em termos (ou derivados) de uma análise das imperfeições da informação” (STIGLITZ, 2004, p. 29). À primeira vista, a abordagem da NEI não é suficiente para explicar o aumento do volume de crédito, pois parece pouco provável que este tenha sido decorrente somente da melhora na qualidade das informações ou da melhora na gestão dos contratos, embora seja obrigatório reconhecer que a estabilidade macroeconômica aumenta a qualidade das informações e o novo arcabouço jurídico aumenta a previsibilidade no comportamento dos agentes. Para o pleno funcionamento do SFI, não se tratava apenas de corrigir falhas de mercado, mas de criar um sistema que possibilitasse “promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos”². A fundamentação teórica do SFI é claramente identificada com a NEI, mas, como se pretende demonstrar, o novo arcabouço legal e as inovações normativas beneficiaram o SFH. Do que se depreende, há insuficiência em “construir instituições para os mercados” quando estes não existem.

¹ A síntese do pensamento do Banco Mundial a esse respeito pode ser encontrada no *World Development Report 2002*.

² Artigo 1º da Lei 9.514, que instituiu o SFI em 1997.

A retomada dos financiamentos no âmbito do SFH é intrigante, pois logo após o Plano Real, no diagnóstico do governo federal³, o modelo de intervenção com base no SFH era considerado como:

[...] *esgotado* – em virtude das crescentes dificuldades com a captação líquida de recursos, em especial o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS); *regressivo* – por ter beneficiado principalmente as camadas de renda média e média alta com elevados subsídios implícitos pagos com recursos do erário; *insuficiente* – porque durante trinta anos produziu apenas 5,6 milhões do total de 31,6 milhões de novas moradias produzidas no país (SANTOS, 1999, p. 24).

Na exposição de motivos que acompanhava o projeto que viria a ser transformado na Lei 9.514/97, que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), os ministros Pedro Malan e Antônio Kandir afirmavam que, apesar de ter financiado até então cerca de 6 milhões de unidades residenciais em sua história, as dificuldades da década de 1980 evidenciaram a insuficiência do SFH, pois o número médio de 100 mil financiamentos anuais não bastava para atender a uma demanda estimada em 1 milhão de unidades residenciais por ano (BRASIL, 1997). Com a promulgação do SFI, mudaram as normas legais que regulam a participação das instituições financeiras na realização de operações de financiamento de imóveis residenciais⁴. Na prática, os recursos captados no âmbito do SFI são destinados ao financiamento de “operações de mercado”, livremente negociadas, enquanto os recursos da caderneta de poupança, FGTS e dotações governamentais continuam destinados ao SFH para o financiamento de moradias destinadas a famílias de baixa renda.

Apesar da crença de que o mercado financeiro seria a grande solução para a provisão de fundos para o mercado imobiliário⁵ via SFI, o fato é que o SFH voltou a

³ Expresso nos documentos oficiais: SEPURB (1996) e SEPURB (1998).

⁴ De acordo com Royer (2004), existe certa imprecisão nos textos da imprensa e em documentos setoriais devido ao uso indistinto entre os termos “imobiliário” e “habitacional”. O conceito de “imobiliário” é mais amplo e trata de tudo que é relativo a um imóvel, seja ele destinado à moradia, seja ele destinado a um uso diverso. É cada vez mais comum a substituição do termo imobiliário pelo conceito norte-americano de “*real estate*”, ainda sem tradução. Por sua vez, o termo “habitação” compreende toda edificação destinada ao uso residencial e que possa ser transacionada (característica importante para garantir o acesso ao crédito). No Brasil as denominações SFH e SFI não deveriam gerar confusões, que persistem, na opinião de Royer, devido ao interesse dos agentes financeiros que operam no SFI de obter acesso aos recursos direcionados ao SFH. Efetivamente, em 18/12/1997, a Resolução 2.458 do CMN promoveu a alteração que possibilitou o direcionamento de parte dos recursos do âmbito do SFH para financiamentos imobiliários e não somente habitacionais.

⁵ O otimismo e a utilização indistinta dos termos “imobiliário” e “habitacional” apontados por Royer (2009) aparecem claramente em ABCIP (1995).

aumentar o número de unidades habitacionais financiadas com crescimento exponencial entre 2006 e 2010. Assim, esta tese tem como problema de pesquisa **identificar as razões da retomada dos financiamentos habitacionais no Brasil.**

O objetivo geral é identificar as recentes transformações do mercado de financiamento habitacional no Brasil. Como objetivos específicos podem ser elencados: identificar as formas de obtenção de recursos por parte das construtoras e dos mutuários; identificar as diferenças entre os sistemas de financiamento; identificar as razões pelas quais a retomada ocorreu no âmbito do SFH; avaliar a capacidade de geração de emprego e renda dos investimentos em construção; identificar as mudanças institucionais que modificaram o ritmo de financiamentos habitacionais contratados; avaliar a capacidade de manutenção do nível atual de novos contratos de financiamento fechados mensalmente; e identificar as razões do relativo insucesso do SFI em prover recursos para a habitação.

Para alcançar esses objetivos no escopo das linhas de pesquisa do Programa de Pós-Graduação em Economia – ênfase no Desenvolvimento Econômico –, foram escolhidos, como referenciais teóricos que servirão para fundamentar a tese aqui desenvolvida, a teoria neoinstitucionalista complementada com a pós-keynesiana. O arcabouço teórico em construção pelos seguidores do velho institucionalismo norte-americano (conhecidos como neoinstitucionalistas) pareceu ser o mais adequado para compreender como as mudanças institucionais ajudaram a promover as transformações recentes no mercado de residências no Brasil, especialmente no que tange ao financiamento para a construção e para aquisição das mesmas. Ao contrário da NEI, esses pesquisadores não buscam nas instituições a construção do ambiente ideal para a alocação eficiente dos recursos. Tratam antes a evolução da economia como um processo e as instituições⁶ como uma dimensão analítica para a sua compreensão.

A escolha do referencial teórico neoinstitucionalista para avaliar a evolução dos financiamentos habitacionais no Brasil deve-se às peculiaridades desse mercado, que não pode ser avaliado somente pelo mecanismo de preços. Em complemento, a opção pelo circuito pós-keynesiano de financiamento do investimento (*Finance* – Investimento

⁶ Entende-se por instituições o conjunto de normas, regras, hábitos e sua evolução, conceito formado a partir dos trabalhos de Geoffrey Hodgson, Douglass North e Richard Nelson.

– Poupança – *Funding*) pareceu ser a mais adequada para balizar o estudo realizado, em virtude do espaço que as instituições do sistema financeiro ocupam neste referencial. Embora ainda em nível apreciativo, as teorias sobre a dinâmica das instituições apresentam um programa de pesquisa progressivo, e os esforços nessa direção parecem promissores para o progresso da ciência econômica.

A hipótese central aqui desenvolvida é de que as mudanças institucionais possibilitaram o recente aumento do número dos financiamentos habitacionais por intermédio do SFH, sendo que essas mudanças podem ser mais bem evidenciadas se utilizado o circuito pós-keynesiano *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding* (*F-I-P-F*) para compreender o processo de financiamento de habitações. Por seu turno, a criação do SFI (com base teórica na NEI e apoio explícito dos consultores do Banco Mundial)⁷ não logrou o mesmo êxito no financiamento de residências, pois parece faltar, na visão teórica que apoia a criação de “instituições para o mercado” – na linguagem consagrada pelo Banco Mundial (WORLD BANK, 2002) em momento posterior –, uma percepção mais acurada do papel das instituições no mercado de residências. O mesmo pode ser dito do processo de financiamento, pois este parece sugerir a necessidade de poupança prévia.

Ao que parece, é insuficiente tratar o mercado de financiamento habitacional como um lócus no qual ofertantes e demandantes buscam um equilíbrio. Antes se pode tratá-lo como parte do financiamento dos bens de capital da economia. Nesse sentido, a contribuição pós-keynesiana representada pelo circuito *F-I-P-F* pode servir como roteiro para a avaliação das mudanças institucionais nesse mercado.

Assim, esta tese tratará das recentes transformações no mercado habitacional brasileiro propiciada pela ampliação do acesso ao crédito e dos condicionantes para a manutenção do atual nível de financiamentos firmados. No próximo capítulo será desenvolvida a revisão do referencial teórico utilizado. A opção foi realizar a revisão teórica ao mesmo tempo em que é apresentado o objeto de estudo – ou seja, o mercado de financiamentos habitacionais –, na tentativa de buscar evidências da adequação das escolhas realizadas. O capítulo três apresenta um histórico do financiamento

⁷ A dissertação de Moraes (2008) descreve o modo de operação da securitização no crédito imobiliário brasileiro propiciado pelo SFI. Por sua vez, Royer (2009, p.103) reconhece “[...] a filiação à nova economia institucional (NEI) nos debates, textos e mesmo na peça legal do SFI”.

habitacional no Brasil, evidenciando os aspectos institucionais e a funcionalidade dos sistemas de financiamento. Por sua vez, o capítulo quatro começa, ainda que de forma apreciativa, a apresentar as evidências da validade da hipótese central aqui formulada no sentido de encontrar uma resposta ao problema de pesquisa proposto. Como a mesma considera que as ocorrências de mudanças institucionais possibilitaram a retomada do alto nível de financiamentos habitacionais contratados no âmbito do SFH, o primeiro passo deve ser o de identificá-las. Nesse sentido, a opção foi separar as mudanças em três vertentes e destinar uma subseção a cada uma delas: o papel da estabilidade da moeda; as mudanças no arcabouço legal que regulamenta os financiamentos; e a securitização dos créditos do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) em conjunto com a reestruturação da Caixa Econômica Federal (CEF).

Uma vez identificadas as três vertentes de mudanças institucionais, o capítulo seguinte buscou compreender os seus efeitos utilizando como roteiro o circuito *F-I-P-F*. Assim, o capítulo cinco inicia avaliando a disponibilidade de *finance* propiciada pela redução dos riscos dos agentes financeiros e pela disponibilidade das construtoras em tomar recursos para ampliar a capacidade produtiva, dada a existência de uma expectativa positiva de lucro. Segue tratando dos efeitos dos investimentos em habitação propiciados pela existência de recursos e conclui com a avaliação da funcionalidade dos diferentes sistemas no oferecimento de *funding*. O capítulo seis pretende fazer o retorno de uma análise específica do financiamento habitacional na economia brasileira, coordenado pela política habitacional implantada a partir de 2005, para um nível abstrato de teorização, apresentando o padrão de cada tipo de financiamento habitacional, de acordo com a fonte de recursos utilizada, ressaltando a sua funcionalidade de acordo com o referencial teórico aqui utilizado. O capítulo sete está reservado para as conclusões do trabalho, com destaque para a importância do direcionamento de crédito como garantia de existência de *finance* e a importância do FGTS como fonte de *funding*.

2 ASPECTOS METODOLÓGICOS QUANTO À DEFINIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO E A ESCOLHA DO REFERENCIAL TEÓRICO

O financiamento habitacional está vinculado à compra de um bem que representa parte expressiva da riqueza nacional, especialmente da riqueza das famílias. O tema voltou à cena econômica com a eclosão da crise do *sub-prime* na economia norte-americana, mas não foram encontrados muitos estudos econômicos sobre esse assunto na economia brasileira, embora exista uma nova safra de estudos⁸ com autores do campo do Direito, Arquitetura e Ciências Sociais. Uma possível explicação para tal fato está na aparente inadequação da teoria econômica convencional para o estudo de um mercado com tantas especificidades como o mercado de financiamentos habitacionais. Nem mesmo os avanços obtidos pela Nova Economia Institucional – NEI e sua ênfase no ambiente institucional (as regras do jogo, na teorização de Douglass North) e nos custos de transação parecem suficientes para a compreensão desse mercado.

Na década de 1990, o Banco Mundial passou a sugerir a adoção nos países emergentes de uma agenda de reformas voltadas para o “*building institutions for markets*”, mas o problema da “construção” de instituições específicas para o desenvolvimento das economias de mercado é reduzir, no caso da habitação, o acesso à moradia a uma questão individual do consumidor, sua renda e sua capacidade de endividamento. A proposta desta tese é tentar ampliar a compreensão sobre o conjunto de instituições que formam o mercado de financiamento habitacional para entender o porquê da retomada de um alto nível de contratações, além de tentar identificar as razões pelas quais essa retomada aconteceu no âmbito do SFH. Isso justifica-se pela possibilidade de identificar nas mudanças institucionais as razões da evolução recente do mesmo, bem como das limitações que podem ocorrer no futuro.

Neste sentido, o capítulo pretende apresentar o referencial teórico necessário para fundamentar a hipótese principal, qual seja: as mudanças institucionais possibilitaram o recente aumento do número dos financiamentos habitacionais no âmbito do SFH, e essas mudanças podem ser mais bem evidenciadas se utilizado o

⁸ Destaque para as teses de Royer (2009) e Carmo (2006), além das dissertações: Rossbach (2005), Triana Filho (2006), Siqueira (2006), Espinosa (2007), Moraes (2008) e Rodrigues (2009).

circuito pós-keynesiano *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding* (F-I-P-F) para compreender o processo de financiamento de habitações. Começa-se, na próxima seção, com a delimitação do mercado de financiamentos habitacionais (como complemento do mercado de habitações) e as questões metodológicas que envolvem a definição desse objeto de estudo. A intenção é mostrar que as diferenças entre as abordagens teóricas aqui explicitadas já começam a justificar as opções de referencial teórico efetuadas para a tese. O capítulo segue tratando das especificidades que afastam o mercado de habitações de um mercado convencional e apresenta uma visão institucionalista do mercado de habitações e seu complemento: o mercado de financiamentos habitacionais. Em seguida possui uma seção destinada a evidenciar os aspectos teóricos do financiamento do investimento em uma economia, com ênfase nos avanços possibilitados pela teoria pós-keynesiana. Por fim, o capítulo encerra com a proposta metodológica de um pluralismo teórico com a utilização da complementaridade existente entre os referenciais neoinstitucionalistas e pós-keynesiano como a opção adequada para o estudo do problema de pesquisa. A justificativa para essa proposta metodológica está na relevância que esses referenciais dedicam às instituições moeda e mercados.

2.1 O MERCADO DE FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS: ALTERNATIVAS DE ABORDAGENS TEÓRICAS PARA ESSE OBJETO DE ESTUDO

A primeira dificuldade em se trabalhar com um mercado específico é defini-lo. Como lembra Hodgson (1994), é notável a dificuldade de se encontrar definições de mercado na literatura econômica e maior ainda é a dificuldade de se encontrar análises dos conceitos institucionais envolvidos. A definição desse objeto de estudo não foi muito rigorosa nos trabalhos iniciais da escola neoclássica e tampouco mereceu maior atenção por parte de seus seguidores. O reconhecimento dessa dificuldade inicial da escola neoclássica serve como indicação das características necessárias ao referencial teórico a ser utilizado, pois para alcançar o objetivo proposto nesta tese o primeiro passo

deve ser uma tentativa de definir o mercado de financiamento habitacional. Para tanto, foi feita a opção por uma visão institucionalista de mercado, sendo, neste sentido, conveniente iniciar salientando as diferenças entre a visão institucionalista e a teoria econômica convencional.

Pode-se utilizar como ponto de partida a definição de Alfred Marshall (1982), que na sua obra *Princípios de Economia* dedica o primeiro capítulo do livro cinco a um estudo introdutório sobre os mercados. Sua primeira preocupação é garantir que as relações recíprocas entre procura e oferta estejam nos respectivos mercados, concordando com a definição de Augustin Cournot, o qual compreende por mercado “toda uma região em que compradores e vendedores se mantêm em tal livre intercâmbio uns com os outros que os preços das mesmas mercadorias tendem a nivelar-se fácil e prontamente” (COURNOT *apud* MARSHALL, 1982, p. 16). O autor concorda também com a definição de William Jevons, segundo o qual a palavra mercado teve seu uso generalizado, passando a significar “qualquer conjunto de pessoas em estreitas relações de negócio e que efetuam largas transações com uma mercadoria qualquer” (JEVONS *apud* MARSHALL, 1982, p. 16).

A mesma linha de argumentação, porém com um viés muito mais abstrato, foi seguida por Léon Walras, outro expoente do pensamento neoclássico, o qual afirmava:

[...] o mercado é o lugar onde se trocam as mercadorias. O fenômeno do valor de troca produz-se, pois, no mercado e é ao mercado que se deve ir para estudar o valor de troca.

O valor de troca abandonado a si mesmo produz-se naturalmente no mercado sob o império da *concorrência*. Como compradores, os permutadores *aumentam os lances*, como vendedores, *oferecem em liquidação*, e seu concurso produz assim certo valor de troca das mercadorias, ora ascendente, ora descendente, ora estacionário. [...] Enfim, o mundo pode ser considerado como vasto mercado geral composto de diversos mercados específicos onde a riqueza social é vendida e comprada, e, para nós, trata-se de reconhecer as leis segundo as quais essas vendas e compras tendem por si próprias a serem feitas. Para isso suporemos sempre um mercado perfeitamente organizado em relação à concorrência, como em Mecânica Pura primeiro supõe-se máquinas sem atrito (WALRAS, 1988, p. 35, grifos no original).

De acordo com o referencial neoclássico, o valor de troca se fundamenta na utilidade e na escassez. O passo seguinte desse referencial foi o desenvolvimento de uma teoria abstrata de equilíbrio econômico via mecanismo de preços. Se o mercado

fosse competitivo – o equivalente à ausência de atritos na mecânica pura –, o equilíbrio seria obtido com um preço que igualasse a oferta e a procura. O mecanismo funcionaria como em um leilão com ajustes sucessivos até a obtenção de igualdade nas quantidades demandadas e ofertadas a um preço de equilíbrio. Em síntese, a economia neoclássica passou a considerar o mercado como uma mera agregação de indivíduos e suas trocas. Como aponta Hodgson (1993), a economia neoclássica tipicamente presume que o mercado é o éter⁹ em que as preferências e propósitos dos indivíduos livres são expressos.

Assim, a escola neoclássica está interessada na alocação de recursos e considera que a economia é organizada e guiada pelo mecanismo de mercado. Esse é um ponto importante de divergência na concepção econômica da tradição do institucionalismo americano, representados pelos trabalhos de Veblen, Commons, Mitchell e Ayres. Como sintetiza Samuels (1995, p. 571), na concepção desses autores, “não é verdade que os recursos escassos sejam alocados entre usos alternativos pelo mercado. A real determinação de qualquer alocação que ocorra em uma sociedade é a própria estrutura da mesma sociedade, em suma, suas instituições”. Para os institucionalistas, a alocação de recursos não acontece devido ao funcionamento de algum mecanismo abstrato, mas à existência de instituições que estruturam o próprio mercado e são por ele reforçadas.

O que os institucionalistas propunham era uma compreensão diferente sobre o mecanismo de mercado. Para eles, os mercados não deveriam ser estudados somente como um mecanismo puro de alocação de recursos, mas como produto de instituições que os formam e operam por seu intermédio. Pela mesma razão a economia deve ser estudada de maneira sistêmica, de modo a incluir todas as instituições nela contidas e não somente o sistema de mercado estritamente caracterizado (SAMUELS, 1995).

Enquanto a análise neoclássica tem por base a noção de equilíbrio, os institucionalistas compreendem a economia como um processo. O aparato neoclássico de equilíbrio geral tem implícita a ideia de estabilização, e para Veblen “the question is

⁹ Os filósofos, os naturalistas e mesmo os físicos chegaram a acreditar na existência, em todo o universo, de uma substância – o éter – que não teria massa, volume e não seria detectável, pois não provocaria atrito. Hoje é notório que essa substância não existe, mas, como ilustra Hodgson, ainda encontra similitude com o mecanismo de mercado da economia neoclássica. Já Coase (1988) considera que é a Utilidade – que, por hipótese, os consumidores maximizam – a entidade inexistente que faz o papel do éter.

not how things stabilize themselves in a ‘static state’, but how they endlessly grow and change” (VEBLEN *apud* HODGSON, 1993, p. 15).

Dessa forma, os institucionalistas não possuem uma teoria geral de preços, mas um conjunto de diretrizes para abordar problemas específicos que os direcionam a estudos histórica e institucionalmente especificados. A vantagem é que essas diretrizes são muito mais operacionais do que qualquer teoria que tenha pretensões gerais (HODGSON, 1998).

A objeção dos institucionalistas ao mecanismo de preços como definidor da alocação de recursos reside na compreensão de que os mercados não são fenômenos naturais que acontecem simplesmente. Como afirma Zysman (1994, p. 243), “markets do not exist or operate apart from the rules and institutions that establish them and that structure how buying, selling and the very organization of production take place. Consequently, inherently, there are multiple market capitalisms”.

Mercados e relações de troca envolvem regras complexas. Como sintetiza Dugger, na visão dos institucionalistas,

The market is a set of instituted social relation, a set of rules determining what things can be exchanged, what things need to be exchanged, how they can be exchanged, who can exchange them, who will benefit from the exchange, and who will bear the burdens of the exchange. In short, the market [...] is a result of the exercise of power, frequently by the state itself. The state legislates and adjudicates the laws and rules which institute specific markets (DUGGER, 1988, p. 8).

Um paralelo interessante é traçado por Hodgson (1994) entre um leilão de preços imaginário da teoria walrasiana e um leiloeiro real. Um leilão real não é uma simples arena na qual se revelam preferências individuais, mas é uma instituição no sentido absoluto. Sua operacionalidade exige uma rotina específica para se chegar a um acordo entre as partes quanto ao estabelecimento do preço de negócio, sendo provável que essa rotina estruture os lances e afete o resultado final. Além disso, um leilão exige publicidade, trabalho burocrático, transportes e armazenagem. Também é característica dos leilões a ausência de preços fixos, com os vendedores se sujeitando ao preço que for definido, enquanto no mercado o que ocorre é a venda da maior parte das mercadorias com preços definidos pelos vendedores e aquisições por parte dos compradores, o que

repercute nas instituições e rotinas do mesmo. As negociações de mercado implicam na existência de contratos implícitos ou explícitos e na proteção das partes envolvidas. Mesmo a existência de um mercado ilegal terá que ter seus costumes e padrões para se estabelecer.

Assim sendo, para os institucionalistas americanos as preferências individuais não podem ser tomadas como pré-definidas, mas devem ser consideradas como parcialmente moldadas pelas circunstâncias institucionais e culturais (HODGSON, 2009). Ou seja, as preferências são endógenas, o que aumenta a importância analítica das instituições e das mudanças institucionais. Esse é o conceito-chave para Veblen, que presumia ser o comportamento humano dominado por formas habituais de pensar. Quando uma forma de pensar comum se estabelecia para os homens em geral, surgia uma instituição. São essas instituições que vão definir as características dos mercados específicos e serão, ao mesmo tempo, por eles reforçadas.

Na definição de Commons (1931), uma instituição é a ação coletiva no controle, liberação e expansão da ação individual. Assim, as ações individuais no mercado são transações e não comportamento individual ou troca de mercadorias. Se a unidade básica de análise da economia institucional for a transação e seus participantes, isso implica em considerar que a sociedade controla o acesso às forças da natureza e as transações não são simples trocas de mercadorias, mas,

[...] the alienation and acquisition, between individuals, of the rights of property and liberty created by society, which must therefore be negotiated between the parties concerned before labor can produce, or consumers can consume, or commodities be physically exchanged (COMMONS, 1931, p. 652).

Em suma, enquanto a economia neoclássica se aprimorava na determinação da eficiência estática ótima, os institucionalistas desenvolveram suas ideias com a utilização de um arcabouço evolucionário com o foco de atenção nas transformações sociais de longo prazo (RUTHERFORD, 1996). Já em suas origens, as visões de neoclássicos e institucionalistas sobre o funcionamento dos mercados eram significativamente diferentes. Se o velho institucionalismo norte-americano passou por um período de ostracismo, ao menos um de seus representantes – Commons – exerceu reconhecida influência no trabalho de John Maynard Keynes e na revolução que este

praticou na ciência econômica. A noção de incerteza é central na obra de Keynes e, de acordo com Commons, as mudanças na tecnologia e na organização industrial separaram no tempo os atos de produção e de consumo, criando incertezas. Para amenizar essas incertezas, novas instituições industriais e financeiras surgiram (ATKINSON; OLESEN Jr., 1998).

Durante algum tempo houve tentativas de relegar o velho institucionalismo norte-americano ao esquecimento sob a acusação de ser descritivo, não possuir uma teoria e não ter uma agenda positiva de pesquisa (WILLIAMSON, 1993). As instituições voltaram ao debate com o surgimento da Nova Economia Institucional (NEI), que embasava seu pensamento em duas proposições: a) as instituições importam; b) as instituições são suscetíveis a análises. Na opinião de Williamson (1998), esta última proposição mostra a diferença entre o novo e o velho institucionalismo porque a NEI não fica apenas na crítica à ortodoxia, mas cria uma agenda positiva de pesquisa. As instituições que interessam à NEI são o ambiente institucional – as regras do jogo – (NORTH, 1994) e as instituições de governança – ou a forma de jogar o jogo – (WILLIAMSON, 1998).

Na visão mais abrangente proposta por North, é possível reconhecer a importância que o autor atribui às instituições na redução da incerteza e no provimento de estruturas estáveis para a interação dos indivíduos e empresas. As incertezas surgem como consequência da complexidade dos problemas a serem resolvidos e da capacidade que os indivíduos possuem de resolvê-los. Quanto à complexidade dos problemas, a incerteza surge da informação incompleta sobre o comportamento dos outros indivíduos nos processos de interação humana. Conseqüentemente, o arcabouço institucional, ao estruturar as interações humanas, limita o conjunto de escolhas possíveis para os atores (NORTH, 1990).

Em um sentido amplo, as instituições desempenham um importante papel na formação dos custos de produção. Transformar insumos como terra, trabalho e capital em bens e serviços é resultado não somente da tecnologia empregada, mas também das instituições (NORTH, 1990). Nesse nível, as instituições mais relevantes tendem a ser associadas com as condições gerais de funcionamento da economia, como o sistema legal, que define e garante os contratos, um sistema financeiro capaz de financiar novos

empreendimentos, um mercado de trabalho flexível e um forte sistema universitário de pesquisa (NELSON, 2007).

Em um exemplo que serve aos propósitos desta tese, North (1990) ilustra a importância das instituições em uma negociação de compra e venda de um imóvel residencial. Nesse caso, o que está em jogo é a transferência de um conjunto de direitos sobre um ativo físico por uma quantidade em dinheiro, com as instituições definindo, na opinião de North, o quão custoso será fazer a troca. No paradigma neoclássico tradicional não existem custos de transação, sendo que o valor do ativo a ser negociado assume não apenas a completa informação das partes envolvidas, mas também direitos de propriedade plenamente assegurados. A proposta de Douglass North começa reconhecendo que, na prática, isso não ocorre, tentando tornar a análise neoclássica mais próxima da realidade. Portanto, a visão da NEI não contraria o paradigma neoclássico, antes pretende complementá-lo incluindo as instituições no seu modelo analítico e promovendo a revisão de alguns de seus pressupostos. Dessa forma, o paradigma neoclássico tradicional ocorreria somente em um caso especial no qual o arranjo institucional permite a maximização dos ganhos (GOMES, 2004).

A existência de incertezas dificulta a possibilidade de transações econômicas. O conceito de incerteza aqui utilizado não decorre somente da incapacidade dos agentes de conhecer e processar todas as informações necessárias para a tomada de decisão, mas, também, do reconhecimento de realidades mutáveis. A decisão de compra de um imóvel, especialmente no caso de um financiamento imobiliário, parece ser significativamente influenciada pelas condições gerais de incerteza. Na compra de um imóvel sempre pode haver custos de transação influenciados por problemas de *measurement*, pois o comprador pode desconhecer todas as características do imóvel. No entanto, para uma avaliação do mercado de financiamento imobiliário do ponto de vista da NEI, interessariam mais os custos de transação influenciados por *enforcement* que se referem à incerteza dos agentes sobre a propriedade do bem a ser trocado (NORTH, 1990). Como observa Gala (2003, p. 100), “a preocupação aqui se volta a transações complexas que envolvem bens consumidos e produzidos ao longo do tempo, e não meramente trocas simples e únicas”.

O mercado imobiliário tem por característica o fato de proporcionar relações únicas de compra e venda, no caso da transferência de propriedade do bem¹⁰. Cada imóvel tem a sua especificidade e as partes envolvidas não podem beneficiar-se de experiências acumuladas nos casos em que as relações de compra e venda sejam rotineiras. Excepcionalmente uma mesma pessoa pode estar envolvida na compra de mais de um imóvel do mesmo vendedor, mas pode-se considerar como padrão uma relação comercial em que as partes nunca negociaram anteriormente e tampouco exista a perspectiva de um novo negócio em um futuro próximo. Nessas condições, impõe-se a necessidade de instituições que garantam o cumprimento dos contratos.

O arranjo institucional no qual se desenvolvem os contratos imobiliários são construções sociais que representam o estágio da economia e desempenham papel importante na formação dos custos de transação. Nas negociações do mercado imobiliário, os custos de transação se vinculam a atividades como: a) elaboração e negociação de contratos; b) mensuração e fiscalização dos direitos de propriedade; e c) custos decorrentes da incapacidade de reagir rápida e eficientemente a mudanças no ambiente econômico. No caso específico da indústria da construção, os custos de transação podem representar parcela significativa do total de custos das empresas e podem influenciar o desempenho econômico do setor.

Existe, portanto, um custo para a utilização do mecanismo de mercado, fato evidenciado em um antigo trabalho de Ronald Coase¹¹, um dos autores posteriormente identificados com a NEI. O trabalho de Williamson tenta tornar operacional a tese de Coase com a incorporação dos custos de transação na teoria econômica convencional. Dessa forma, procura também incorporar a questão institucional no referencial neoclássico.

Mesmo reconhecendo méritos nas proposições da NEI, os institucionalistas que seguem a velha tradição as consideram de alcance limitado, pois permanecem com a noção de otimização e não avançam na proposição de ajustamentos institucionais para lidar com os processos de mercado. A teoria dos custos de transação de Williamson

¹⁰ As características que fazem dos imóveis residenciais bens de capital e sua capacidade de produção do serviço de habitação são tratados mais adiante neste capítulo.

¹¹ O artigo "The Nature of the Firm", originalmente publicado em 1937, foi reproduzido em COASE (1988).

assume o mercado como o estado natural¹², a partir do qual indivíduos criam firmas e hierarquias que persistirão se envolverem menores custos de transação. Essa visão é muito diferente daquela dos seguidores do antigo institucionalismo¹³, pois, para estes, “o que chamamos de mercado é sempre um sistema de interação social caracterizado por um arcabouço institucional, ou seja, por um conjunto de regras que definem certas restrições no comportamento de seus participantes” (Viktor Vanberg¹⁴ *apud* HODGSON, 2002, p. 114).

Outro problema na argumentação de Williamson ao tomar o mercado como o estado natural é a insuficiência na explicação sobre a evolução das firmas em um ambiente livre de instituições. Essa é uma grande diferença entre a NEI e os velhos institucionalistas, pois estes consideravam o mercado como definido pelas instituições que o moldam, ao mesmo tempo em que ele mesmo reforça essas instituições. Os mercados e as relações de troca envolvem regras complexas. Para o seu funcionamento a propriedade privada precisa ser reconhecida, o que é impossível sem instituições.

Mesmo com o mérito de reconhecer a importância das instituições, alguns economistas da NEI permanecem com a crença do *mainstream* de que o mercado é o éter universal da interação humana, ao invés de considerá-lo como uma instituição social e historicamente especificada. Os mercados não são um começo livre de instituições. Existem diferentes sistemas de mercado envolvendo diferentes estruturas e diferentes regras. De fato, os mercados envolvem normas e costumes sociais, sendo que as relações de trocas instituídas precisam ser explicadas (HODGSON, 1998).

De qualquer forma, a NEI tem méritos em reconhecer limitações muito importantes na teoria neoclássica e propor avanços. O reconhecimento de suas conquistas é evidenciado pelos prêmios recebidos e pelo espaço ocupado no atual estágio da ciência econômica. Como lembra Stanfield (1999), boa parte da análise oferecida por Douglass North está ao menos implícita na tradição do velho

¹² Por achar conveniente para a exposição de seu argumento, ele inicia considerando que “in the beginning there were markets”, o que pode parecer uma preocupação com as falhas de mercado, mas que o próprio autor considera um ponto de partida para evidenciar a busca de empresas em reduzir custos de transação (WILLIAMSON, 1975, p. 20).

¹³ O conjunto de autores que seguem mais proximamente a antiga tradição norte-americana forma a corrente neoinstitucionalista. Ver Conceição (2000).

¹⁴ Vanberg, V.J. (1986) “Spontaneous Market Order and Social Rules: A Critique of F. A. Hayek’s Theory of Cultural Evolution.” *Economics and Philosophy* 2: 75-100.

institucionalismo. Apesar das diferenças com o antigo institucionalismo, é notório o avanço da NEI em relação ao *mainstream* quanto ao aprimoramento dos conceitos de firmas e mercados (DUGGER, 1990). No entanto, devido às peculiaridades do mercado habitacional, especialmente no que tange ao financiamento para aquisição de moradias, parece oportuno aprofundar a compreensão desse mercado utilizando os *insights* do antigo institucionalismo e de seus seguidores.

A complexidade das operações no mercado de habitações, especialmente no caso dos financiamentos para construção ou aquisição, parece estar mais próxima da noção de mercado que foi legado pelo antigo institucionalismo aos atuais teóricos do neoinstitucionalismo. Neste sentido, a próxima seção procura apontar algumas razões que fundamentam essa afirmação.

2.1.1 As especificidades que afastam o mercado de habitações de um mercado convencional

Em alguns países com histórico de instabilidades macroeconômicas, a compra de uma casa própria adquiriu o status de um “sonho de consumo”. Além dos atributos do imóvel em si, pode influenciar na direção da busca por um imóvel próprio a tentativa de proteção contra as instabilidades. A insegurança no mercado de trabalho e o medo de não poder arcar com as despesas de um aluguel podem fazer com que a busca por um domicílio próprio se torne primordial. Com altas taxas de desemprego e de inflação, a incerteza impera, e, em tal ambiente, é impossível obter um arranjo institucional com capacidade para promover o desenvolvimento, pois ao menos uma instituição – a moeda – não desempenha bem as suas funções. Mesmo em situações adversas para os investimentos de longo prazo, a decisão de compra de um imóvel residencial pode ser antecipada para a resolução mais rápida que a família, que precisa de habitação, conseguir. Nessas circunstâncias, compreender a dinâmica dos financiamentos habitacionais não parece tarefa fácil, mas é necessário começar procurando

compreender o próprio mercado de residências. Aqui se revelam algumas dificuldades que surgem da especificidade do mercado de residências, o qual apresenta características peculiares. Quingley e Harsman (1991) sintetizam as principais diferenças do mercado de residências com os mercados de outros bens de consumo:

- a) Trata-se de um produto complexo em que muitos atributos precisam ser considerados;
- b) As residências são fixas no espaço;
- c) Custa caro produzir uma residência. O consumo de habitação geralmente constitui uma fração substancial dos orçamentos domésticos. As construções de novas residências formam parcela substancial do investimento líquido na economia a cada ano;
- d) As unidades residenciais possuem vida útil longa;
- e) Uma residência é uma necessidade para qualquer indivíduo que deseja uma vida normal na sociedade atual. Não importa o quão pobre sejam os residentes, estes precisam consumir o serviço de habitação.

Todas essas peculiaridades indicam que o mercado de residências não pode ser considerado um único mercado de trocas neoclássico, mas um conjunto de mercados sobrepostos diferenciados por tempo de duração dos contratos, localização, tamanho e qualidade. Em cada um desses mercados existem imperfeições que inibem – se não inviabilizarem completamente – as análises de equilíbrio marshalliano. Grimes (1976) separa as imperfeições do mercado de moradias em restrições institucionais e restrições econômicas. As restrições institucionais seriam ligadas aos diferentes tipos de controles administrativos exercidos sobre a atividade. Como exemplos são citados os códigos com que cada cidade regulamenta a atividade¹⁵, controles sobre os rendimentos dos aluguéis e os arranjos institucionais que governam os financiamentos habitacionais. Como exemplo de restrições econômicas o autor cita a falta de infraestrutura (saneamento, água, luz, etc.) e, curiosamente, os altos custos de transação que, na visão da NEI, também estão ligados às restrições institucionais. Essa separação não parece produtiva no sentido de resolver o problema de pesquisa aqui proposto.

¹⁵ No Brasil são conhecidos como Plano-Diretor, e sua elaboração é atribuição das prefeituras das cidades com mais de 20 mil habitantes.

Da mesma forma, não são operacionais as categorias de impedimento apontadas por Quigley (2002) que inibem o mercado de residências de alcançar um equilíbrio neoclássico. São elas: custos decorrentes da procura, custos legais ou administrativos, custos de ajustamento, custos financeiros e custos decorrentes da incerteza. É cabível comentar cada uma das categorias de impedimento.

As peculiaridades de cada imóvel e o componente único de estarem fixos em um determinado espaço tornam a procura por residências mais onerosa. Por razões de ordem prática, costuma-se utilizar os serviços de um corretor de imóveis, o que pode reduzir a necessidade de deslocamentos para conferir cada oportunidade, mas aumenta o custo da transação. A tecnologia ajudou a reduzir o tempo despendido na procura, pois hoje é possível visualizar na internet uma quantidade maior de alternativas e selecionar melhor as opções. Pode-se considerar a utilização de ferramentas digitais como uma mudança recente, mas são poucos os estudos sobre os custos da procura por imóveis encontrados na literatura, sendo que nesta revisão da bibliografia não foi encontrado nenhum estudo tratando do assunto na economia brasileira.

Os custos legais ou administrativos são consideravelmente diferentes para quem vai alugar um imóvel ou comprá-lo. O aluguel implica em algum tipo de garantia, como fiadores, fiança locatícia ou seguro. No caso de compra de um imóvel são necessários documentos e certidões que demandam recursos e tempo para serem obtidos. Normalmente são utilizados os serviços de um corretor de imóveis, cuja remuneração é um percentual do valor negociado.

Por custos de ajustamento, Quigley (2002) considera os valores despendidos na mudança para o novo endereço e custos psicológicos da troca de residência. Os custos da mudança podem representar parcela significativa da renda mensal de uma família, sendo, portanto, uma restrição a ser considerada no mercado de imóveis. Os custos psicológicos da mudança são obviamente difíceis de mensurar, embora o próprio Quigley cite alguns trabalhos que foram desenvolvidos no sentido de captar o quanto uma família de condição socioeconômica estável estaria disposta a pagar para permanecer na atual residência.

Os custos decorrentes de expectativas e incertezas também seriam difíceis de estimar. Expectativas sobre o comportamento das taxas de juros, dos valores dos

imóveis e dos impostos afetam os custos de transação e, em última instância, a troca de residências.

Enfim, existem custos de transação e especificidades no mercado de residências que tornam difícil tratar esse mercado com o instrumental neoclássico, embora tenham ocorrido tentativas nesse sentido¹⁶. Ao tratar dos aspectos microeconômicos do mercado habitacional, Ferreira (2004) põe em evidência uma série de dificuldades para estimar a oferta e a demanda nesse mercado:

No que diz respeito aos argumentos da função demanda, os problemas vão desde a dificuldade de obter as informações relativas a [preços] à possível omissão de variáveis relevantes (o que, quase sempre, gera coeficientes estimados viesados). Dentre tais variáveis, podemos destacar a renda permanente e a expectativa de preços futuros. Dado que o bem moradia também desempenha o papel de um ativo no portfólio de um agente, poder-se-ia incluir os retornos de outros ativos na lista de variáveis explicativas relevantes.

No que tange à oferta do bem moradia, a maioria dos trabalhos considera a curva de longo prazo como sendo infinitamente elástica e o maior desafio é modelar o comportamento dos ofertantes no curto prazo. Como determinantes de curto prazo, são apontadas as condições de financiamento e a evolução dos custos de produção. O objetivo é responder a questões concernentes ao período de tempo necessário para se alcançar o equilíbrio de longo prazo e descrever como se dá esse processo de ajuste (FERREIRA, 2004, p. 18).

Em suma, parece insatisfatória a perspectiva que trata os mercados como mera agregação de trocas – as quais resultam do confronto entre curvas de oferta e de demanda – no sentido da eficiência alocativa. É evidente que existe operacionalidade nos mecanismos de mercados, mas a ciência econômica ainda carece de maior refinamento na conceitualização deste seu objeto de estudo. Uma retomada da crítica do velho institucionalismo pode ser útil para completar a visão restrita da NEI a respeito dos mercados como lócus da competição. Neste sentido, uma tentativa de avanço foi apresentada por Hodgson, que definiu o mercado como:

[...] um conjunto de instituições sociais em que se verifica normalmente um grande número de trocas de mercadorias de um tipo específico, sendo essas trocas facilitadas e estruturadas pelas instituições sociais. Estas instituições

¹⁶ Um exemplo de utilização do referencial neoclássico para estudar o mercado habitacional no Brasil é a tese de Lucena (1985).

não se ocupam apenas de questões legais como o estabelecimento de direitos de propriedade e decisão sobre contratos, mas também com transporte e comunicação da informação relacionada com o mercado (HODGSON, 1994, p. 175).

O autor complementa a sua definição citando Todd Lowry¹⁷, que lembrava que o mercado cria um fórum em que se pode estabelecer consenso em volta dos preços, o que não é possível em uma compra ou venda isolada. De acordo com Hodgson (1994), a obtenção desse consenso é facilitada por regras legais e outras regras, costumes e práticas que estão incorporadas nas instituições de mercado. Essa definição está em linha com o antigo institucionalismo, e pode ser aceita pelas demais escolas, inclusive pela NEI, com a ressalva de que não existe a priori nenhum compromisso das instituições de mercado com a eficiência econômica.

O importante é o reconhecimento de que as trocas que se realizam em um mercado são realizadas em um contexto institucional e interação com ele. Neste sentido, “as pessoas são afetadas pelo mercado como instituição não só porque ele fornece informação ou restringe escolhas, mas porque estrutura o processo de cognição dos agentes envolvidos e pode afetar de fato as suas preferências e crenças” (HODGSON 1994, p. 179). Em um processo interativo, pois, como bem destaca Bowles (2006), o ambiente institucional afeta a distribuição de preferências da população, enquanto a preferência dos atores influencia o processo institucional.

A revisão até aqui apresentada evidenciou as dificuldades e limitações da utilização do aparato neoclássico para tratar o mercado de habitações. O problema é ainda maior se for considerado o mercado de financiamento habitacional. Muitas vezes a compra da casa própria só é possibilitada com as famílias recorrendo ao sistema financeiro para a obtenção de crédito. Se o mercado de residências apresenta uma série de peculiaridades que o afastam de um mercado neoclássico, tampouco o mercado de crédito pode ser compreendido por um modelo de equilíbrio geral padrão (STIGLITZ, 2004). As particularidades desse mercado parecem indicar a necessidade de outra abordagem. Nesse sentido, para avaliar as transformações no mercado de financiamentos habitacionais, uma alternativa possível é começar evidenciando por

¹⁷ LOWRY, S. T. (1976). Bargain and Contract Theory in Law and Economics. *Journal of Economic Issues*, 10(1), : 1-22.

primeiro as relações institucionais nas organizações sociais, econômicas e políticas que compõem o mercado de habitações. Esse é o objetivo da próxima seção.

2.1.2 Uma visão institucionalista do mercado de habitações

O processo produtivo empenhado na produção de habitações é complexo. Por ser uma indústria de montagem que emprega materiais originários de uma diversificada rede de suprimentos, é preciso considerar os efeitos ao longo de toda a extensão da cadeia produtiva. A Figura 1 tenta uma síntese da estrutura básica da cadeia produtiva da construção de residências.

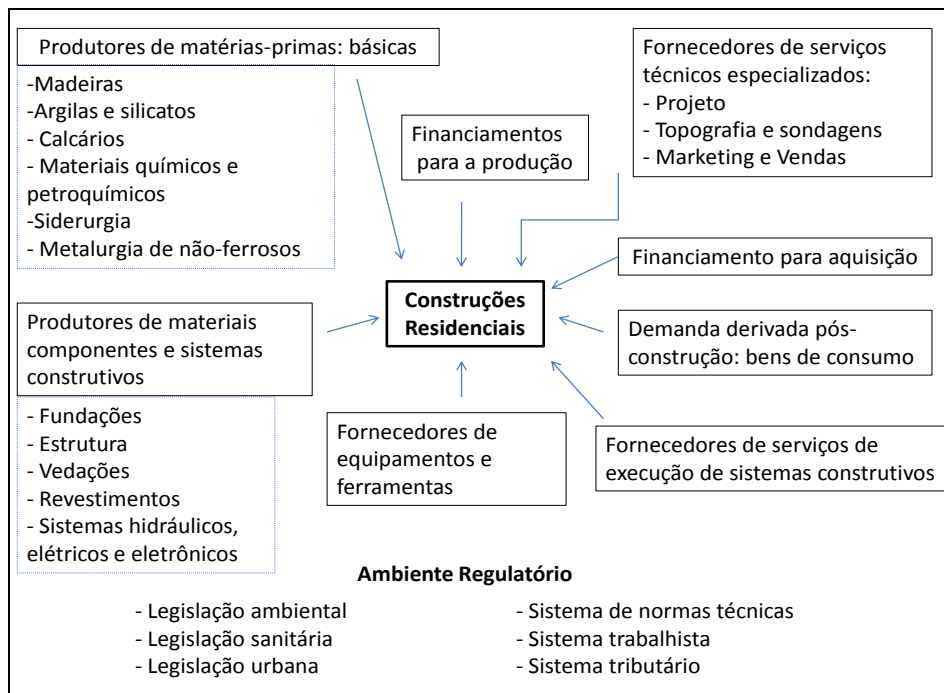


Figura 1 – Estrutura básica da cadeia produtiva da construção de residências

Fonte: adaptação de Rosetti (2010).

A construção de residências é um trabalho de montagem no qual as construtoras utilizam equipamentos e ferramentas para construir, a partir de produtos, de matérias-primas básicas e de materiais, componentes dos sistemas produtivos. Portanto, a demanda por residências exerce efeitos sobre um conjunto significativo de setores de atividade que atuam no fornecimento de materiais e ferramentas indispensáveis para a construção. Se os efeitos “a montante” são reconhecidos, também é preciso considerar os efeitos “a jusante” que a construção de residências possui, uma vez que os imóveis prontos propiciam mercados potenciais para uma variedade de bens de consumo. De acordo com Rosetti (2010, p. 12), “estudos avançados sobre cadeias produtivas setoriais realizados nos últimos setenta anos [...] têm demonstrado que a indústria da construção civil é, destacadamente, a de maior impacto na definição do nível de atividade econômica”. Assim sendo, não se pode negar a existência de efeitos multiplicadores dos investimentos em construção de residências, o que pode caracterizar esse setor como uma fonte de crescimento econômico.

Como mostrou a Figura 1, a atividade das empresas de construção ocorre em um ambiente regulatório que trata de questões ambientais, sanitárias, urbanas, além de um conjunto específico de normas técnicas. Devido às suas especificidades, os países também costumam adotar uma legislação tributária própria para o setor. Tudo isso corrobora a ideia de ser esse um dos setores mais regulamentados da economia e, portanto, um dos mais suscetíveis aos efeitos de mudanças institucionais, ao mesmo tempo em que se trata de um mercado – o de residências – que menos se parece com um mercado puro da definição neoclássica.

A atividade de construção envolve um ciclo que começa com o estudo de um terreno, sua aquisição, a elaboração de um projeto, a obtenção das licenças, a construção propriamente dita, a venda e a entrega aos compradores. Em média, todo esse processo leva quatro anos, sendo dois deles dedicados à materialização física do projeto por meio da atividade produtiva. Para desenvolver uma abordagem institucionalista do mercado habitacional que contemple todo o ciclo da atividade de construção, é necessário compreender o papel de cada uma das organizações sociais, políticas e econômicas que o formam. A Figura 2, a seguir, permite visualizar as interações entre os agentes que compõem o mercado habitacional.

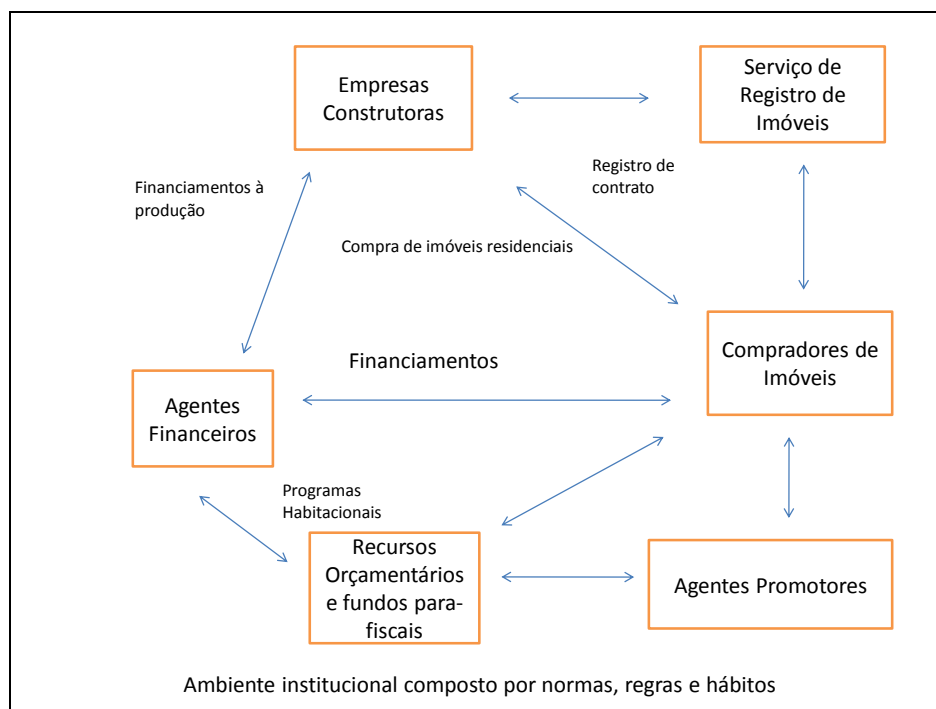


Figura 2 – Os componentes do mercado habitacional

Fonte: elaboração própria.

Na relação mais restrita, os compradores de imóveis figuram como responsáveis pela demanda, enquanto as empresas construtoras se encarregam da oferta. Cabe lembrar que cada imóvel é único, o que não impede que exista uma estratificação no mercado de residências. Independente de se tratar de mercado de luxo, de classe média ou habitação popular, ao exercerem a demanda por imóveis, o papel dos agentes é o mesmo, mas a dinâmica é diferente. Os compradores podem – se aptos para tanto – fazer uso de recursos próprios, operando diretamente com a construtora ou indiretamente por intermédio de corretores de imóveis. Em ambos os casos é preciso que o contrato seja registrado em um Registro de Imóveis. Portanto, a forma mais simples de troca no mercado de habitações envolverá, no mínimo, os três agentes (compradores, construtoras e registro de imóveis), quando o comprador for capaz de arcar com os custos da compra do imóvel com recursos próprios. Como as trocas não são necessariamente imediatas, torna-se necessária a elaboração de contratos e o estabelecimento de um fluxo de pagamento em moeda local. Por óbvio, as transações não se realizam sem que o Estado disponibilize as instituições que as garantam, como, por exemplo, os direitos de propriedade e a própria moeda.

Além da sua atribuição em garantir instituições que possibilitem a elaboração de contratos de financiamento de longo prazo, o Estado também desempenha um papel fundamental na configuração tanto da oferta quanto da demanda de moradias por intermédio das políticas governamentais. Na síntese proposta por Carme Trilla, a demanda pode aumentar graças a estímulos macroeconômicos como: taxas de juros diferenciadas, facilidade de crédito, aumento do gasto público ou diminuição da pressão fiscal; no nível microeconômico, as políticas podem atuar no sentido de dar subvenções aos proprietários de moradias alugadas ou àqueles que ascendem à propriedade, facilitar a demanda de famílias com renda relativamente mais baixas (o que pode ser obtido com: subsídios nas taxas de juros cobradas, isenções de tributação específica ou descontos na compra de moradias de interesse social). A oferta também pode aumentar se o Estado oferecer estímulos macroeconômicos destinados a potencializar o investimento em habitação, como facilidades urbanísticas e de crédito. No nível microeconômico, as ajudas governamentais podem aumentar o nível de oferta em setores determinados de moradias: subsídios para cobrir a totalidade ou uma parte dos empréstimos para a construção ou renovação da moradia social, empréstimos com taxas de juros mais baixas que as de mercado para promotores, proprietários privados ou órgãos públicos de provisão habitacional (TRILLA¹⁸ *apud* BOTELHO, 2007).

A existência de direitos de propriedade torna possível a compra de imóveis que ainda não foram construídos. Alguns investidores optam por comprar o imóvel “na planta”, aproveitando condições mais favoráveis e/ou maiores possibilidades de escolha do imóvel, que servirá para uso próprio como moradia ou para revendê-lo quando estiver pronto. Nesse último caso o padrão do imóvel adquirido não necessariamente será compatível com a renda do comprador, pois este pode identificar uma oportunidade de negócio em um imóvel que não compraria para a própria moradia. Em média, a produção de um imóvel residencial em condomínios leva 24 meses do início das obras até o término (quatro anos para todo o ciclo da atividade de construção). Nesse intervalo existe a correção do valor do imóvel de acordo com seu custo de produção e a possibilidade de ganho (ou perda) de capital decorrente de outros fatores peculiares ao

¹⁸ TRILLA, Carme. *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*. Barcelona: Fundación La Caixa, 2001.

mercado imobiliário, como mudanças na estrutura urbana¹⁹ da região que possam impactar nas condições de moradia.

Se o comprador for beneficiado por algum programa habitacional, poderá contar com recursos orçamentários para subsidiar ao menos parte do valor da moradia, ou proporcionar uma redução na taxa de juros do financiamento, permitindo a diminuição do custo financeiro. Outra possibilidade para o segmento de baixa renda é acessar os recursos provenientes de contribuições compulsórias aos fundos parafiscais, o que inclui no mercado de habitações a entidade gestora desses recursos. Os programas habitacionais para esse público dependem, muitas vezes, da regularização de uma área urbana, o que envolve a ação dos agentes promotores, que podem ser das diferentes esferas de poder ou órgãos das respectivas administrações diretas ou indiretas.

Considerando apenas os compradores que não necessitam de financiamento, pois utilizam recursos próprios, o mercado funciona com as interações entre os agentes: compradores, construtoras e registros de imóveis, tendo por pano de fundo a atuação do Estado com políticas micro e macroeconômicas que afetam o setor. Portanto, existe um mercado de habitações que funciona independentemente da disponibilidade ou não de financiamentos habitacionais. Caso não exista a hipótese de financiamentos, espera-se que a dinâmica do mercado dos imóveis seja determinada pelo comportamento dos compradores que possuem recursos próprios. Dada a possibilidade já explicada de compras de imóveis residenciais por investidores, a demanda pode ser maior do que o número de pessoas aptas a efetuar a compra. Nesses casos, como em qualquer outro investimento em bens de capital, o volume será definido pela expectativa de retorno, seja pela possibilidade de ganho de capital ou pela possibilidade de auferir renda proveniente de aluguéis. É sempre oportuno lembrar que se trata de um investimento de longo prazo, o que influencia na formação das expectativas de retorno.

Nesse sentido, as tomadas de decisão no mercado de imóveis residenciais são realizadas em um ambiente de incerteza. Para que não houvesse incerteza seria necessária a coesão nas expectativas favoráveis de todos os agentes em relação aos acontecimentos futuros (CASAGRANDE, 2002). As dificuldades decorrem da insuficiência de informações resultante da constante redefinição da situação econômica

¹⁹ Como exemplos: a construção de uma linha de metrô pode valorizar os imóveis da região, enquanto a construção de um presídio pode desvalorizá-los.

em razão de cada nova decisão tomada. Por exemplo, ao tomar a decisão de iniciar a construção de um prédio residencial, a construtora tem uma expectativa em relação à rentabilidade do empreendimento que pode ser frustrada caso outro agente tome a decisão de um investimento próximo que tenha externalidades negativas, ou pode superar as expectativas no caso de externalidades positivas surgirem na região entre o início e o final da construção. O mesmo vale para o comprador que adquire o imóvel na planta. Pelas próprias características do produto *imóvel residencial*, o estudo das decisões a respeito de sua produção e consumo deve incorporar a noção de tempo histórico, unidirecional, o que dificulta a modelagem, pois:

[...] qualquer modelo matemático que não se ocupe da consistência entre a forma de imaginar os possíveis resultados (hipotéticos) de um projeto de investimento e o grau de incerteza associado estará dispensando o comportamento psicológico e expectacional humano como o principal insumo da realidade econômica (CASAGRANDE, 2002, p. 14).

A constatação de que em economia as decisões são tomadas em contextos em que a incerteza está presente não implica em inação, mas no reconhecimento de que existe a necessidade de mitigar a incerteza, sendo este o papel cumprido pelas instituições. Como afirma Bortis,

Producers would never engage in production if there was complete uncertainty about the future. Institutional arrangements create areas of near-certainty which enable entrepreneurs to produce under reasonably tranquil conditions and to be some co-operation between banks and enterprises since it is impossible to perfectly synchronize outgoings and incomes over time (BORTIS, 2006, p. 411).

As instituições – na forma de hábitos, regras ou normas – servem para garantir a estabilidade necessária para que as decisões de investimento não sejam inviabilizadas. Assim, todas as decisões de produção e comercialização de residências são tomadas em um contexto institucional que possibilita a execução das mesmas. Nesse sentido, a atuação do Estado na garantia da efetividade dos contratos e na disponibilidade de um padrão monetário desempenha um importante papel, pois possibilita estruturar as relações entre os agentes que a Figura 2 ilustrou. A formatação dos contratos e as garantias de efetividade são componentes influenciados pelo arranjo institucional.

Portanto, as instituições desempenham papel importante ao permitir aos agentes a formação de expectativas e mitigar a incerteza que é inerente ao sistema econômico. Se não houver a possibilidade de obter financiamento por parte dos interessados em comprar imóveis que não possuem renda suficiente para tanto, o potencial de atuação das construtoras ficaria restrito, porque o imóvel é um bem de custo elevado. Por sua vez, a demanda por imóveis residenciais exercida por compradores que utilizam recursos próprios vai depender da expectativa de retorno por parte dos investidores, seja na forma de utilização do bem como moradia, seja na forma de investimento visando retorno financeiro (ganho de capital ou aluguel). Essa última afirmação – bem como todas as referências anteriores que caracterizam o ambiente econômico como um ambiente em que existe incerteza sobre o futuro – estão claramente identificadas com a teoria elaborada por John Maynard Keynes e com os economistas pós-keynesianos que seguiram essa vertente. A complementaridade entre os pensamentos institucionalista e pós-keynesiano pode ajudar na compreensão da lógica dos financiamentos habitacionais. Nesse sentido, a próxima seção trata sobre o desenvolvimento teórico pós-keynesiano em relação ao processo de financiamento dos bens de capital em uma economia.

2.2 ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO EM UMA ECONOMIA: O CIRCUITO *FINANCE* – INVESTIMENTO – POUPANÇA – *FUNDING*

A construção de residências é parte integrante da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). De acordo com o System of National Accounts (SNA), manual da Organização das Nações Unidas (ONU) para a compilação das contas nacionais (UN, 2008), a FBCF deve registrar a ampliação da capacidade produtiva futura por meio de investimentos correntes em ativos fixos. Ou seja, bens produzidos que possam ser repetida e continuamente utilizados em outros processos produtivos por tempo superior a um ano sem serem consumidos pelos mesmos. As residências construídas em

um determinado ano fazem parte da FBCF da economia naquele ano, pois permitirão que o serviço moradia seja oferecido por um largo período de tempo²⁰.

Evidentemente, existe diferença nos reflexos para a economia de acordo com a composição da FBCF. Os dispêndios na aquisição de bens de capital (máquinas e equipamentos) possibilitam incrementos na atividade produtiva, enquanto os gastos no segmento de construção – seja na parte habitacional ou na infraestrutura básica – ainda que apresentem efeitos sociais positivos e permitam elevar a competitividade sistêmica da economia, não contribuem de maneira direta (mas sim, indireta) para elevar o potencial de crescimento do PIB.

No caso das residências, um aumento na produção das mesmas torna possível, além de um maior número de unidades comercializadas, também o aumento na oferta do serviço habitação. Portanto, existe um mercado em que o bem de capital, residência, é negociado e um mercado em que o bem de consumo, serviço de moradia, é negociado (QUIGLEY, 2002). Existem alternativas de ocupação dos imóveis residenciais, e o serviço moradia não implica, necessariamente, na existência de uma contrapartida monetária, já que um imóvel pode ser utilizado por seus proprietários. Para melhor comparabilidade entre as nações, o SNA – 2008 sugere a imputação do valor do aluguel de imóveis próprios. Assim, o serviço de moradia de todos os imóveis é contabilizado, independentemente da proporção ocupada por inquilinos, em cada país, ser maior ou menor.

Se a construção residencial faz parte da FBCF de uma economia, pode-se considerar o financiamento habitacional sob a mesma ótica com que a teoria econômica trata do financiamento aos investimentos. Evidentemente, não existe uma perspectiva única. Por exemplo, apresentando explicações diferentes para o mesmo fenômeno, a teoria dos fundos emprestáveis (de inspiração neoclássica) e o circuito *Finance* –

²⁰ Trata-se do conceito utilizado na classificação de ativos fixos, na conta de capital, elaborada com as recomendações da contabilidade social e não do capital no sentido marxista. Na literatura marxista a consideração de residências como capital foi objeto de debate. Ao escrever a sua “Contribuição ao problema da habitação”, Engels participa argumentando: “O capital é o domínio sobre o trabalho alheio não pago. A casinha do operário não será capital senão quando a alugue a um terceiro e se aproprie, em forma de aluguel, de uma parte do produto do trabalho desse terceiro. O fato de ele mesmo a habitar impede precisamente que a casa se converta em capital, do mesmo modo que a indumentária que deixa de ser capital desde o momento em que a compro na alfaiataria e a visto” (MARX; ENGELS, 1961, p. 141).

Investimento – Poupança – *Funding* (de inspiração keynesiana) concorrem como instrumentos para a compreensão do financiamento habitacional.

De acordo com a teoria dos fundos emprestáveis, a taxa de juros é a variável que ajusta o mercado, sendo o investimento e a poupança determinados simultaneamente. A estabilidade estaria sempre garantida, pois se os agentes desejassem reduzir o consumo e aumentar a poupança, a taxa de juros cairia, incentivando os investimentos ou desestimulando a poupança; de outra sorte, se a vontade de aumentar os investimentos fosse maior do que os recursos disponíveis para empréstimo, as taxas de juros subiriam. Portanto, estaria em vigor a hipótese da poupança prévia, sendo essa a grande restrição à expansão do investimento no longo prazo.

Antes de apresentar a visão pós-keynesiana, é necessário primeiro definir com precisão os conceitos, pois, de acordo com Davidson (1996), é na taxonomia utilizada por Keynes que está a fundamental distinção entre a sua teoria e a teoria clássica²¹. Por ser comum encontrarmos defensores de políticas econômicas antagônicas que utilizam as mesmas palavras em conotações diferentes, torna-se necessário definir os conceitos utilizados.

A teoria clássica relacionava o consumo com ao ato de desfrutar a utilidade que os bens e serviços produzíveis propiciavam. Dessa forma, o consumo não necessariamente ocorria no momento da compra. Consequentemente, para a economia clássica, “saving can then be defined as that portion of any durable good that although bough today is inventoried to be used (and yield utility) in a future period” (DAVIDSON, 1996, p. 34). Se a economia produzisse somente bens não duráveis, não

²¹ De acordo com Thomas Kuhn (2000) e Paul Feyerabend (2000), é comum encontrar na ciência exemplos em que os significados dos termos e conceitos científicos mudam frequentemente nas teorias em que são empregados, gerando incomensurabilidade entre elas. O termo incomensurabilidade vem da matemática com a descoberta de que a hipotenusa de um triângulo isósceles é incomensurável com o lado do mesmo, assim como a circunferência de um círculo é incomensurável com seu raio, no sentido em que não existe uma unidade de medida em que seja possível relacioná-los por um número inteiro, sem resíduo. Não existe uma medida comum, mas esta inexistência não torna a comparação impossível. Quando aplicado ao vocabulário utilizado em teorias científicas, o termo incomensurabilidade funciona metaforicamente. Nas palavras de Kuhn (2000, p. 36), a metáfora se dá quando a frase “*no common measure*” torna-se “*no common language*”. Desse modo, a afirmação de que duas teorias são incomensuráveis significa que não existe uma linguagem neutra na qual as duas teorias, concebidas como um conjunto de sentenças, possam ser traduzidas sem algum resíduo ou perda. Nesses casos, os dois filósofos alegavam que seria impossível definir todos os termos de uma teoria no vocabulário da outra.

existiria problema. No entanto, como existem bens duráveis, é preciso atentar para a diferença na taxonomia utilizada por Keynes, que considera a compra de um bem durável como inteiramente consumido naquele período, enquanto para a economia clássica a compra de um bem durável é basicamente uma forma de poupança (ou uma forma de armazenar utilidade a ser desfrutada posteriormente).

Na lógica keynesiana, o ato de compra de um bem durável é uma validação das expectativas empresariais que induzem as empresas a criarem empregos e contratarem trabalhadores. Keynes preferiu distinguir as categorias de demanda definindo-as estritamente em relação aos níveis atuais de renda e de produção. Por outro lado, a lógica clássica é tratar a compra de um bem durável como uma poupança que somente será transformada em consumo no momento em que for desfrutada a utilidade do bem. A consequência dessa forma de pensar a economia é ser a poupança tão suscetível de criar postos de trabalho hoje quanto o consumo.

Esse debate teórico traz à tona questões práticas de como mensurar os agregados econômicos. Do ponto de vista da contabilidade social, a poupança agregada é um resíduo contábil, obtido a partir da renda nacional disponível bruta menos o consumo final. Também é igual à soma da FBCF com a variação de estoques e com a variação de ativos, líquida de passivos financeiros (UN, 2008). A primeira definição está de acordo com o pensamento de Keynes, que na Teoria Geral afirmava:

Whilst, therefore, the amount of saving is an outcome of the collective behavior of individual consumers and the amount of investment of the collective behavior of individual entrepreneurs, these two amounts are necessarily equals, since each of them is equal to the excess of income over consumption (KEYNES, 1964, p. 63).

Nesse sentido, a poupança agregada não é uma simples soma de poupanças individuais e tampouco corresponde ao saldo de aplicações financeiras. Trata-se de um resíduo contábil que registra o excesso de renda sobre o consumo. O investimento também corresponde à parcela da renda que não foi direcionada para o consumo, com a diferença de que o investimento não é um resíduo, mas tem seu volume determinado pela expectativa dos agentes. As decisões de investimento tomadas *ex ante* geram uma variação no nível de renda, e esse novo nível de renda permite a obtenção residual *ex post* de um volume de poupança na mesma magnitude do que foi previamente investido.

Portanto, coube a Keynes, na Teoria Geral dos Juros, Moeda e Emprego (1964), rever a relação de causalidade e evidenciar o papel preponderante dos investimentos na determinação da renda e, por consequência, da magnitude do consumo e da poupança.

Keynes (1964) atribui a uma ilusão de ótica a ideia prevalecente de que a poupança e o investimento possam diferir entre si, porque se costuma considerar as relações de um depositante com um banco como sendo uma relação unilateral, quando, de fato, trata-se de uma relação bilateral. Na aparência, um depositante pode colocar seus recursos no sistema bancário sem uma contrapartida em investimentos; ou o sistema bancário pode permitir que um investimento aconteça sem uma correspondência em poupança. No entanto, ninguém pode poupar sem adquirir um ativo, seja ele dinheiro, um título de dívida ou um bem de capital²²; e ninguém pode adquirir um ativo que não possuía sem que um ativo de igual valor seja produzido (um investimento) ou que outro agente abra mão de ativo de igual montante (despoupança).

O fato de ser o dinheiro um dos ativos que podem ser adquiridos pelos poupadores tem implicações relevantes para a teoria keynesiana, que só pode ser compreendida quando considerada a diferença da sua concepção e a neutralidade da moeda na economia clássica. Como existe a possibilidade dos agentes reconhecerem que, sob condição de incerteza, a retenção de moeda oferece a alternativa de aproveitar oportunidades ainda não reveladas, a moeda não é neutra, pois pode ser uma (boa) escolha. O fato de existir um ativo com o grau de liquidez que tem a moeda apresenta implicações importantes, pois a intenção de poupar não significa a produção de bens de capital. Como argumenta Davidson (2007, p. 85),

Keynes conclusion that planned saving is a demand for a liquid asset store of value and not a demand for illiquid real investment goods such as plant and equipment is in stark contrast to ‘classical economists’ belief that any increase in the propensity of households to save out of current income is equivalent to an expansion of entrepreneurial demand for a newly produced investment goods.

De acordo com Davidson (1985), os bens de capital representam a materialização do estoque de riqueza de uma economia e são desejados, em princípio, pela perspectiva de retorno das quase rendas que irão produzir ao longo de suas vidas

²² No original: “[...] *wheter it to be cash or a debt or a capital-goods*” (KEYNES, 1964, p. 81).

úteis. Nesse estágio, os bens de capital não podem ser desejados como reserva de valor em um mundo em que existe incerteza, uma vez que nem sempre existe um mercado *spot* para a revenda. No entanto,

[...] quality of **durability** makes capital goods a primary form of wealth and a capital source of income in a temporal view, and the demand for capital primarily as a store of value has sometimes been emphasized in the economic literature. Thus the pre-keynesian writes as well as modern neoclassicists associated the act of savings, i.e., the decision to abstain from consumption out of current income, with the demand to store wealth in durable, producible capital goods (DAVIDSON, 1985, p. 61, grifo no original).

Keynes (1964) procurou romper com a visão segundo a qual a demanda por bens de capital seria o resultado da ação dos agentes que procuram obter uma reserva de valor. Em uma economia monetária, os bens de capital são demandados como meio de produção e não como reserva de valor. Assim sendo, não pode ser surpresa encontrar oscilações na taxa de investimento de uma economia monetária, pois, sob condições de incerteza e com a existência de um ativo como a moeda, a diferença na percepção dos agentes sobre o futuro pode propiciar taxas de crescimento muito diferentes. Keynes também notou que, em razão da inexistência de um conhecimento preciso da renda prospectiva de um ativo de longo prazo, as reavaliações no mercado secundário são baseadas em acordos tácitos sobre convenções.

Em suma, sua teoria procurava explicar porque a produção e o emprego são tão suscetíveis a flutuações. Em sua defesa, argumentou:

[...] aggregate output depends on the propensity to hoard, on the policy of the monetary authority as it affects the quantity of money, on the state of confidence concerning the prospective yield of capital assets, on the propensity to spend and on the social factors which influence the level of the money wage. But of these several factors it is those which determine the rate of investment which are most unreliable, since it is they which are influenced by our views of the future about which we know so little (KEYNES, 1973b, p. 121).

O reconhecimento da instabilidade intrínseca da demanda por bens de investimento é essencial para a compreensão das flutuações do volume de emprego e da renda nacional. Mais do que isso, a teoria keynesiana evidencia a conexão entre o volume de investimentos (que é físico e pode ser medido pela FBCF) e variáveis que

são determinadas no mercado financeiro. No capítulo 11 da Teoria Geral, Keynes apresenta o conceito de Eficiência Marginal do Capital (EMC) e explica sua participação crucial na demanda por investimentos. A comparação entre o retorno esperado e a taxa de juros em vigência determina o nível atual de investimentos. O retorno esperado pela posse de um ativo durante um período de tempo é igual ao rendimento menos o custo de manutenção mais um prêmio pela liquidez. Como não pode existir certeza no cálculo da EMC, Keynes evidencia o papel das convenções na formação das expectativas. A ideia é que os agentes confiem que a economia irá se comportar da mesma forma com que vem se comportando, pois este é o conhecimento que possuem. Evidentemente, mudanças acontecem e somente são possíveis se consideradas como mudanças no corpo de conhecimento que os agentes possuem (ARESTIS, 1992).

No caso específico dos imóveis, o próprio Keynes (1964) reconhece ser característico de bens de capital como as residências que estão em uso apresentarem, em condições normais, rendas superiores aos custos de manutenção. Tal fato ajuda no estabelecimento da visão convencional segundo a qual “o investimento em imóveis é sempre um bom negócio”. No entanto, de um modo geral, deve-se atentar para a importância das expectativas na formação da perspectiva de retorno e, portanto, na implantação dos investimentos. Se o volume de investimento flutua, as possíveis razões são: expectativas de retorno, tanto em razão da renda futura quanto das diferentes pontos de vista sobre o futuro; as taxas de juros determinadas no mercado financeiro; nas conexões entre a capitalização das rendas futuras dos bens de capital e as taxas de juros cobradas sobre os empréstimos (MINSKY, 2008).

Quanto à taxa de juros, uma conclusão importante da ruptura propiciada pela teoria de Keynes é que elas são afetadas por mudanças na preferência pela liquidez (ou na propensão a entesourar), pois estão relacionadas com a distribuição dos ativos entre as diferentes possibilidades e não exclusivamente com as decisões de consumo-poupança. Assim sendo, as taxas de juros não são o preço que equilibra a demanda por investimentos com a abstinência de consumo presente na expectativa de mais consumo em momento posterior, mas uma recompensa aos agentes que se dispõem a abrir mão da liquidez. Há o reconhecimento de que não existe um padrão absoluto de liquidez, mas apenas uma escala, uma variação de retornos que devem ser consideradas juntamente

com o retorno obtido e os custos de manutenção ao se estimar a atratividade de possuir diferentes tipos de ativos. No original, foi feita a ressalva de que “the conception of what contributes to ‘liquidity’ is a partly vague one, changing from time to time and depending on social practices and institutions” (KEYNES, 1964, p. 240).

Em um mundo com incerteza, as famílias podem preferir adiar algumas decisões de compra se, no momento, estiverem incertas sobre os bens de consumo que irão desejar no futuro. Nesse caso, as famílias tentarão transferir poder de compra para o futuro, e o veículo que utilizarão para tanto vai depender da sua preferência pela liquidez (DAVIDSON, 1985). A moeda pode ser o único veículo disponível caso não exista um mercado organizado para a troca de outros ativos. De acordo com Arestis (1992), a demanda das famílias na teoria pós-keynesiana parte da hipótese fundamental de ser o efeito renda mais importante do que o efeito substituição. Essa proposição decorre de os bens de consumo servirem para diferentes necessidades e por serem muito limitadas por convenções sociais e hábitos as possibilidades de substituição, o que está de acordo, portanto, com o argumento institucionalista de que as preferências de consumo não são inatas, mas socialmente condicionadas.

Em suma, a decisão de investir é uma variável-chave para a economia. O investimento possui características que são relevantes para a dinâmica macroeconômica: possui efeitos de encadeamento; podem ser postergados; e, ao menos em parte, são dependentes de financiamento externo (ARESTIS, 1992). É a decisão de investir que irá determinar o nível da renda na economia e, conseqüentemente, o nível de poupança. No entanto, é preciso atentar para a evidência encontrada por Keynes de que um aumento de poupança não implica na demanda por um bem de capital.

A reconciliação da identidade entre poupança e investimento com o aparente livre-arbítrio dos indivíduos que escolhem as poupanças individuais independentemente do que outros decidem investir depende de ser a poupança uma transação bilateral. Se para um indivíduo a decisão de poupar não influencia a sua própria renda, a reação do montante de seu consumo sobre a renda dos demais torna impossível para todos os indivíduos ampliarem, simultaneamente, as poupanças individuais reduzindo o consumo. Da mesma forma, também é impossível poupar menos do que o investimento corrente porque qualquer tentativa nesse sentido fará a renda subir ao nível em que a

escolha dos indivíduos por poupança seja igual ao montante investido (KEYNES, 1964).

As implicações da ruptura de Keynes com o pensamento clássico são muito significativas, pois as recomendações de política econômica são completamente diferentes. Como sintetiza Davidson (2007, p. 85),

If Keynes's liquidity preference view of savings is applicable to our economic system, then a policy to increase saving and reduce the propensity to consume will, all other things being equal, reduce today's effective demand for the products of industry and therefore depress real economic activity and reduce employment. As long as the economy is at less than full employment any increase in the propensity to consume will increase total employment and output and thereby improve the economic performance of the nation's economy.

A chave para o crescimento econômico é identificada na evolução dos investimentos e é a efetiva implantação destes que deve ser buscada pela política econômica. Na teoria pós-keynesiana, os investimentos são determinados pela expectativa de lucros, “[...] but it is recognized that whilst it is **expected** profitability that induces capital accumulation, **realized** investment creates the profitability which makes investment possible, partly through internally generated funds” (ARESTIS, 1992, p. 131, grifos no original).

A geração prévia de poupança na forma de ativos com liquidez possibilita algum investimento, mas para que os componentes da demanda agregada não sejam constrangidos pelo nível corrente de renda, é necessário que os agentes possam financiar suas compras junto ao sistema bancário, que pode criar moeda. Dessa forma, a moeda não é neutra e pode ser endogenamente criada (DAVIDSON, 2007). O fato da criação de moeda ser exógena na Teoria Geral obscureceu a compreensão desse ponto e precisou de desenvolvimentos posteriores.

Na esteira da publicação da Teoria Geral, os debates²³ entre Keynes e Ohlin, em 1937, preocuparam-se em aprofundar as diferenças entre a compreensão da taxa de juros na teoria dos fundos emprestáveis e na teoria da preferência pela liquidez; e as influências dos investimentos e da poupança na sua determinação. Keynes apresenta o conceito de *finance* e evidencia o processo de financiamento do investimento:

²³ Um novo debate foi estabelecido na década de 1980 entre Asimakopulos, Kregel e Davidson.

[...] quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos, ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo diretamente. Mas isso não faz diferença quanto ao montante de ‘financiamento’ que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo como o mais característico (Keynes; Kalecky; Ohlin [artigos de 1937], 1988, p. 336).

Da descrição de Keynes desse duplo processo que caracteriza o financiamento do investimento cabe destacar: o financiamento do investimento está atrelado à perspectiva de consolidação financeira das empresas inversoras (*funding*); e do ponto de vista macroeconômico, o financiamento do investimento gera os recursos necessários para a consolidação financeira, pois no processo de criação de renda também é gerado um volume de poupança desejada equivalente ao investimento (STUDART, 1999, p. 160-1). Dessa forma, como parte da teoria da demanda efetiva, Keynes defende que o *funding* deve ser posterior aos investimentos e não precedê-los, mantendo a relação por ele proposta entre investimento e poupança (CARVALHO, 1995).

A abordagem pós-keynesiana mantém a primazia do investimento como a variável responsável pela determinação da demanda efetiva e, por conseguinte, do nível de renda e de poupança. Studart (1999) resume a crítica pós-keynesiana à visão convencional em três questões inter-relacionadas: o papel do sistema bancário no processo de financiamento da acumulação; a determinação e o papel da taxa de juros; e o papel do mercado de capitais na alocação das poupanças individuais. Tomando por base a crítica de Keynes à visão clássica, a alternativa pós-keynesiana tem como alternativa o circuito *Finance – Investimento – Poupança – Funding*.

Essa forma de compreender o processo de financiamento possui dimensões micro, macroeconômicas e institucionais com consequências importantes sobre o papel dos agentes dentro do mecanismo de financiamento, pois estabelece uma hierarquia entre eles. Carvalho *et al.* (2007, p. 327) elencam os principais destaques dessa hierarquia:

- a) os bancos – e não os poupadores – são fundamentais na determinação da oferta agregada de fontes de financiamento do investimento;
- b) a poupança é o resultado do processo de investimento;
- c) a alocação das poupanças geradas é importante na administração dos problemas resultantes do crescente descasamento de vencimentos ao longo do crescimento econômico;
- d) é a preferência pela liquidez dos bancos e dos aplicadores em títulos que determina o volume e o prazo dos financiamentos.

Assim, a atividade dos agentes financeiros desempenha importante papel no processo de financiamento da aquisição de um bem de capital. Obviamente a preocupação primeira dos agentes financeiros é com a sua própria lucratividade, e o seu desempenho depende da forma como gerenciam os riscos de liquidez, de variações nas taxas de juros e de inadimplência (*default*) dos tomadores de crédito. O risco de liquidez decorre da possibilidade de descasamento entre os prazos das operações ativas e passivas, lembrando que os agentes devem estar preparados para buscas repentinas dos recursos dos depositantes, o que os impede de manter exclusivamente ativos de longo prazo, ainda que estes sejam mais rentáveis. As variações nas taxas de juros impõem um risco para a atividade bancária na medida em que podem reduzir – ou mesmo tornar negativo – o *spread* da intermediação financeira. Por sua vez, o risco de crédito é o próprio risco da ocorrência da incapacidade do tomador de empréstimo em honrar sua dívida (PAULA, 2000).

Considerando os riscos inerentes à sua atividade é que os agentes financeiros atuam na oferta de *finance* e na organização do *funding*. Se houver uma perspectiva da insuficiência dos recursos para o *funding*, pode ganhar força o discurso convencional de que o país precisa aumentar a “poupança”. Nesse sentido, a recomendação pode ser pelo aumento da taxa de juros. Em uma perspectiva pós-keynesiana, o aumento da taxa de juros não resolveria o problema do financiamento ao investimento, pois, de acordo com Studart (1999, p. 164):

- a) não há por que esperar como consequência que os fundos de financiamento do investimento aumentem, já que a taxa de juros não determina o nível de poupança agregada, mas simplesmente a distribuição da riqueza na forma financeira;
- b) um aumento da taxa de juros pode exercer efeitos negativos sobre o nível de investimento;
- c) o aumento da taxa de juros pode redundar em dificuldades financeiras das empresas inversoras e estancar projetos de investimento em curso.

Evidentemente, em uma análise pós-keynesiana, a alocação da poupança não é irrelevante, como esclarece Studart (1999, p. 166):

Por um lado, a preferência pela liquidez por parte dos agentes superavitários determinará, em conjunto com a política monetária e o ambiente institucional, a taxa de juros de mercado – uma das variáveis na determinação do nível de investimento. Por outro lado, a consolidação financeira, que permite às empresas inversoras e ao sistema financeiro restabelecer suas margens de segurança, depende da propensão a adquirir títulos de propriedade (ações) e de dívida (debêntures) de longo prazo, reduzindo, desta forma, a fragilidade financeira e afastando o período (*sic*) da instabilidade financeira.

Para permitir o financiamento de longo prazo dos devedores, é preciso que a poupança adicional resultante do processo *Finance* – Investimento – Poupança se transforme em demanda por ativos de longo prazo, completando o circuito como *Funding*. Existe uma defasagem entre a geração de poupança (que começa com o efeito multiplicador do investimento) e a demanda por ativos por parte daqueles que se apropriam da renda adicionada. Conforme Carvalho (1997), Keynes não detalhou as razões para essa defasagem e tampouco ofereceu hipóteses sobre a sua duração, mas argumentou que “the initial period must also be long enough in point of time for the new savings to reach the ultimate holder, who alone is in position to embark them in a permanent investment, and to allow him to make unhurried decision” (KEYNES²⁴ *apud* CARVALHO, 1997, p. 469).

Não se pode determinar precisamente o tempo de duração do efeito multiplicador, pois ele depende do ajuste do consumo a um novo nível de renda e dos

²⁴ The Collected Writings of John Maynard Keynes. London: Macmillan, 1971-83. v.21, p. 543.

ajustes nos novos níveis de produção por parte das empresas (POSSAS, 1987, p. 88). A noção de um tempo necessário para se fazer cumprir todo o efeito multiplicador de uma variação autônoma na demanda agregada é apenas um recurso didático para compreender a determinação do novo nível de renda de “equilíbrio”²⁵. É possível aqui retomar a noção de Veblen de que o importante não é entender a busca do equilíbrio, mas o contínuo processo de mudança e transformação que ocorre na economia. Silva (1999, p. 313) resume esse ponto de vista ao afirmar:

É absurda a ideia de que a poupança somente iguale o investimento ao cabo de ‘n’ períodos necessários ao esgotamento do efeito multiplicador. O que pode levar tempo é a reestruturação dos portfólios individuais que se inicia com a variação na renda determinada pela variação do gasto autônomo [...]. Esta reestruturação se encerra, *ceteris paribus*, quando todos os agentes se acham satisfeitos com a composição de seus portfólios e com seus gastos em bens de consumo. [...] Não há por que supor que o financiamento do investimento dependa exatamente do comportamento daqueles agentes que pouparão parte dos fluxos de renda gerados, direta ou indiretamente, pelo próprio investimento. Não há qualquer razão, portanto, para supor que o financiamento do investimento dependa da rapidez com que procede o efeito-multiplicador.

Em suma, a questão não é como gerar poupança, mas como fazer para disponibilizar dinheiro aos investidores primeiro e depois fazer com que uma parte da riqueza acumulada (ou poupança financeira resultante) seja capaz de permitir o *funding* dos débitos dos investidores. Nesse processo, o sistema financeiro deve fazer frente a dois critérios de eficiência: “It has to provide an **elastic** supply of finance to accommodate growing investment expenditures, and it has to create the direct and indirect finance channels to allow their funding” (CARVALHO, 1997, p. 472, grifo no original).

Os dois critérios de eficiência propostos por Carvalho (1997) representam um avanço na compreensão do papel do sistema financeiro na dinâmica do financiamento da produção de bens de capital em uma economia. No entanto, Studart (1994) lembra

²⁵ Tampouco podemos identificar quem será o *ultimate holder*, como explica Fernando N. Costa a partir da obra *Monetary Equilibrium de Gunnar Myrdal*: “*Ex post*, a cada período unitário do processo cumulativo, a poupança e o investimento efetivamente realizados devem ser iguais. Em Monetary Equilibrium, essa igualdade é obtida através de ganhos e perdas não esperados pelos agentes econômicos. No entanto, Myrdal mostra não ser possível identificar os agentes cuja poupança *ex post* corresponde ao acréscimo de investimento real, pois a renda real *ex post* e a sua parcela poupada pelos diversos agentes não é determinada em nível microeconômico, mas sim macroeconômico” (COSTA, 2010a, p. 633).

que a noção de eficiência está muito vinculada à noção do paradigma de um mercado de capitais competitivo, que garantiria a alocação ótima dos recursos. Como nem a disponibilidade de *finance* e tampouco a existência de *funding* são garantidos pela simples força do mecanismo de preços, a noção de eficiência deve adquirir uma conotação diferente na análise pós-keynesiana. Nesse sentido, ele propõe a utilização do termo **funcionalidade** para avaliar o desempenho do sistema financeiro. Na dimensão microeconômica a funcionalidade do sistema financeiro estaria relacionada com a dimensão dinâmica da utilização dos recursos, inclusive considerando as economias de escala, uma vez que, em condições que não sejam de plena utilização dos recursos produtivos, um investimento pode não apenas aumentar a utilização dos recursos existentes como também criar novos recursos. Já na dimensão macroeconômica, a funcionalidade do sistema financeiro deve ser julgada pela capacidade de oferecer *finance* e *funding* (STUDART, 1994, p. 16).

Mesmo que tenham ocorrido mudanças nas estruturas dos sistemas financeiros nacionais, como a criação de bancos múltiplos, as mesmas não modificaram a relação de causalidade do investimento para a poupança macroeconômica. De acordo com Carvalho (1995), a contribuição de Keynes ao discutir o circuito *F-I-P-F* foi desenvolvida em um alto grau de abstração e as relações apresentadas devem ser passíveis de uma descrição adequada nos termos dos diferentes contextos nacionais. Nesse sentido, o autor discute a sua validade mostrando as formas como as etapas de *finance* e *funding* aparecem em sistemas financeiros segmentados (nos quais os agentes financeiros são especializados e com atuação restrita) e em sistemas financeiros com a existência de bancos universais (agentes com atribuições múltiplas), concluindo pela validade da proposição teórica.

Além da validade em diferentes estruturas financeiras, também é importante verificar qual o efeito das inovações efetuadas pelos agentes financeiros na lógica do circuito de financiamento dos bens de capital. Os novos instrumentos financeiros diminuiram a importância dos depósitos à vista e propiciaram o aumento da participação das chamadas “quase moedas”, que apresentam remuneração e elevada liquidez. Nesse ambiente, o financiamento do investimento passa, cada vez mais, a “ser efetuada[o] não na órbita monetário-creditícia, mas na órbita financeiro-creditícia, onde prevalece a

acumulação de riqueza pretérita sob diferentes níveis de rentabilidade, risco e liquidez” (CINTRA, 1999, p. 82).

Ou seja, a questão pertinente é saber se a teoria proposta por Keynes ainda é válida ou estaria condicionada pelo arcabouço institucional vigente²⁶ quando da sua elaboração. A tese de Marcos Cintra (1999) corrobora para a validade da lógica utilizada por Keynes mesmo no sistema financeiro moderno. Começa reconhecendo que a participação do M1 era elevada e as modificações atuaram no sentido de aumentos dos investimentos financeiros que possibilitam auferir juros, substituindo a posse de moeda na tentativa de diminuir os riscos de desvalorização. A consequência do aumento dos passivos remunerados por parte das instituições financeiras foi a flexibilização dos seus ativos, transformando-os em instrumentos negociáveis (securitização). Assim, tornou-se necessário contar com ativos de alta liquidez para compatibilizar com os passivos, uma vez que estes passaram a oferecer alternativas de aplicação remunerada com liquidez muito alta e, portanto, o desempenho depende do tamanho dos mercados secundários existentes para a compatibilidade das posições. A gestão dos bancos passou a ter um cuidado maior na administração do seu passivo, diferente do que ocorria antes da década de 1960, quando privilegiavam a administração do ativo selecionando empréstimos e investimentos. Nesse sentido, a tese de Cintra (1999) conclui que:

[...] a noção abrangente e hodierna da criação creditícia, a partir da nova dinâmica dos mercados financeiros com passivos remunerados e emissão de títulos (*securities*), não é incompatível com o pensamento keynesiano [...]. A questão precípua é que estamos assistindo a uma transição de um sistema monetário-creditício para um sistema financeiro-creditício. Isto é, a alavancagem de crédito ocorre cada vez menos no mercado monetário (M1) e cada vez mais no mercado financeiro (M3) e no mercado de capitais (bônus, notas, *comercial papers*, etc.). Noutras palavras, tanto o *finance* como o *fundings* passam a originar-se no M3, qual seja, na poupança financeira agregada (renda acumulada). [...] Pouco importa a origem da moeda, se das instituições bancárias ou das não bancárias, se dos depósitos à vista ou dos depósitos remunerados. O essencial é a capacidade de um sofisticado sistema bancário e financeiro realizar plenamente os contratos, isto é, garantir o

²⁶ Na síntese proposta por Cintra (1999, p. 73), esse arcabouço seria composto de: a) controle dos Bancos Centrais sobre a expansão primária da liquidez, por meio da fixação da taxa de desconto bancário; b) hegemonia do sistema bancário no circuito creditício; c) inexistência de mercados financeiros internacionais com capacidade de emitir moedas privadas, o que possibilitava um elevado poder regulatório sobre as reservas internacionais; d) vigência de um espectro limitado de ativos financeiros ofertados pelos sistemas, sob controle das autoridades monetárias nacionais; e) existência de mercados organizados de ações, consolidando uma disponibilidade de financiamento para a formação de capital fixo por meio de títulos de longo prazo.

funcionamento do sistema de pagamentos e de crédito e, por conseguinte, permitir o crescimento econômico ao longo do tempo (CINTRA, 1999, p. 86-89).

Assim sendo, o circuito dinâmico do financiamento sintetizado por Costa (2007) e reproduzido na Figura 3 auxilia na compreensão do processo de financiamento dos bens de capital. Nele fica evidente que, se o empresário resolver implantar um projeto de investimento com recursos de terceiros, terá que encontrar uma forma de alongar o seu passivo de modo a compatibilizá-lo com os retornos do seu investimento ao longo do prazo de maturação do mesmo. Foi esse processo que Keynes chamou de *funding* e é a sua ausência – a inexistência de mecanismo de consolidação financeira que permitam a compatibilização do passivo com as receitas geradas – que pode ser uma restrição macroeconômica ao investimento e não a insuficiência de poupança.

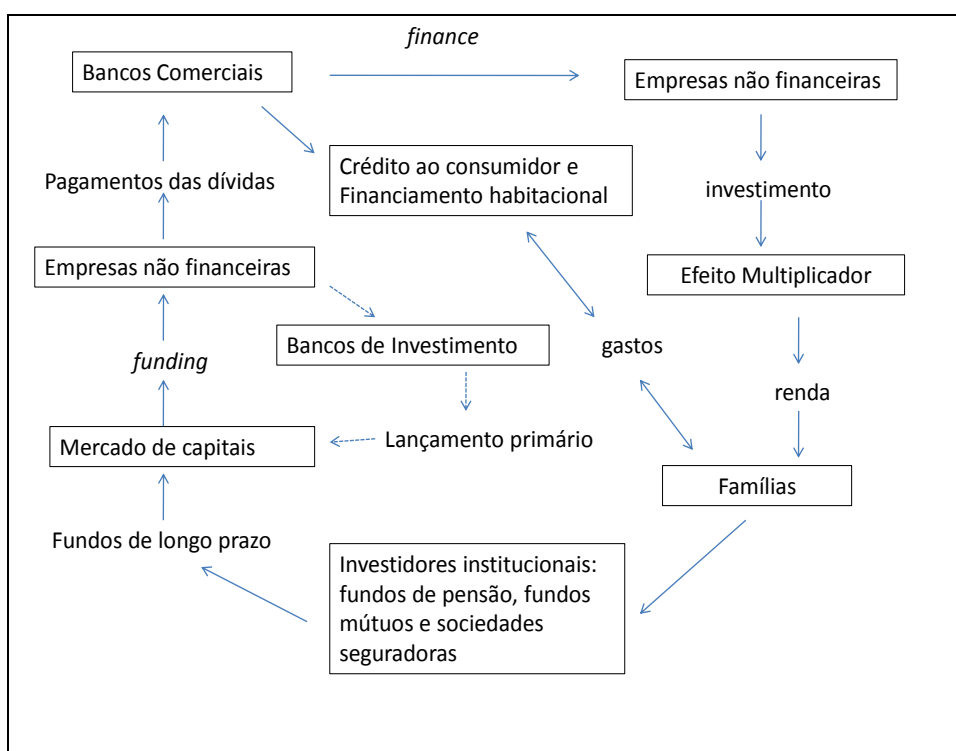


Figura 3 – O circuito dinâmico do financiamento

Fonte: adaptado de Costa (2007).

As atitudes dos agentes envolvidos no processo de financiamento formatam o circuito, mas é importante salientar que “finance and funding are not actually microeconomic concepts, although they have micro counterparty. They are **macroeconomic** concepts that are part of a macro-model of effective demand” (CARVALHO, 1995, p. 19, grifo no original). É no contexto de um modelo macroeconômico de demanda efetiva que o estudo das mudanças institucionais pode ajudar na compreensão da funcionalidade de um sistema de financiamento habitacional que permite, ou não, no nível microeconômico, a assinatura dos contratos. A próxima subseção procura evidenciar a complementaridade entre os dois referenciais teóricos utilizados, objetivando, assim, justificar a escolha aqui efetuada.

2.3 A COMPLEMENTARIDADE ENTRE AS TEORIAS NEOINSTITUCIONALISTAS E PÓS-KEYNESIANA

A característica da produção de unidades habitacionais permite concluir que, ao optar por construir um imóvel, o empreendedor também está tomando uma decisão de, literalmente, imobilizar capital. Como o prazo para completar o ciclo do início ao fim da construção de um empreendimento habitacional é relativamente longo, a base para a decisão sempre será frágil. Ao estudar a tomada de decisões econômicas em um ambiente de incerteza, Keynes evidenciou a dificuldade dos agentes econômicos lidarem com o futuro. No entanto, estes não se comportam de modo insensato ou irracional, mas executam respostas convencionais para tratar dos problemas que a incerteza se lhes apresenta. O comportamento convencional, enquanto forma de ação que resulta da incerteza, pode gerar a alternância de períodos de prosperidade e recessão, ou seja, um fenômeno de natureza cíclica que é tão típico de economias capitalistas e foi objeto de investigação por parte de Keynes. Sua preocupação empírica e intervencionista (em oposição ao *laissez-faire*) o levou a privilegiar como o objeto apropriado da teoria econômica o comportamento historicamente identificável do empresário capitalista, “em contraste com as construções atemporais e desprovidas de

conteúdo, como o agente maximizador de satisfação, que vive no vácuo histórico e institucional da teoria walrasiana” (CARVALHO, 2003, p. 176).

Assim, para Keynes, a decisão de investir envolve uma dose de intuição, representada pelo *animal spirits*, ao mesmo tempo em que os investimentos efetuados são constantemente reavaliados de acordo com as convenções formadas pelos agentes. Em suas palavras,

In practice we have tacitly agreed, as a rule, to fall back on what is, in truth, a **convention**. The essence of this convention – though it does not, of course, work out quite so simply – lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change. This does not mean that we really believe that the existing state of affairs will continue indefinitely. We know from extensive experience that this is most unlikely. [...]

Nevertheless, the above conventional method of calculation will be compatible with a considerable measure of continuity and stability in our affairs, **so long as we can rely on the maintenance of the convention**. (KEYNES, 1964, p. 152, grifos no original).

Evidentemente, em um mundo em que existe incerteza, a base para a tomada de decisões é frágil, mas não implica necessariamente em estagnação. Existem alguns fatores que, na prática, ajudam, de alguma forma, a mitigar os efeitos da ignorância sobre o futuro. Como o próprio Keynes aponta, essa possibilidade é importante na atividade de construção,

There are, moreover, certain important factors which somewhat mitigate in practice the effects of our ignorance of the future. Owing to the operation of compound interest combined with the likelihood of obsolescence with the passage of time, there are many individual investments of which the prospective yield is legitimately dominated by the returns of the comparatively near future. In the case of the most important class of very long-term investments, namely buildings, the risk can be frequently transferred from the investor to the occupier, or at least shared between them, by means of long-term contracts, the risk being outweighed in the mind of the occupier by the advantages of continuity and secure of tenure (KEYNES, 1936, p. 163).

Os contratos envolvendo a utilização do serviço moradia, seja na compra de uma unidade residencial, na contratação de um financiamento habitacional ou na locação de um domicílio, são componentes relevantes do mercado de habitações de qualquer país. Em um mundo em que existe incerteza, os contratos são a base para uma organização eficiente de produção e consumo, ao propiciarem aos contratantes as garantias de que terão habilidade para determinar as rendas futuras (DAVIDSON, 1985). Por oportuno, cabe lembrar que os contratos precisam fazer referência a uma unidade monetária. Por suas características, a moeda permite a flexibilidade e a liberdade para responder a eventos futuros imprevistos. Ela desempenha um papel específico e afeta os motivos e decisões, sendo um dos fatores operantes de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto, tanto no curto quanto no longo prazo, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o segundo estágio (KEYNES, 1973a). Assim, uma premissa da teoria keynesiana é a impossibilidade de se compreender a economia separando-a em um setor real e um setor financeiro, pois um aspecto básico da estrutura das economias capitalistas é a inter-relação entre os balanços dos agentes econômicos e os fluxos de caixa incorporados nos compromissos firmados por instrumentos financeiros (MINSKY, 1996).

No caso de instabilidade no valor da moeda, as dificuldades na tomada de decisões de longo prazo são maiores e, portanto, fica inibida a contratação de financiamentos habitacionais. Assim, pode-se encontrar na importância da moeda – ela mesma uma instituição – um ponto de convergência entre a teoria keynesiana e o institucionalismo. Outra evidência na mesma linha de argumentação está na identificação de Keynes com um dos expoentes do institucionalismo, que foi reconhecida pelo próprio em carta dirigida a Commons, na qual manifestou que “there seems to me to be no other economist with whose general way of thinking I feel myself in such genuine accord” (KEYNES²⁷, 1927 *apud* MINSKY, 1996, p. 357).

Na teoria econômica elaborada por Keynes, as instituições, aqui entendidas como conjunto de normas, regras, hábitos e sua evolução, ainda que nem sempre de maneira explícita, desempenham um papel importante. Na opinião do principal biógrafo de Keynes, a sua Teoria Geral é a redução, a um tipo específico de modelo

²⁷ KEYNES, John M. **Letter to John R. Commons**. Reproduced in John R. Commons Papers (microfilm edition, 1982), State Historical Society of Wisconsin.

macroeconômico, da preocupação de longa data que o autor tinha com os efeitos da incerteza sobre os negócios, a conexão entre incerteza e moeda, os aspectos psicológicos relacionados com a moeda, e a defesa de políticas de estabilização (SKIDELSKY, 2000). Ou seja, as preocupações do autor revelam sua concepção de economia como um processo histórico, no qual as instituições são indispensáveis. As instituições promovidas pelos governos podem ser interpretadas como a adição de novas dimensões à economia, cujo comportamento é menos incerto do que aquelas cujas variáveis são determinadas pelo mercado (MINSKY, 1996).

Como lembra Arestis (1992, p. 88-9), em um mundo em que existe incerteza, as expectativas têm um papel significativo e inevitável sobre os eventos econômicos. Em um ambiente de incerteza o enfoque pós-keynesiano justifica a atuação sistemática do Estado para tentar: reduzir a instabilidade macroeconômica, utilizando políticas que busquem a combinação de crescimento com estabilidade monetária; manter sob controle a fragilidade financeira com uma regulamentação prudencial; conter a tendência existente no mercado financeiro de preferir operações de curto prazo, se necessário, com a criação de um banco público. Dessa forma, o país pode contar com um agente financeiro com a função de assumir os riscos que o setor privado rejeita e financiar os setores com importantes externalidades positivas para o processo de desenvolvimento econômico (HERMANN, 2011).

Portanto, os eventos econômicos dependerão muito das instituições políticas e econômicas para definirem suas formatações. Assim sendo, a economia não poderá ser compreendida com uma análise atemporal, mas como componente de uma realidade histórica. Em outras palavras,

Keynes's 'beliefs' are mental models that lead to propositions about the behavior of the 'real world' economy. This approach makes 'real world' outcomes dependent upon institutions. It sanctions state interventions to create institutions that lead to an economy with desirable properties. [...] he [Keynes] proposed institutions that would create what today we might call 'capitalism with a human face,' which obviously was the aim of the great institutionalists (MINSKY, 1996, p. 358).

Se o próprio Keynes reconhecia uma identificação com o pensamento de Commons, resta saber se a atualidade contempla uma convergência de pesquisa entre as agendas de pesquisa neoinstitucionalista e pós-keynesiana. Como as duas escolas atuais

procuram manter a essência da contribuição teórica que as originaram, pode-se esperar que a mesma identificação inicial continue a ocorrer. Pode inclusive ser reforçada, caso se consiga estabelecer um padrão conceitual comum, especialmente sobre instituição, moeda e incerteza (CONCEIÇÃO, 2004, p. 16).

Se na teoria pós-keynesiana o papel da moeda é central, sua importância também é reconhecida pelos neoinstitucionalistas que, como Hodgson (2006), consideram a moeda como uma instituição. Seu papel vai muito além do numerário na relação contábil, mas exerce um papel decisivo na própria trajetória de acumulação de capital (CONCEIÇÃO, 2007). No entanto, diferentemente da linguagem (outra instituição), que apresenta incentivos para a auto-organização, uma vez que existe o interesse mútuo entre os usuários em estabelecer uma comunicação, as instituições que não são auto-organizadas – como a moeda – precisam de outras autoridades externas que garantam seu funcionamento (HODGSON, 2006).

Quanto às teorias institucionais de crescimento, Conceição (2005) aponta o consenso entre o antigo institucionalismo, a NEI e o neoinstitucionalismo no que tange ao papel das instituições no crescimento econômico. Para essas três correntes: crescimento econômico é um processo e, portanto, o ambiente histórico deve ser incorporado na análise, ou seja, o conceito de *path dependence* é central para uma abordagem institucionalista; não se pode supor possível copiar trajetórias individuais e, portanto, existe “incerteza” quanto ao desdobramento institucional para o crescimento; em que pese o amplo espectro de instituições (compreendidas como conjunto de normas, regras e hábitos e sua evolução), o processo de crescimento econômico tem uma referência na ação individual dos agentes, o que revela a importância do ambiente microeconômico na definição das trajetórias de crescimento.

Se, em linhas gerais, existe esse consenso entre as correntes institucionalistas, o último ponto também serve para justificar a escolha pelo neoinstitucionalismo em detrimento de uma análise voltada para os custos de transação, nos moldes da NEI. De fato, as relações microeconômicas ocorrem em um ambiente institucional. Escolher a transação como unidade de análise limita a compreensão do processo. É nesse sentido

que Hodgson²⁸ propõe que se busque a compreensão do processo de “reconstitutive downward effects”. Por definição, esses efeitos existem quando um sistema que contém elementos de um nível de análise inferior (os indivíduos) cria ou reafirma condições (as instituições) que podem ser relacionadas com as mudanças de natureza desses mesmos indivíduos.

Assim, uma teoria econômica institucionalista busca nas instituições o arcabouço conceitual com o qual trabalhará, fazendo conjecturas sobre a evolução das próprias instituições, seus desempenhos, ou comparações empíricas. Os indivíduos, com seus instintos, hábitos e crenças, tomam decisões em um ambiente de incerteza, amainada pela existência de instituições. Nesse caso, a teoria econômica institucionalista procura explicar as decisões tomadas e suas consequências, uma vez que não se pode esperar que as preferências dos indivíduos sejam exógenas, mas sim fruto da diversidade entre os indivíduos e dos “reconstitutive downward effects” que as instituições provocam. Claramente, existe uma diferença com o projeto reducionista que busca explicar o comportamento do todo por meio do comportamento das partes²⁹. Ainda que alguma redução seja inevitável e mesmo desejável, uma redução analítica completa é impossível. Na prática, agregações e simplificações são necessárias. Assim, não existe o “indivíduo” como unidade de análise. Da mesma forma que não existe sociedade sem indivíduos, também não existem indivíduos sem uma realidade social prévia. Nesse sentido, abandonar a visão reducionista é ter a consciência de que, em um sistema complexo, novas propriedades podem “emergir” sem serem redutíveis aos microelementos do nível mais inferior de análise (HODGSON, 1997).

Uma propriedade emergente pode ser compreendida como uma característica de um sistema complexo que pode ser definida em termos macro sem referências aos atributos específicos das individualidades. Ou seja, não é inteiramente explicável em

²⁸ Recentemente Geoffrey Hodgson revisou sua opinião sobre o termo *reconstitutive downward causation*, que havia adotado e refinado em seus trabalhos de 2000 a 2010. Nesses trabalhos o autor propunha uma versão *reconstitutive* do termo *downward causation*, originário da psicologia, cujo significado seria a existência de entidades de nível superior que restringiriam as condições para a atividade emergente de níveis mais baixos. O autor aceitou os argumentos contrários ao uso da palavra *causation* no contexto proposto em seus trabalhos e passou a sugerir o termo *reconstitutive downward effects* (HODGSON, 2011).

²⁹ Hodgson (1997) faz uma resenha das dificuldades não superadas pelo projeto de pesquisa que procurou encontrar fundamentos microeconômicos para a macroeconomia. Somente com a hipótese muito forte de que a sociedade como um todo se comporta como um único indivíduo foi possível uma solução de equilíbrio geral única e estável.

termos das propriedades dos elementos básicos do sistema e das suas relações. Dado o conceito de “propriedades emergentes”, Hodgson (1997) sugere que pode ser estabelecida a operacionalidade dos agregados e a relativa autonomia da macroeconomia como campo de estudo. Essa ideia foi originalmente desenvolvida pelos antigos institucionalistas, em especial Mitchell, que ajudou a desenvolver a Contabilidade Nacional nos Estados Unidos, o que acabou criando espaço para a própria revolução keynesiana.

Assim, as instituições, na forma de regras, normas ou hábitos, impõem limites sobre a atividade humana. Dessa forma, preenchem uma lacuna na teoria econômica. Dito de outra forma,

[...] there is a valid and sustainable distinction between the **micro** and the **macro**, without reducing the former to the latter, or vice-versa. The concept of an institution provides a key conceptual bridge between the two levels of analysis. The concept of an institution connects the microeconomic world of individual action, of habit and choice, with the macroeconomic sphere of seemingly detached and impersonal structures (HODGSON, 1997, p. 12, grifos no original).

Essa abordagem é coerente com a teoria keynesiana, pois a tomada de decisão em condições de incerteza apresenta reflexos macroeconômicos. O próprio circuito *F-I-P-F* tem uma contrapartida macroeconômica. Mas os reflexos não são iguais em qualquer lugar ou em qualquer tempo. Nesse sentido, as instituições desempenham um importante papel. Bortis reconhece que, nas Ciências Sociais, como a Economia, os elementos qualitativos que refletem as relações das partes com o todo são de primordial importância:

This is particularly true of [...] the very complex interplay of institutions implied in the right-hand side of the supermultiplier relation cannot be reduced to a formula since the “independent variables” are independent in specific ways in each particular situation considered. We might say that the aim of the natural sciences is to **explain** and that the social sciences aim at **understanding** historically grown and unique situations. This may go along with a **tentative explanation** of the facts in question with the help of explanatory frameworks (real types) (BORTIS, 2006, p. 388, grifos no original).

A Figura 4, a seguir, apresenta uma tentativa de esquematização da importância das instituições nas economias evidenciando a possibilidade de sua utilização como

unidade de análise. Essa escolha não significa negligenciar os indivíduos, uma vez que indivíduos e instituições são mutuamente constitutivos.

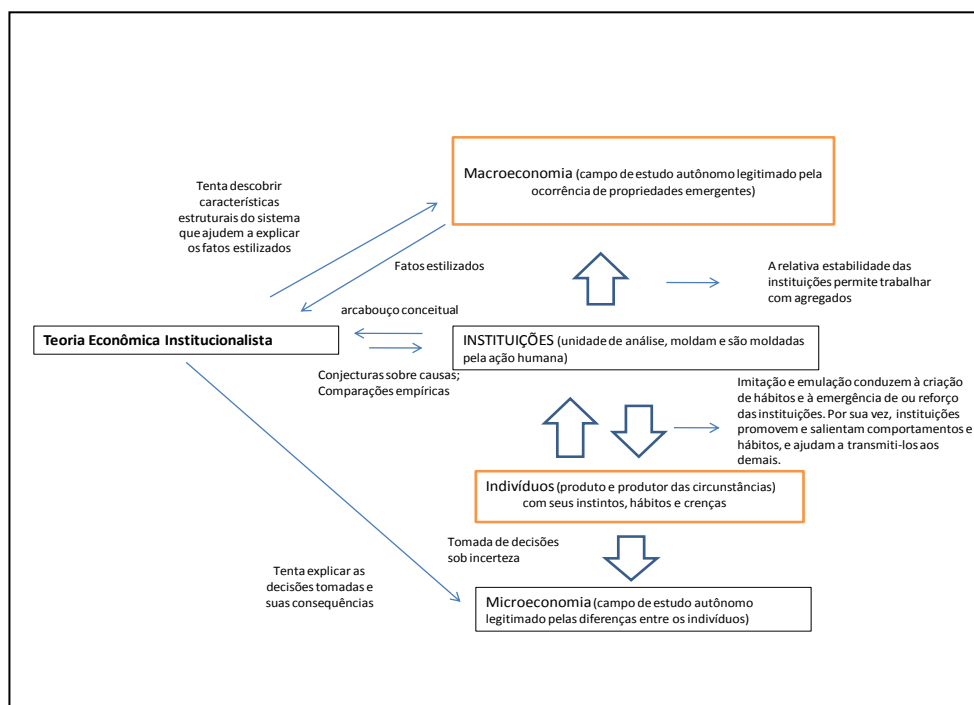


Figura 4 – Elementos de uma teoria econômica institucionalista

Fonte: elaboração própria.

É preciso reconhecer, de imediato, que a complexidade impõe limites à modelagem e à teorização formal, o que sugere a escolha de objetivos mais modestos. O que se pretende, nos próximos capítulos, é compreender as recentes transformações nos financiamentos habitacionais no Brasil, considerando o conjunto de instituições sociais que configuram e se reforçam nesse mercado. Este, por sua vez, não pode ser compreendido como “um princípio regulador e racionalizador de decisões ótimas, mas como produto de interações, estratégias, decisões frente à incerteza que repercutem, favoravelmente ou não, através de uma rede institucional que lhe assegura sustentabilidade” (CONCEIÇÃO, 2005, p. 15).

As decisões de contratação de financiamentos habitacionais são tomadas em um contexto institucional que condiciona as ações individuais ao mesmo tempo em que repercutem para a economia como um todo. A lógica pós-keynesiana evidencia o aspecto dinâmico do circuito do financiamento, sendo que também se torna necessário compreender a dinâmica das mudanças institucionais, pois, como lembra Arestis,

[...] within post-keynesian economic analysis, institutional structure and industrial organization are by no means fixed. They are continuously evolving and influencing the historical development of economies, themselves being the main objects of analysis. They play a vital role in terms of the determination of income distribution, the level and composition of output, the generation of surplus and its translation into vital investment (ARESTIS, 1992, p. 98).

Nesse sentido, a complementaridade entre os dois referenciais teóricos pode ser explorada, uma vez que:

Both schools of thought [Post Keynesian and Institutionalism] reject the idea of stability subordinated to the canon of long-term equilibrium. The ‘institutional environment’ is culturally and historically conditioned and is subject to permanent alterations and rearrangements. The existence of a process of structural transformation in economics is fundamental to the Post Keynesian and institutionalist framework. This process, in fact, characterizes the system, defining what an economy is and how it changes (FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2005, p. 591).

Portanto, as transformações estruturais podem ser estudadas a partir das mudanças de instituições como a moeda e os mercados. Mais especificamente, as existências de um bem como a moeda e de um mercado de bens de capital, que pode necessitar de suporte financeiro externo aos investidores, permitem averiguar a funcionalidade do sistema financeiro em promover o crescimento econômico. Para avaliar a hipótese principal desta tese, torna-se necessário, por primeiro, compreender o processo de formação dos mecanismos de financiamento habitacional na economia brasileira e a sua recente transformação, tarefa destinada ao próximo capítulo.

3. O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

As especificidades do mercado de habitações permitem supor que a questão do financiamento habitacional possa assumir diferentes arranjos institucionais. De fato, cada país tenta construir a sua forma de propiciar o acesso à moradia por parte da população de menor renda³⁰. Este trabalho não pretende comparar as soluções formatadas por diferentes países, mas é sempre conveniente manter a noção de que não existe um caminho ótimo a ser seguido³¹ e, mesmo que as evidências apontassem para a emergência de algum padrão, tampouco poderia ser esperada uma solução do tipo *one size fits all*.

Como o objetivo é avaliar as mudanças institucionais que possibilitaram as recentes alterações no patamar de contratos anualmente assinados, torna-se necessário conhecer a estrutura que foi transformada e, para tanto, não existe a necessidade de remontar a um passado muito distante³². Nesse sentido, o presente capítulo pretende recuperar em parte o histórico do financiamento habitacional no Brasil, a partir da criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e dos subsistemas que o compõe (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)), que, de fato, formataram a base para o desenvolvimento do crédito habitacional e imobiliário no Brasil. Pretende, ainda, apresentar o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), analisando a sua funcionalidade.

³⁰ Cumpre lembrar a ressalva de Quigley e Raphael (2004, p. 191-2) sobre a dificuldade de se trabalhar a questão da acessibilidade à moradia: “Housing affordability is regularly raised as a major policy concern [...]. But economists are wary, even uncomfortable, with the rhetoric of affordability, which jumbles together in a single term a number of disparate issues: the distribution of housing prices, the distribution of house quality, the distribution of income, the ability of households to borrow, public policies affecting housing markets, condition affecting the supply of new or refurbished housing, and the choices people make about how much housing to consume relative to other goods. This mixture of issues raises difficulties in interpreting even basic facts about housing affordability”.

³¹ Cada país arquitetou sua forma de prover financiamento de acordo com as suas especificidades. O que precisa ser considerado ao trabalhar essa questão no Brasil é que “embora tenha suas particularidades, tal caso [o brasileiro] está inserido na dinâmica mundial de financiamento habitacional, não sendo uma exceção às práticas de financiamento, mas um componente destas práticas” (BOTELHO, 2007, p. 97).

³² Triana Filho (2006) apresenta uma boa revisão histórica da política habitacional brasileira desde seus primórdios na República Velha. Azevedo e Andrade (1982) escreveram a principal referência para a questão habitacional antes da criação do BNH.

3.1 A CRIAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO

Uma nova legislação regulamentando o financiamento habitacional no Brasil entrou em vigor logo no início do governo instaurado em março de 1964 pelo movimento militar que destituiu João Goulart da presidência. Essa legislação fazia parte de um conjunto de reformas de cunho liberal que o novo regime se propunha a promover. De acordo com Studart (1994), a reforma financeira tinha como referência a tese da poupança prévia, e que a mesma deveria ser estimulada com o oferecimento de taxas de juros positivas aos poupadores e a canalização desses recursos para os investimentos produtivos por meio de intermediários financeiros especializados. Para os reformadores, os principais obstáculos a serem superados eram a inflação, a repressão financeira e a ineficiência das instituições financeiras decorrentes da falta de competição nesse setor.

Na avaliação das reformas financeiras de 1964-66, Studart (1994) identificou que o diagnóstico dos reformadores era que o desenvolvimento do mercado de habitações estava restringido pelas taxas de juros negativas e pelo limite nos rendimentos (imposto pelo limite nas taxas de juros) que inviabilizavam a poupança de longo prazo. As soluções passariam: - pelo estabelecimento de uma nova lei de arrendamentos que permitisse a indexação; - pelo estímulo à poupança de longo prazo por intermédio da indexação das aplicações e sua utilização no financiamento da construção, cujos passivos também seriam indexados; e - pela criação de agentes especializados no financiamento habitacional.

A tese de escassez de poupança como um constrangimento a ser rompido para permitir a continuidade do crescimento econômico brasileiro é encontrada na literatura econômica nacional. João Paulo de Almeida Magalhães defendeu a ideia de que a elevação de preços e a queda dos salários reais estimulariam os investimentos na economia brasileira, pois a inflação constituiria um mecanismo de poupança

“forçada”³³, embolsada pelos empresários para financiar o processo de industrialização³⁴ (SOUZA, 1999). A preocupação com o descontrole do processo inflacionário promoveu a defesa da tentativa de encontrar alguma forma de financiar o desenvolvimento sem recorrer à emissão monetária. Esta teria sido a razão pela qual o Brasil constituiu um banco de desenvolvimento financiado com recursos fiscais substituindo, portanto, a poupança forçada pela poupança compulsória (ARAÚJO, 2007).

Pode-se interpretar – como faz Botelho (2007) – que ao abraçar a questão habitacional desde a primeira hora, o regime político militar procurou utilizá-la como um elemento legitimador. A justificativa para a adoção imediata de uma política habitacional pode ser encontrada na percepção, por parte dos novos governantes, de que promover o acesso à habitação poderia ajudar a estabelecer a ordem em um momento conturbado da política nacional. Um dos criadores do novo arranjo institucional, o então ministro Roberto Campos, argumentou³⁵ ainda em 1966 que “a solução do problema pela casa própria [...] contribui muito mais para a estabilidade social que o imóvel de aluguel. O proprietário da casa própria pensa duas vezes antes de meter-se em arruaças ou depredar propriedades alheias e torna-se um aliado da ordem” (*apud* AZEVEDO; ANDRADE, 1982, p. 59).

A literatura de inspiração marxista que trata da questão habitacional no Brasil enfatiza a importância estratégica da casa própria como instrumento de controle político em defesa da propriedade privada³⁶. Embora se possa reconhecer nas evidências encontradas nos documentos e discursos dos idealizadores da nova política habitacional argumentos em prol da sua utilidade na busca da “estabilidade social”, também é possível identificar a tentativa de aproveitar de imediato o potencial efeito multiplicador dos investimentos em habitação. As características especiais que apresentam os

³³ Keynes discute a questão da poupança forçada na Teoria Geral (1964, p. 79-81) retomando a concepção de Bentham segundo a qual um aumento na quantidade de moeda em circulação em uma economia em pleno-emprego não resultará em aumento de renda e, conseqüentemente, um aumento no investimento envolve um aumento na frugalidade. Reconhece que a ideia é correta em pleno-emprego, mas que seria difícil trabalhá-la em outras condições que não sejam de pleno-emprego, pois exigiria considerações e qualificações que os autores até então não haviam elaborado.

³⁴ Araújo (2007) apresenta uma resenha da hipótese da poupança forçada na tradição desenvolvimentista brasileira representada pelos trabalhos de Celso Furtado, Maria da Conceição Tavares, Carlos Lessa, Werner Baer e João Paulo de Almeida Magalhães.

³⁵ Seminário Sobre o Plano Nacional de Habitação, São Paulo, 1966.

³⁶ Algumas referências estão em Triana Filho (2006).

investimentos em habitação ajudam a entender o porquê da urgência do novo governo, que escolheu esse setor da economia para as suas primeiras medidas. Nesse sentido, Triana (2006) afirma que projetos pertinentes à questão habitacional que tramitavam por um longo período no Congresso Nacional e que não avançavam por falta de entendimento foram “aprovados” e editados nas formas de decretos e decretos-lei logo no início do governo militar. Assim, a Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, criou o Banco Nacional da Habitação (BNH), a Sociedades de Crédito Imobiliário, e as Letras Imobiliárias³⁷. Em seu artigo 17, a lei estipulava que a finalidade do BNH seria “orientar, disciplinar e controlar o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), além de *incentivar a formação de poupanças* e sua canalização para o SFH” (BRASIL, 1964, grifo adicionado).

Portanto, os agentes autorizados³⁸ a operar dentro do SFH estavam sujeitos às normas do BNH. O novo sistema pressupunha que a centralização normativa no BNH e a descentralização executiva nos agentes autorizados promoveriam maior eficiência ao funcionamento do sistema, pois em última instância a execução da política de habitação seria da competência do setor privado, sendo que este teria, presumivelmente, mais capacidade administrativa do que o Estado.

A criação de um banco para gerir a política habitacional e de urbanismo demonstrava a busca de uma racionalidade de mercado para essa política. Por sua vez, a inclusão da correção monetária nos contratos de financiamento concedidos buscava corrigir os valores das prestações de acordo com os índices inflacionários ao mesmo tempo em que procurava garantir a rentabilidade real dos poupadores. A Lei 4.380/64 previa o reajustamento das prestações mensais de amortização e juros, com a consequente correção do valor monetário da dívida sempre que ocorresse uma alteração no salário mínimo legal. A operacionalidade da correção monetária se daria por meio da Unidade Padrão de Capital (UPC), que foi uma unidade de referência criada para manter

³⁷ O pequeno espaço de tempo entre a tomada do poder pelo governo militar e a criação do BNH foi objeto de pesquisa sobre as origens do mesmo. Triana (2006) aponta para um consenso entre os estudiosos do assunto de que a criação do BNH já fazia parte do programa de trabalho anunciado na campanha de Carlos Lacerda, conforme relato em carta enviada pela então deputada Sandra Cavalcanti ao presidente Castelo Branco, que foi acompanhada de um plano de ação para a habitação e a sugestão de criação do BNH. Trechos dessa carta estão disponíveis em Azevedo e Andrade (1982).

³⁸ Eram eles: as Caixas Econômicas, as sociedades de crédito imobiliário, as cooperativas habitacionais, as associações de poupança e empréstimo e os institutos de previdência.

o poder aquisitivo constante e cujo valor expresso em moeda corrente seria atualizado a cada trimestre de acordo com a variação de um índice de preços adotado pelo Conselho Nacional de Economia (BRASIL, 1964).

Quanto à obtenção de recursos para o financiamento habitacional, a Lei 4.380/64 previa como fontes: depósitos a prazo, financiamentos nacionais e internacionais, Letras Imobiliárias, e os depósitos compulsórios dos institutos de aposentadorias e pensões. A possibilidade de emissão de Letras Imobiliárias por parte do BNH e das sociedades de crédito imobiliário já contava previamente com uma reserva de mercado, uma vez que a mesma lei estabelecia a obrigatoriedade do Serviço Social da Indústria (SESI) e do Serviço Social do Comércio (SESC) de aplicar anualmente – a partir de 1965 – 20% das suas receitas vinculadas na compra de Letras Imobiliárias emitidas pelo BNH. As Letras Imobiliárias seriam cotadas em bolsas de valores e também tinham assegurado em lei o direito ao reajuste monetário, uma vez que tinham valor nominal correspondente à UPC (BRASIL, 1964).

Os contratos imobiliários também previam a possibilidade de correção monetária sempre que houvesse alteração no salário mínimo legal. Era obrigatório constar nos contratos com a cláusula de correção monetária a relação original entre a prestação mensal de amortização e juros e o salário mínimo em vigor na data da assinatura do contrato. Durante a vigência do mesmo, a prestação mensal reajustada não poderia exceder a porcentagem nele estabelecida em relação ao salário mínimo em vigor (BRASIL, 1964). Portanto, existia a intenção de garantir a manutenção da capacidade dos mutuários em honrar os compromissos contratuais. Todavia, a utilização de fórmulas diferentes para a correção da prestação (salário mínimo) e do saldo devedor (UPC) abria a possibilidade de um descompasso entre o saldo final e o prazo de quitação, pois poderia – caso os salários não subissem mais do que a UPC – tornar-se necessário dilatar os prazos de amortização. De fato, os salários ficaram defasados e medidas tiveram de ser tomadas³⁹.

³⁹ As diferenças nos reajustes das prestações e dos saldos devedores em relação ao poder de compra dos mutuários foi um dos problemas do SFH e será objeto de análise da próxima seção.

A montagem de um sistema de financiamento à habitação ancorado na atuação de um banco público não foi nenhuma originalidade brasileira. Alguns países⁴⁰ optaram pela criação de bancos habitacionais públicos para possibilitar um acesso mais amplo à moradia por parte da população de baixa renda. Para atingir tal objetivo, “a natureza dos fundos captados varia de alocações orçamentárias a depósitos não subsidiados, assim sendo, o volume e a remuneração desses fundos não são determinados pelas forças de mercado” (ROSSBACH, 2005, p. 37).

No caso brasileiro, a intenção dos formuladores do SFH era criar uma forma de financiar a produção capitalista de moradia que também utilizava a racionalidade de mercado, articulando as funções do setor público como agente financiador com as funções das empresas privadas como agentes executores da política habitacional (BOTELHO, 2007). Na alternativa brasileira havia um papel claro a ser desempenhado pela atividade privada, sendo que “o novo regime via a questão habitacional como uma matéria técnica, onde o importante era encontrar a combinação ótima de fatores” (AZEVEDO; ANDRADE, 1982, p. 57).

No primeiro momento foi desenhado um complexo arcabouço institucional que regulava as interações entre o Estado e o setor privado. Ao Estado competia estabelecer as possibilidades de acesso à habitação ao decidir sobre o nível de comprometimento da renda familiar, os prazos, os juros e o sistema de amortização; ao setor privado caberia prover o mercado com habitações utilizando os recursos da poupança voluntária regulada pelo Estado – que determinava os índices de remuneração – por intermédio dos agentes credenciados (AZEVEDO; ANDRADE, 1982).

O fato de a Lei 4380/64 prever – no parágrafo 2º, inciso III do artigo 15 – a preferência na obtenção de financiamento para os candidatos a mutuários que utilizassem a possibilidade criada pelo SFH de depósitos especiais de acumulação de poupanças foi considerado por Rossbach (2005) como certa alusão aos sistemas de poupança prévia. No entanto, a poupança voluntária somente veio a se constituir parte relevante no aporte de recursos com as mudanças nas cadernetas de poupança ocorridas em 1968 que, em conjunto com o esquema já descrito de captação de letras imobiliárias, passam a formar a fonte de recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

⁴⁰ Rossbach (2005) descreve a atuação de bancos habitacionais públicos no Brasil, México, Jamaica, Fiji, Argentina, El Salvador e Tailândia.

(SBPE), cujos integrantes eram as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCIs), as Associações de Poupança e Empréstimos (APEs) e as Caixas Econômicas. Já de início as cadernetas de poupança, nos moldes da reforma de 1968, foram criadas com a aplicação compulsória de 70% dos saldos no crédito imobiliário.

Posteriormente, a Lei 5.107/66 criou o FGTS, que também serviria de fonte de recursos para a habitação. O FGTS foi constituído com o depósito mensal, em uma conta vinculada ao trabalhador, de uma importância correspondente a 8% da sua remuneração total. Como existem limitações aos direitos de saque por parte dos trabalhadores, o FGTS se constitui em uma poupança compulsória com as características necessárias para servir de *funding* para o financiamento habitacional⁴¹. Na avaliação de especialistas setoriais, a montagem do SFH e as suas fontes de recursos utilizadas partiam de suposição de que “os imóveis eram [...] bons ativos para lastrear os passivos assumidos com os depositantes livres (em cadernetas ou letras imobiliárias) ou compulsórios (FGTS)” (ABECIP, 1996, p.12).

As duas principais fontes de recursos para o SFH permitem compreendê-lo como se dois subsistemas funcionassem em concomitância. No primeiro deles, sob a supervisão do BNH, os agentes financeiros autorizados captavam os recursos por intermédio das cadernetas de poupança e das Letras Imobiliárias e financiavam os projetos dos empreendedores para a construção de residências. Com os recursos disponibilizados pelos financiamentos, junto aos agentes financeiros autorizados pelo SFH, os construtores podiam iniciar as obras e se responsabilizavam pela venda das unidades residenciais que construíssem aos consumidores finais. Estes, por sua vez, se tornavam mutuários do sistema, pois se comprometiam a pagar os empréstimos aos agentes financeiros que se transformavam em detentores de créditos hipotecários. Os créditos hipotecários serviam para os agentes cumprirem a obrigação de dedicar 70% dos recursos em caderneta de poupança para o financiamento habitacional. Pode-se esboçar uma tentativa de formatação dos financiamentos com recursos do SBPE utilizando o referencial pós-keynesiano para descrever a funcionalidade da estrutura original do SFH, como ilustra a Figura 5, a seguir.

⁴¹ A principal modalidade de saque do FGTS é “Demissão sem justa causa” (responsável por 64,74% dos saques em 2009), seguido por “Aposentadoria” (12,85%) e “Moradia” (11,89%) (BRASIL, 2010a, p. 117).

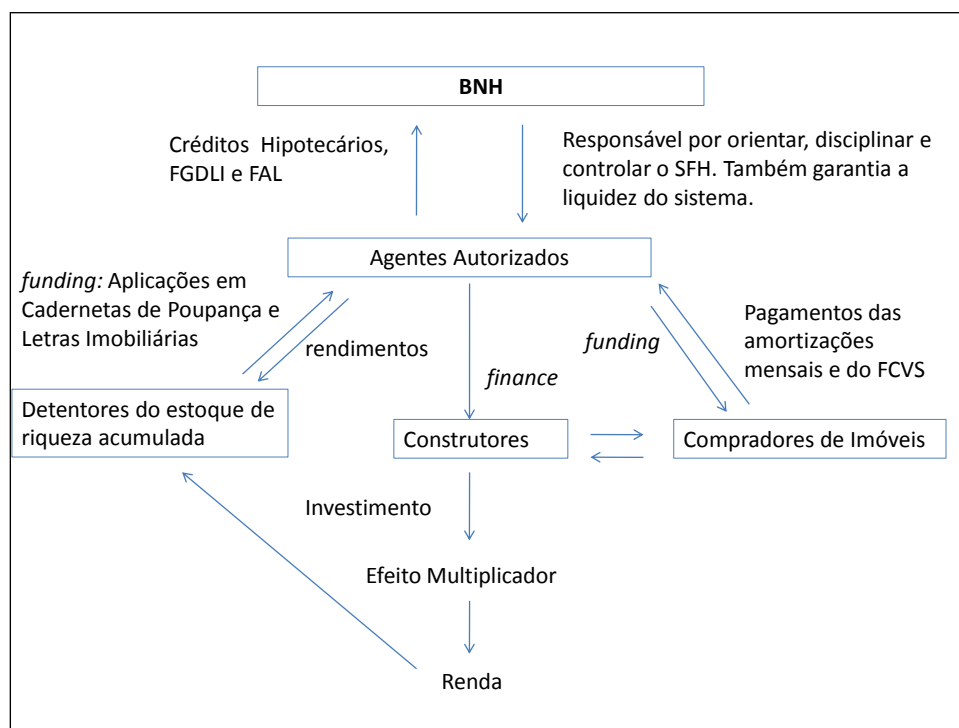


Figura 5 – O circuito do financiamento habitacional no SFH: subsistema SBPE

Fonte: elaboração própria.

Aos agentes autorizados competia a atribuição de fornecer *finance* aos empreendedores se a riqueza previamente acumulada tomasse a forma de um de seus ativos: cadernetas de poupança ou Letras Imobiliárias. Para tanto, o governo estabeleceu a isenção de Imposto de Renda sobre os rendimentos das cadernetas de poupança, o que melhorava a sua competitividade, mesmo que oferecessem taxas de juros brutas inferiores às demais aplicações disponíveis, mas se configurava em uma forma de subsídio. A renúncia fiscal diminuía o custo de captação de recursos para as cadernetas de poupança, o que permitia a contratação de financiamentos habitacionais com juros mais baixos do que as demais operações de mercado.

Pode-se perceber que, em seu início, o subsistema SBPE estava voltado para a construção e, portanto, para ofertar *finance* às construtoras, na medida em que os recursos deveriam ser direcionados e estavam proibidos os financiamentos de imóveis usados. A abertura de crédito concedido à produção previa, após a assinatura do

contrato de financiamento, o prazo máximo de construção de 24 meses e o período de comercialização de seis meses, perfazendo um período de 30 meses para a liquidação do empréstimo (FRIZZO, 1997). De posse dos recursos, os empreendedores construíam os imóveis e os vendiam aos consumidores de classe de renda média e alta (renda mensal acima de seis salários mínimos)⁴². A maior capacidade de pagamento desses consumidores permitia até mesmo a compra à vista ou a compra financiada em prazos não tão longos. Em casos de compra à vista, os recursos do *finance* adiantados aos construtores retornariam imediatamente ao SBPE. Em casos de financiamento por parte dos consumidores, havia a necessidade de formação de *funding* para compatibilizar a posição devedora do mutuário – que inicialmente podia financiar no máximo 70% do valor do imóvel em prazo máximo de 120 meses (FRIZZO 1997:41) – com as posições credoras dos depósitos nos agentes que formavam o SBPE. A alternativa de *funding* eram as Letras Imobiliárias que possuíam prazos de três ou quatro anos e o próprio saldo médio dos depósitos em caderneta de poupança, que, embora apresentassem liquidez trimestral para o poupador individual, em conjunto formavam um fundo cujo destino deveria ser a aplicação de 70% dos seus recursos em financiamentos habitacionais, ainda que poucas vezes essa exigibilidade tenha sido cumprida (BOTELHO, 2007).

O que tornava possível compatibilizar as posições devedoras com as posições credoras era a incumbência atribuída ao BNH de garantir a liquidez do sistema em caso de algum problema conjuntural, como uma eventual dificuldade momentânea na captação de poupanças voluntárias ou um aumento de inadimplência dos mutuários. Nesse sentido, a atuação do BNH como agente garantidor das cadernetas e das Letras Imobiliárias, além de suprir linhas de crédito como órgão gestor do FGTS, tornava o seu papel semelhante ao de um Banco Central⁴³ (ABECIP, 1996).

Para cumprir essa função, o BNH contava ainda com os recursos do Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI) e do Fundo de Assistência de Liquidez (FAL), que provinham de retenções compulsórias de frações dos recursos captados pelas instituições do SBPE. Os objetivos eram diferentes, pois enquanto o

⁴² Uma crítica a essa etapa, chamada de “desligamento”, foi feita como justificativa para implantar o Programa Carta de Crédito. Entendia-se que havia a possibilidade de aumento de preços por parte das construtoras, uma vez que estavam vendendo dois produtos: o imóvel e o financiamento que já vinha associado. A polêmica em torno do Programa Carta de Crédito está em Köhler (2003).

⁴³ Ferreira (2004, p. 24) também destaca o papel de prestador de última instância que era desempenhado pelo BNH.

FGDLI pretendia garantir os recursos aplicados em cadernetas de poupança e Letras Imobiliárias, o FAL foi constituído como opção para socorrer as entidades do SBPE em caso de iliquidez.

Portanto, no subsistema do SFH que utilizava recursos de poupança voluntária os agentes privados seriam os responsáveis por atender a faixa de renda superior a seis salários mínimos mensais. Os recursos de poupança voluntária formariam o *revolving fund*, que possibilitaria aos empreendedores imobiliários o acesso ao *finance*, ao mesmo tempo em que também serviriam como *funding*. Com esse molde, o sistema poderia apresentar funcionalidade, mas somente conseguiria ganhar dimensão se os agentes detentores de riqueza acumulada tivessem o hábito de ter ao menos parte de seus ativos na forma de depósitos em cadernetas de poupança ou Letras Imobiliárias. Ou seja, a continuidade de *finance* dependeria da competitividade dos instrumentos financeiros ou da administração dos agentes financeiros, pois estes podem influenciar as preferências dos clientes (PAULA, 1999).

O segundo subsistema foi inicialmente projetado para possibilitar a construção de casas de interesse social que permitissem atender às necessidades dos chamados: a) mercado popular, formado por famílias com renda entre um e três salários mínimos, cujos agentes seriam as Companhias Habitacionais (COHAB) estaduais ou municipais; e b) mercado econômico, formado por famílias com renda entre três a seis salários mínimos, que teriam nas cooperativas habitacionais os principais interlocutores junto ao BNH.

As fontes de recursos utilizadas nesse subsistema eram recursos orçamentários e, principalmente, o FGTS, cuja gestão era de competência do BNH, sendo que, na origem, ele tinha destinação prioritária à construção de casas de interesse social, embora tenha sido utilizado, posteriormente, para os setores de saneamento e desenvolvimento urbano⁴⁴. Por ser compulsório e ter restrições para os saques, o FGTS apresenta características propícias para servir como *funding* porque seu saldo credor permitia compatibilizar as posições devedoras dos compradores de baixa renda, que necessitavam de financiamentos de longo prazo. O subsistema do SFH que trata do

⁴⁴ Maricato (1987) faz uma análise da utilização dos recursos do FGTS emprestados pelo BNH para obras de estrutura.

mercado popular e do mercado econômico de moradias está representado na Figura 6, a seguir.

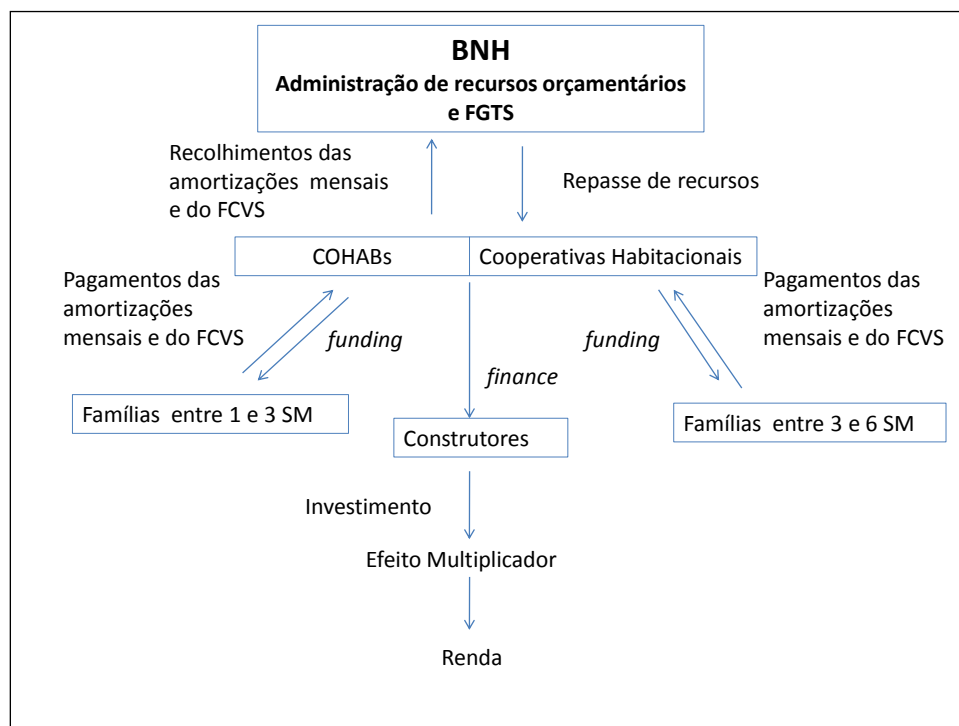


Figura 6 – O circuito do financiamento habitacional no SFH: subsistema FGTS

Fonte: elaboração própria.

Aqui é possível notar que, em uma interpretação pós-keynesiana, esse subsistema apresentava funcionalidade, pois, na dimensão microeconômica o subsistema FGTS do BNH permitiu a mobilização de recursos ociosos para atender a uma demanda potencial que não conseguiria entrar no mercado formal de habitações em razão de sua baixa renda. A expansão de demanda propiciada pelo ingresso de novos potenciais compradores no mercado possibilitou a utilização de empresas de construção no provimento de habitações para as famílias de baixa renda. A atuação do BNH em fornecer crédito para as empresas começarem as atividades de construção era a garantia de que o SFH estaria cumprindo o seu papel de suprir aos empreendedores os recursos necessários para o início das atividades, o que ajudaria a promover, pelos efeitos multiplicadores do investimento nesse setor, o crescimento econômico. A

compatibilidade entre as posições devedoras dos mutuários que necessitavam de um prazo longo para poderem quitar os imóveis e a posição credora do próprio BNH era garantida com a oferta compulsória dos recursos que os trabalhadores formalmente contratados recolhiam ao FGTS. Evidentemente, parte dos recursos do FGTS tinha por origem o próprio efeito multiplicador das construções executadas, mas a sua compulsoriedade propiciava o recolhimento de recursos de todos os trabalhadores formalmente empregados e gerava recursos suficientes para permitir o *funding* dos investimentos, mesmo que os agentes credores tivessem diferentes preferências para a aplicação de seus recursos.

Analisando a estrutura inicial do SFH em seus dois subsistemas, pode-se perceber que foi constituído um quadro complexo de relações entre o Estado e o setor privado. Toda a execução ficaria ao encargo do setor privado sob o argumento da maior eficiência alocativa e da maior agilidade na execução. Nesse sentido, o SFH parece ter procurado na iniciativa privada o que melhor ela poderia oferecer. No entanto, a complexidade das relações estabelecidas para propiciar o acesso à moradia serve de evidência do quanto a solução encontrada se separa da solução de mercado no sentido neoclássico. É na atuação do Estado que se percebe o grau de intervenção, pois era de sua responsabilidade:

[...] ditar as regras do jogo, estabelecendo as condições de acesso à habitação através de decisões sobre as exigências de renda familiar, prazos, juros e sistemas de amortização. Compete-lhe ainda regular o mercado, credenciando instituições para atuar como seus agentes e determinando os índices de remuneração voluntária. Além do papel regulador, o Estado atua como provedor e avalista dos recursos necessários aos empreendimentos imobiliários (AZEVEDO; ANDRADE, 1982, p. 65).

As soluções financeiras criadas para oportunizar a aquisição da casa própria pareciam bem construídas do ponto de vista legal. No entanto, como mostrou o capítulo anterior, o arranjo institucional que formata o mercado de financiamentos habitacionais não é composto somente por normas e regras, mas também inclui os hábitos. Se na obtenção de recursos compulsórios bastou criar a Lei que instituiu o FGTS, o mesmo não ocorre com a caderneta de poupança. De acordo com o histórico apresentado pela Caixa Econômica Federal – principal operador de cadernetas de poupança no país –, elas foram concebidas para servir como reserva monetária para as camadas mais pobres da população ainda no século XIX, e sofreram, ao longo do tempo, várias transformações em seu regime de funcionamento, com destaque para uma mudança na

regulamentação dos depósitos em 1934 que permitiu o aumento de 200% no montante dos depósitos acumulados nos cinco anos seguintes (CEF, 2011). A segunda grande modificação ocorreu justamente na publicação da mesma Lei 4.380/64 que formatou o SFH e que instituiu a correção monetária também para os depósitos em poupança (BRASIL, 1964). No entanto, os efeitos demoraram a aparecer e não parece ter sido unicamente por suas próprias modificações, pois, na opinião de especialistas, “a [caderneta de] poupança despontou no começo dos anos 70, na sequência do fim do boom da Bolsa de Valores”⁴⁵ (RUDGE; AMENDOLARA, 1997, p. 20). A Tabela 1, a seguir, apresenta a evolução dos principais recursos do SFH, desde sua criação até o ano anterior à extinção do BNH (ocorrida em 1985).

Ano	Distribuição percentual dos saldos em fim de período				
	Recursos do Público		Total (3) = (1) + (2)	FGTS (4)	Total (5) = (3) + (4)
	Caderneta de Poupança (1)	Letras Imobiliárias (2)			
1966	75,00	25,00	100,00	-	100,00
1967	10,06	16,37	26,43	73,57	100,00
1968	12,26	17,09	29,35	70,65	100,00
1969	16,38	17,39	33,77	66,23	100,00
1970	21,15	17,49	38,64	61,36	100,00
1971	22,99	17,17	40,16	59,84	100,00
1972	28,33	17,35	45,68	54,32	100,00
1973	34,18	15,04	49,22	50,78	100,00
1974	41,48	11,34	52,82	47,18	100,00
1975	49,29	7,50	56,79	43,21	100,00
1976	54,93	4,71	59,64	40,36	100,00
1977	56,09	3,42	59,51	40,49	100,00
1978	57,16	2,15	59,31	40,69	100,00
1979	59,31	1,46	60,77	39,23	100,00
1980	60,38	0,99	61,37	38,63	100,00
1981	64,05	0,66	64,71	35,29	100,00
1982	64,98	0,34	65,32	34,68	100,00
1983	69,21	0,30	69,51	30,49	100,00
1984	71,00	0,13	71,13	28,87	100,00

Tabela 1 – Principais recursos do SFH: 1966-1984

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números⁴⁶.

⁴⁵ A reforma do mercado de capitais empreendida pelo regime militar instaurado buscou incentivar a formação de poupança pessoal, cujo destino seria a compra de ações. Para tanto, foram oferecidos diversos incentivos fiscais que permitiam abater do imposto de renda devido o rendimento das ações, e mesmo canalizar parte do imposto de renda devido para fundos de investimentos, como previa o Decreto-Lei 157 de 1967. Macarini (2006) descreve o processo de formação da bolha especulativa no mercado de ações entre 1969 e 1971.

⁴⁶ Publicado em Ferreira (2004)

Por oportuno, cabe lembrar que esse período foi de alto crescimento econômico, alcançando média de 10,16% de variação real anual entre 1968 e 1973 (IBGE, 2010). A questão relevante para o financiamento dos bens de capital é saber o destino da parcela da renda gerada que não foi para o consumo – a poupança macroeconômica. Uma parte seria compulsoriamente destinada ao FGTS, o que garantiria a funcionalidade desse subsistema do SFH. O outro subsistema dependeria da disposição dos agentes credores em reter parte de seus ativos na forma oferecida (cadernetas e Letras Imobiliárias), o que, de fato, ocorreu após cinco anos de crescimento econômico. Se os recursos da poupança voluntária superaram os recursos da poupança compulsória somente em 1974, já em 1973 o subsistema SBPE suplantou o subsistema FGTS em número de financiamentos no SFH. A Tabela 2, a seguir, apresenta a evolução inicial do SFH até 1985, evidenciando as dinâmicas dos dois subsistemas.

Ano	FGTS		SBPE		Total
	Unidades	Valor médio (UPF)	Unidades	Valor médio (UPF)	
Até 1969	318.214	223	120.469	483	438.683
1970	83.144	336	72.030	501	155.174
1971	69.059	331	50.531	711	119.590
1972	52.804	447	66.685	947	119.489
1973	71.178	534	76.632	1.101	147.810
1974	35.783	718	60.268	1.345	96.051
1975	78.545	566	64.512	1.548	143.057
1976	160.753	698	109.722	1.616	270.475
1977	160.597	671	58.013	1.523	218.610
1978	265.642	623	58.143	1.394	323.785
1979	261.339	771	109.718	1.411	371.057
1980	293.713	574	268.727	1.528	562.440
1981	210.954	608	230.953	1.687	441.907
1982	305.236	663	250.306	1.635	555.542
1983	63.220	902	132.637	1.534	195.857
1984	117.535	625	89.743	1.535	207.278
Total	2.547.716		1.819.089		4.366.805

Tabela 2 – Financiamentos habitacionais no âmbito do SFH

Fonte: Elaborada por Pontual (1995) com informações do BNH.

Moraes (2008) reconhece no modelo teórico de funcionamento do SFH a previsão de um processo de evolução dinâmica. Em um primeiro momento os recursos necessários dependeriam, principalmente, da captação pelo FGTS e cadernetas. Posteriormente, quando o volume de captação líquida alcançasse o limite e o crescimento fosse apenas marginal, os retornos dos financiamentos deveriam ganhar importância como fontes de recursos.

Em suma, a funcionalidade da formatação original do SFH estava bem conceituada em relação ao subsistema FGTS, mas dependeria da capacidade do SBPE em reter parte do estoque de riquezas geradas na economia. Se isso fosse possível, o SFH poderia fazer frente às atribuições de um sistema que pretendia prover o financiamento a um bem de capital: oferecer recursos para o início da produção de imóveis; e possibilitar o alongamento do prazo para que os proprietários finais pudessem pagar pelos seus imóveis enquanto se apropriavam da renda (serviço de habitação) que os mesmos geravam.

A primeira mudança significativa na formatação original do SFH foi a transformação, em 1971, do BNH em banco de segunda linha. A intenção era retirar do BNH o ônus da necessidade de encontrar soluções para os casos de abandono de imóveis, atrasos e desistências. Como banco, teria que remunerar o capital investido e ficaria vulnerável nesses casos. Como banco de segunda linha, o BNH ficaria isento de uma atribuição estruturalmente complicada e politicamente desgastante, mas teria que transferir os créditos de empréstimos que estavam sob sua responsabilidade. Na opinião de Azevedo e Andrade (1982), os créditos foram “empurrados” para os agentes privados com a garantia de 100% sobre eventuais prejuízos. A administração desses créditos se mostrou muito complicada e expôs as dificuldades de utilizar a lógica empresarial no financiamento habitacional para a população de baixa renda. Por outro lado, a mudança de status significou a “consolidação do arranjo entre o setor público e o privado [...]. A este caberia o papel de um fundo catalizador dos recursos habitacionais, ao mesmo tempo que lhe competiria um papel normativo, ditar as regras do jogo” (AZEVEDO; ANDRADE, 1982, p. 80).

É com esse arranjo que o SFH obteve relativo êxito na primeira década de atuação, pois, de 1971 a 1980, financiou 30,6% do incremento anual de domicílios (PONTUAL, 1995). No entanto, a formatação original trazia dois problemas potenciais,

caso o ambiente de atuação sofresse modificação: a evolução dos recursos do FGTS no caso de uma recessão e as correções diferenciadas para as prestações dos mutuários e os saldos devedores.

A evolução dos recursos do FGTS é eminentemente pró-cíclica, uma vez que depende da atividade econômica do país, mais especificamente do nível de emprego formal e da política salarial. Durante as fases de expansão da economia, o FGTS é beneficiado pelo aumento da base de arrecadação decorrente do maior número de trabalhadores formalmente empregados e dos ganhos salariais. Por outro lado, em momentos de recessão a disponibilidade financeira do FGTS sofre duplo revés: aumentam as retiradas para o pagamento de indenizações trabalhistas; e diminui a arrecadação devido à queda do nível de emprego, à redução dos valores dos salários e ao aumento da inadimplência nos contratos habitacionais que provocam redução no fluxo de retorno dos recursos emprestados.

Dessa forma, o que se espera é que a evolução do FGTS siga o movimento da economia brasileira. As evidências vão nesse sentido, pois o saldo líquido médio do FGTS cresceu de forma contínua até 1982, como mostra a Tabela 3, a seguir.

Ano	Valores em 1000 UPF				(B/A) x 100
	Arrecadação bruta (A)	Saque (B)	Arrecadação líquida		
			absoluta	% sobre o ano anterior	
1967	22.245	733	21.512	0	3,30
1968	38.392	6.844	31.548	46,65	17,83
1969	47.031	14.626	32.405	2,72	31,10
1970	55.143	21.771	33.372	2,98	39,48
1971	64.379	27.776	36.603	9,68	43,14
1972	76.131	33.001	43.130	17,83	43,35
1973	91.746	39.092	52.654	22,08	42,61
1974	108.657	46.202	62.455	18,61	42,52
1975	126.963	57.956	69.007	10,49	45,65
1976	146.487	64.322	82.165	19,07	43,91
1977	168.382	77.504	90.878	10,60	46,03
1978	195.626	90.059	105.567	16,16	46,04
1979	224.464	100.163	124.301	17,75	44,62
1980	272.814	113.713	159.101	28,00	41,68
1981	330.193	144.851	185.342	16,49	43,87
1982	362.127	156.080	206.047	11,17	43,10
1983	336.033	206.997	129.036	-37,38	61,60
1984	286.776	179.574	107.202	-16,92	62,62
1985	304.790	167.959	136.831	27,64	55,11
Total	3.258.839	1.549.223	1.707.156	-	47,54

Tabela 3 – Evolução da arrecadação do FGTS: 1967 – 1985

Fonte: Elaborada por Pontual (1995) com informações da CEF.

Por ser, além de *funding*, também fonte de *finance* para o subsistema que atende aos chamados mercado popular e mercado econômico, a retração na disponibilidade de recursos por parte do FGTS poderia inibir os gestores, ao passo que a ausência de recursos para a atuação dos construtores poderia colaborar ainda mais para o quadro recessivo que se estabeleceu. Estava assim identificada a primeira ameaça potencial ao desempenho do SFH.

A segunda ameaça estava na utilização de critérios diferenciados para as prestações dos mutuários e os saldos devedores. Inicialmente os mutuários foram divididos em dois grupos de acordo com o nível de renda, sendo o plano A para as classes de baixa renda e o plano B para as demais. As prestações seriam reajustadas de acordo com a elevação do salário mínimo (anualmente), mantida a razão entre a prestação e o salário mínimo vigente. No plano B os reajustes seriam trimestrais de acordo com a variação da UPC. Essa também era a forma de reajustamento dos saldos devedores dos dois planos, o que garantia que nos contratos do plano B a dívida fosse extinta no prazo contratado. Para o plano A, no entanto, dependeria da equivalência entre os reajustes do salário mínimo e da UPC.

A separação em dois grupos, com prestações reajustadas diferentemente, foi elaborada com a intenção de viabilizar a compra de residências pela população de baixa renda, que não teria condições de assumir reajustes trimestrais. Como os saldos devedores seriam reajustados pela UPC, existia a possibilidade de ser necessário ampliar o prazo de pagamento além do previsto para manter a razão entre as parcelas e o salário mínimo. Para estabelecer um limite às possíveis dilatações dos prazos de amortização, o BNH estabeleceu na Resolução do Conselho de Administração n° 251/67 o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS)⁴⁷.

Além do objetivo de impedir o prolongamento excessivo do tempo necessário para a quitação da dívida, o FCVS também garantia aos agentes financeiros o ressarcimento dos resíduos que deveriam ser do mutuário. Ao mesmo tempo, o saldo devedor residual a ser pago pelo FCVS contribuía para a expansão do sistema, uma vez que o retorno das aplicações em financiamentos habitacionais realimentaria a oferta de recursos.

⁴⁷ A dotação inicial foi de CR\$ 10.000.000,00 (equivalente a 529.450 ORTNs) originados de recursos do Tesouro Nacional, sendo acrescida pelos rendimentos líquidos dos seus recursos e das contribuições dos mutuários (GRANJA, 2008, p. 24).

A criação do FCVS foi apontada por Azevedo e Andrade (1982) como o reconhecimento tácito de que uma política estritamente empresarial para as famílias de baixa renda seria inexecutável. Os autores também identificaram no FCVS a abertura da possibilidade de subsidiar ao menos parte do valor da moradia. Por ser vantajoso, o procedimento utilizado no plano A passou a despertar o interesse de um número maior de mutuários. De acordo com Ferreira (2004), foi a pressão da sociedade que fez o BNH ampliar o limite dos financiamentos do plano A para residências de até 500 salários mínimos e criar o plano C (semelhante ao A, somente a data do reajuste é que seria de acordo com a data do reajuste anual da classe profissional do mutuário). Assim, os mutuários dos planos A e C deveriam contribuir com o valor de uma prestação inicial para que o FCVS assumisse o compromisso de pagar ao BNH o eventual saldo devedor ao final da prorrogação máxima do prazo contratual.

A estrutura inicial foi modificada ainda em janeiro de 1970, propiciando maiores concessões aos mutuários. Enquanto o plano B mudou apenas de nome, passando a se chamar Plano de Correção Monetária (PCM), continuando a atender ao chamado mercado médio, os planos A e C foram substituídos pelo Plano de Equivalência Salarial (PES), que manteve o atendimento aos mutuários dos segmentos popular e econômico, tendo sido estendido para parte do mercado médio⁴⁸, mas com número fixo de prestações a serem pagas pelos adquirentes. Ou seja, a dívida seria constituída de um número fixo de prestações constantes expressas em função do salário mínimo. A responsabilidade de quitar o saldo devedor junto ao agente financeiro que originara o crédito, e que viesse a existir por discrepância entre seu reajuste e o reajuste dos salários, deveria ser do FCVS. Esse mecanismo funcionaria bem se os salários (e, portanto, as prestações) sofressem reajustes semelhantes às atualizações da UPC, mas abria a possibilidade de o BNH subsidiar – por intermédio do FCVS – tanto as habitações populares quanto as construções para as classes média e alta (AZEVEDO; ANDRADE, 1982).

A tentativa de impedir a imposição de um prejuízo ao FCVS foi efetivada com a criação do Coeficiente de Equiparação Salarial (CES). A partir de sua criação, em 1969,

⁴⁸ Lembrando que, na classificação original, o segmento popular compreendia famílias com renda mensal de um a três salários mínimos, o segmento econômico era composto por mutuários com renda familiar entre três e seis salários mínimos, e ao segmento médio pertenciam os mutuários com renda familiar superior a seis salários mínimos mensais. Como os últimos também passaram a poder utilizar o PES, Azevedo e Andrade (1982) identificaram a possibilidade criada de o BNH subsidiar também setores da classe média.

a contribuição ao FCVS não mais seria equivalente ao valor de uma prestação inicial. As prestações seriam multiplicadas pelo CES, cuja magnitude seria fixada periodicamente pelo BNH com base em estimativas das correções monetárias futuras tanto do saldo devedor quanto das prestações, deixando, portanto, aberta uma ameaça de desequilíbrio caso a inflação futura fosse subestimada. Assim funcionou até 1977, quando o CES voltou a ser fixo com os mutuários contribuindo para o FCVS com até 0,5% do valor do financiamento, podendo optar por pagar esse valor à vista ou incorporá-lo ao saldo devedor⁴⁹.

Mesmo com a identificação dessas duas possibilidades de problemas (arrecadação pró-cíclica e diferenças nos reajustes), a formatação inicial do SFH com seus dois subsistemas possibilitou um dinamismo na atividade de construção de residências com um fluxo contínuo de recursos voluntários e compulsórios sendo direcionados aos financiamentos das construções e dos mutuários. O BNH propiciava a garantia do sistema, pois administrava os recursos do FGTS e tinha a possibilidade de oferecer *finance* mesmo em momentos de moderadas flutuações cíclicas adversas que provocassem redução nos recursos voluntários (SANTOS, 1999). Pode-se dizer que a construção de residências estimulou e foi estimulada pelo crescimento econômico que ocorreu na economia brasileira na década de 1970. Esse bom desempenho da economia propiciou um acúmulo contínuo de recursos no FGTS. De acordo com Schulman, no período entre 1974 e 1979, “os resgates do Fundo de Garantia não passaram, em média, de 40% dos seus ingressos novos, o que dava, além da recirculação, da aplicação do estoque que o Fundo de Garantia já tinha, um fluxo positivo médio, de um ano para outro, em torno de 60% dos ingressos” (SCHULMAN, 1996, p. 40).

No entanto, a trajetória de crescimento percorrida pela economia brasileira na década de 1970 foi interrompida logo no início da década de 1980. Como esperado, em uma conjuntura recessiva, o FGTS passou a apresentar um volume de saques superior à sua arrecadação bruta. Ao mesmo tempo, o arrocho salarial promovido provocou o descompasso entre a correção dos salários e dos financiamentos, além de – junto com o aumento do desemprego – permitir o aumento na inadimplência. Era o começo da longa agonia do SFH.

⁴⁹ Ferreira (2004) faz uma análise mais detalhada desta RC nº01/77 do BNH que mudou o cálculo da CES. Como poderá ser visto na sequência, ABECIP (1996) vai considerar que essa nova metodologia subdimensionou a CES e foi uma das razões do rombo no FCVS.

3.2 A LONGA CRISE DO SFH

O SFH atingiu o auge no triênio 1980-82, financiando, anualmente, mais de 400 mil unidades habitacionais novas. Somente 25 anos depois esse nível foi novamente alcançado. Nessa longa travessia, passou por crises e chegou a ser considerado como esgotado, regressivo e insuficiente (SANTOS, 1999).

A crise na economia brasileira no início da década de 1980 fez com que o SFH enfrentasse pela primeira vez um período de recessão econômica. O sistema que funcionou relativamente bem enquanto a economia crescia – podendo mesmo ser apontado como um dos pilares desse crescimento – sucumbiu em um contexto de inflação elevada e baixo crescimento. Os problemas já identificados na formação do sistema (arrecadação pró-cíclica e inconsistências nos mecanismos de correções das prestações dos mutuários e dos saldos devedores) revelaram toda a sua potencialidade ao mesmo tempo em que a transição política aumentava a incerteza, dificultando as decisões de longo prazo.

No final da década de 1970 a inflação anual já se aproximava dos três dígitos, o que colocava o SFH em risco, pois os mecanismos construídos para mitigar os efeitos do descompasso entre os reajustes das prestações e dos saldos devedores não foram suficientes. Porém, mesmo em situação adversa a partir de 1979, o nível de financiamentos continuou elevado até 1982. Esse movimento é explicado por um componente inercial dos investimentos em habitação, uma vez que do início das obras até a comercialização das unidades construídas decorrem, em média, 30 meses. Nesse ínterim, o cenário da economia brasileira se deteriorou muito, e em um contexto de instabilidade, o *finance* não ocorre pela insegurança, tanto do agente financeiro quanto do empreendedor⁵⁰.

As fontes de recursos do subsistema FGTS permaneceram expressivas até 1982, mas a disponibilidade de *finance* por parte do BNH seria contrária ao aperto de liquidez

⁵⁰ A partir de 1983 o número de financiamentos cai substancialmente. De acordo com os dados da Tabela 2 (página 81), o número de financiamentos foi de 555.542 em 1982 e 195.857 em 1983.

que a política de estabilização econômica pretendia. Tampouco os empresários visualizavam possibilidades que os motivassem a buscar *finance* porque o aumento do desemprego e o arrocho salarial diminuiriam o número de famílias aptas a contrair um empréstimo para comprar os imóveis que seriam construídos. Como esperado, a partir de 1982 o FGTS sofre as consequências do aumento do desemprego (o que aumentou os saques) e da queda do rendimento dos trabalhadores (o que diminuiu os depósitos).

Por sua parte, o subsistema SBPE apresentou retração no desempenho das cadernetas de poupança que perderam participação em relação aos haveres financeiros não monetários. Inicialmente os depósitos em cadernetas de poupança eram corrigidos trimestralmente, sobre o menor saldo em cada trimestre, e não recebiam renda se sacados antes de decorridos dois trimestres. A competitividade da Caderneta frente a outras possibilidades de aplicações financeiras foi se deteriorando e, a partir de 1983, o lançamento dos juros e da correção monetária passou para a periodicidade mensal. Ou seja, paulatinamente o arranjo inicial foi modificado e aumentou a liquidez da caderneta. Autores como Pontual (1995) identificam nesse aumento da liquidez uma justificativa a mais para os agentes do SBPE retraírem sua atuação no mercado imobiliário, pelo descompasso entre a permanência dos recursos na caderneta e o longo prazo de retorno dos financiamentos habitacionais.

Mesmo que as fontes de recursos do SFH tenham característica pró-cíclicas, havia espaço para continuar oferecendo *finance* aos produtores, mas o ambiente não era propício ao início de um novo ciclo *F-I-P-F*. A retração na atividade de construção colaborou para a queda no nível de atividade da economia e, conseqüentemente, na captação de recursos para o financiamento habitacional. A reversão na expectativa de lucro frustrou os investimentos na economia e o crédito não efetivado, obviamente, não logrou êxito na geração de emprego e renda. As avaliações dos efeitos da instabilidade desse período sobre o SFH foram elaboradas por Santos (1999), Ferreira (2004), Rossbach (2005), Royer (2009) e os estudos da Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança – ABECIP.

Para dar suporte à hipótese central aqui defendida, interessa saber que a expectativa de lucro dos empreendedores é importante para o início do processo de construção de residências, porque, dada a existência de um déficit habitacional, pode-se esperar que o futuro mutuário sempre esteja disposto (mas nem sempre apto) a financiar

o imóvel⁵¹. Portanto, se ocorrer uma queda no nível de investimento, a massa de lucros também diminui e aumenta o risco dos financiamentos. Nas palavras de Cintra (1999, p. 63-64),

Considerando o sistema dinamicamente, com o investimento e a poupança em contínua realimentação, a contribuição do crédito ao processo de formação de capital fica determinada pela geração de valor excedente, ou seja, pelos lucros. Se a massa de lucros não se mantém, devido à interrupção do investimento produtivo, que alimentaria a parte ativa do capital, a dinâmica do lucro se arrefece e o peso da parte passiva se evidencia. Portanto, diante de uma redução inesperada na taxa de crescimento as firmas terão dificuldades em saldar seus compromissos com o sistema bancário.

Os mutuários também sofreram as consequências da queda do nível de atividade e das políticas econômicas de estabilização implantadas. O aumento do nível de desemprego e a redução do poder aquisitivo dos salários elevaram significativamente a inadimplência nos financiamentos habitacionais. Os protestos dos mutuários e o risco propiciado pelo aumento da inadimplência levaram o governo a adotar medidas no sentido de diminuir o peso das parcelas mensais. A partir de 1983 a premissa original do SFH de identidade de índices de atualização monetária no ativo e no passivo foi rompida com implicações imediatas (e de longo prazo) recaindo sobre o FCVS.

A crise do SFH – que não conseguia recuperar o dinamismo da década de 1970 – levou o governo a optar por uma reformulação total. O BNH foi extinto no Decreto-Lei nº 2.291/86 (BRASIL, 1986) e teve suas atribuições distribuídas entre o então Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BACEN) e a CEF. As diretrizes da política habitacional e do desenvolvimento urbano ficariam ao encargo do MDU; o CMN passaria a exercer as funções de órgão central do SFH com o papel de orientar, disciplinar e controlar o mesmo; e passou a ser da competência do BACEN fiscalizar as entidades integrantes do SFH e aplicar as penalidades previstas. Portanto, a extinção do BNH deu ao BACEN e à CMN as atribuições que já possuíam em relação aos demais componentes do Sistema Financeiro Nacional. Por sua vez, a CEF, na

⁵¹ Ver seção 5.3.2.

condição de incorporadora do BNH, passou a sucedê-lo em todos os direitos e obrigações⁵².

Assim, a nova configuração do SFH também pode ser descrita como a existência de dois subsistemas (FGTS e SBPE), mas as mudanças não foram suficientes para revigorá-lo. A instabilidade da economia em um cenário de baixo crescimento econômico associado a altos níveis de inflação não colaboraram para ampliar o acesso ao financiamento habitacional.

Entre 1986 e 1991 o país passou por cinco planos econômicos. Cada tentativa de estabilização provocava mudanças nos contratos de financiamento e aumentava a incerteza no setor de financiamento habitacional, como de resto em todas as atividades econômicas de longo prazo. As distorções provocadas no SFH pelos planos de estabilização estão bem detalhadas na literatura disponível⁵³. No entanto, é preciso esclarecer aqui as razões do desequilíbrio no FCVS, pois a sua solução desempenhará um papel importante na retomada recente do SFH. Nesse sentido, a próxima seção será dedicada ao assunto.

3.2.1 O desequilíbrio do Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS

Na montagem do SFH, a criação do FCVS serviu como uma tentativa de solucionar os problemas decorrentes do descompasso entre as variações salariais e as variações das prestações. O FCVS ficaria responsável pela cobertura dos eventuais saldos devedores, enquanto os mutuários estariam livres dos compromissos financeiros ao pagarem a última prestação. Em um processo de aceleração inflacionária, o SFH enfrentaria dificuldades, pois quando a estimativa da inflação futura estivesse subestimada, a CES também estaria e, conseqüentemente, o risco de desequilíbrio no FCVS seria ampliado. Enquanto a economia brasileira apresentou crescimento econômico com inflação relativamente moderada, o SFH conseguiu um bom

⁵² Rodrigues (2009) calcula que a CEF teria herdado um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões, em valores atualizados.

⁵³ As sucessivas alterações normativas estão documentadas em ABECIP (1994). As repercussões de cada plano econômico no SFH foram analisadas nos trabalhos de Ferreira (2004), Moraes (2008) e Rodriguez (2009).

desempenho. No final da década de 1970, quando o cenário econômico começa a se modificar, aparecem os problemas. De fato, é na evolução dos problemas do FCVS que boa parte da literatura encontra as primeiras explicações sobre a crise no SFH. O Quadro 1, a seguir, traz a lista dos fatores que provocaram o rombo no FCVS, na análise da ABECIP. Ficam evidentes os problemas que a aceleração inflacionária e as tentativas de controle da inflação trouxeram para o FCVS e, conseqüentemente, para o SFH.

Período	Fator
1977	Subdimensionamento da CES
1973/1982	Salário mínimo habitacional no lugar do salário mínimo: sub-reajustamento das prestações
1983/1984	Sub-reajustamento das prestações, corrigidas por 80% do salário mínimo
1985	Sub-reajustamento: índice de 112% em vez de 246% aplicado aos saldos devedores
1986 (Cruzado)	Conversão da prestação pela média dos doze meses e congelamento
1987 (Bresser)	Congelamento temporário das prestações e nova política salarial
1989 (Verão)	Congelamento das prestações em fev/maio sem aplicação das URPs de dez/88 e jan/89
1990 (Collor 1)	IPC de 84% aplicados aos saldos devedores, mas não às prestações
1991 (Collor 2)	Falta de política salarial até set/91. STF suspende Lei 8.177. Antecipações não são incorporadas às prestações.

Quadro 1– Fatores que provocaram o desequilíbrio no FCVS

Fonte: ABECIP (1996).

Desde sua montagem, o SFH já previa a necessidade de subsídio às famílias de baixa renda. A ideia inicial era um subsídio cruzado que onerava os financiamentos de maior valor em prol dos financiamentos de imóveis mais baratos. No entanto, as

sucessivas alterações foram nocivas ao FCVS⁵⁴, o que ampliou os subsídios concedidos pelo SFH. Para qualquer uma das faixas de renda atendidas, “devido à exacerbação da inflação e a não adequação dos CES aos novos índices, a partir de 1977, mesmo que as prestações tivessem sido reajustadas pelos mesmos índices dos saldos devedores, ainda assim, o FCVS teria de subsidiar uma parte do saldo residual do mutuário” (MORAES, 2008, p. 46).

As pressões dos mutuários em um contexto de ajuste macroeconômico – que culminou em uma recessão após quase quinze anos de significativo crescimento econômico – provocaram as mudanças que fizeram as prestações serem reajustadas em apenas 80% do salário mínimo. A justificativa estava na alta substancial da inadimplência decorrente da defasagem entre a correção dos salários dos mutuários e o crescimento da inflação e do salário mínimo. A inadimplência foi reduzida com os subsídios concedidos, mas as concessões “aumentaram consideravelmente o descasamento entre a evolução do passivo e do ativo do SFH, resultando assim na criação de um pesado ônus para o FCVS” (FERREIRA, 2004, p. 59).

Em 1985 um novo sub-reajustamento facilitou o pagamento das prestações por parte dos mutuários, mas onerou o saldo devedor. Já em 1986, com o Plano Cruzado, além da defasagem nas prestações, “foram estabelecidos índices de correção monetária que não refletiam a elevação dos custos na indústria da construção civil, o que determinou o desinteresse dos contratantes em participar das concorrências do SFH” (PONTUAL, 1995, p. 233).

Os planos Cruzado e Bresser aumentaram ainda mais a discrepância entre as correções das prestações e as correções dos saldos devedores. De acordo com Ferreira (2004, p. 66-67), foi por preocupação com a solvência do FCVS que o BACEN propôs na Resolução 1.148, de janeiro de 1988, um abatimento de 25% aos mutuários que quitassem antecipadamente. O objetivo era aliviar o FCVS porque alguns contratos apresentavam amortizações negativas, cujas prestações eram insuficientes até para o pagamento de juros.

⁵⁴ Com exceção da alteração no sistema de amortização utilizado na qual a Tabela Price foi substituída pelo Sistema de Amortização Constante – SAC, o que diminuiu o risco para o FCVS, mas restringiu o acesso aos financiamentos, pois aumentou o valor nominal das prestações iniciais. Azevedo e Andrade (1982) e Ferreira (2004) dedicam atenção aos efeitos dessa mudança.

Os demais planos de estabilização também corrigiram as prestações abaixo da inflação enquanto aos saldos devedores recebiam correção integral. O resultado foi o aumento significativo do passivo do FCVS. Dessa forma, os subsídios aos mutuários eram contabilizados como créditos que os agentes financeiros acumulavam junto ao FCVS (RODRIGUES, 2009, p. 85). Quando da edição do PROER⁵⁵, a União permitiu que algumas instituições financeiras vendessem seus créditos do FCVS com deságio de 50% para bancos em liquidação (que melhorariam seus balanços), enquanto permaneceriam autorizados a contabilizar integralmente os créditos vendidos para o cumprimento das exigibilidades de empréstimos dos recursos em caderneta de poupança. Desse modo foi criado o chamado “FCVS Virtual”, um registro contábil que ocupou, a partir de 1995, parcela significativa no direcionamento dos recursos da caderneta de poupança⁵⁶ (ROYER, 2009).

A avaliação atual da Receita Federal aponta que as responsabilidades adicionais imputadas ao FCVS não foram acompanhadas de cobertura por recursos orçamentários e se tornaram incompatíveis com o seu patrimônio e seu fluxo de caixa. O resultado foi o acúmulo de dívida⁵⁷. Os contratos a partir de 1993 não ofereceram mais aos mutuários a possibilidade de contar com o FCVS. A Lei nº 8.692, de 28/07/1993, criou o Plano de Comprometimento de Renda (PCR) com prazos, taxas de juros e a correção do saldo devedor idênticos aos do PES, mas extinguiu a possibilidade de contratos assinados após sua promulgação contarem com o FCVS (BRASIL, 1993). No entanto, impedir os novos contratos de utilizar o FCVS não resolvia o desequilíbrio já acumulado pelo mesmo. Para encaminhar uma solução para o problema, a opção do governo federal foi pela novação das dívidas mediante securitização⁵⁸ por meio da Medida Provisória (MP) nº 1.520/96, que foi convertida na Lei 10.150 somente em 21/12/2000 (BRASIL, 2000). Na MP estava previsto o pagamento da dívida do FCVS em, no máximo, trinta anos a

⁵⁵ O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER foi instituído pela Medida Provisória nº 1.179 de 03/11/1995, posteriormente convertida na Lei nº 9.710 de 10/01/1998.

⁵⁶ Com a Resolução 3.005, o Conselho Monetário Nacional, em 2002, começa a tratar desses créditos virtuais, tendo essa solução um importante papel na retomada dos empréstimos pelo SFH, como mostrará a subseção 4.3.1 no capítulo seguinte.

⁵⁷ O último relatório disponibilizado pela Receita Federal sobre a evolução da dívida pública apontava que a responsabilidade do FCVS é da ordem de R\$ 170,3 bilhões, referentes a 3.985.144 contratos, dos quais 1.612.334 já foram novados e 2.372.810 estão por novar. A dívida quitada soma R\$ 82,7 bilhões e a dívida remanescente R\$ 87,5 bilhões. Disponível em http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/FCVS_historico.pdf. Acesso em 21/04/11.

⁵⁸ A dissertação de Granja (2008) trata em detalhes o processo de securitização dos créditos do FCVS.

partir de janeiro de 1997, com oito anos de carência para o pagamento dos juros e doze para o pagamento do principal.

Ainda em 1997 as avaliações apontavam o desequilíbrio do FCVS como o grande problema do SFH. A proposta de novação foi o reconhecimento por parte do governo federal de um problema que se arrastava por muito tempo. A afirmação de Rudge e Amendolara (1997, p. 33) resume a opinião dos analistas naquele momento:

A União garante e da fé da existência de recursos no FGTS e do FCVS [...], ela garante credor e devedor, e não tem como acertar as contas com os dois, já que o FCVS é o maior devedor do FGTS, e o governo não tem caixa para pagar a conta. Isso reduz muito o poder de financiamento do FGTS, que é a maior fonte de financiamento habitacional no Brasil.

Em síntese, a literatura é quase consensual quanto ao êxito do SFH no período 1976 e 1982, com cerca de 400 mil unidades habitacionais financiadas anualmente, embora já apresentasse embrionariamente os problemas que mais tarde se revelariam: o desequilíbrio no FCVS e o baixo retorno dos investimentos habitacionais decorrentes, ao menos em parte, dos reajustes das prestações serem menores do que a correção monetária do período. Durante a redemocratização, o SFH passa por uma severa crise institucional, em meio aos problemas macroeconômicos que praticamente inviabilizavam qualquer política habitacional. As diversas tentativas de estabilização macroeconômica provocaram reflexos no SFH, sendo especialmente evidenciados no desequilíbrio do FCVS. A prioridade dos governos era o controle da inflação e, quando o Plano Real conseguiu reduzir as variações dos índices de preços, se voltou a discutir a política habitacional.

Desde a origem, o SFH funcionou com uma moeda própria (UPC, Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional – ORTN, Obrigação do Tesouro Nacional – OTN, e Bônus do Tesouro Nacional – BTN), uma vez que o financiamento de longo prazo em moeda corrente não era habitual na economia brasileira. Como a política habitacional estava alicerçada no SFH e este apresentava no FCVS um pesado desequilíbrio, a esperança, em meados da década de 1990, era desenvolver um sistema de financiamento habitacional com menos intervenção do Estado e mais orientação do mercado.

3.3 A CRIAÇÃO DO SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO – SFI

Após a estabilização do nível de preços conseguida pelo Plano Real, o diagnóstico da insuficiência de investimentos apontava, na opinião dos gestores da política econômica, para a necessidade de construir “instituições para o mercado” e, assim, promover a alocação voluntária dos recursos existentes em aplicações de longo prazo. Enquanto em sua criação o SFH previa operar com uma moeda própria (UPC), o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) foi concebido para operar com os parâmetros do mercado financeiro. Nesse sentido, o SFI foi construído e apresentado como solução de mercado para alavancar a produção de residências. Na exposição de motivos que acompanhava o projeto que viria a ser transformado na Lei 9.514/97, que instituiu o SFI, os ministros Pedro Malan e Antônio Kandir afirmavam que, apesar de ter financiado até então cerca de 6 milhões de unidades residenciais em sua história, as dificuldades da década de 1980 evidenciaram a insuficiência do SFH, pois o número médio de 100 mil financiamentos anuais eram insuficientes para atender a uma demanda estimada, naquele momento, em 1 milhão de unidades residenciais por ano.

Os efeitos do longo período em que a inflação era o grande problema do SFH continuaram se manifestando após a redução dos índices inflacionários obtida pelo Plano Real. Na conjuntura econômica dos primeiros anos após o estabelecimento do novo padrão monetário, o debate mudou para a necessidade brasileira de absorver poupança externa para financiar seu crescimento econômico⁵⁹. Pouco antes da promulgação da Lei que criou o SFI em novembro de 1997, ocorreu um novo debate⁶⁰ sobre a “escassez de poupança” nas páginas da Gazeta Mercantil. Fernando Nogueira da Costa resume esse debate em que situa, de um lado, Márcio G. P. Garcia e Fábio

⁵⁹ Especificamente sobre a possibilidade de contar com recursos externos para financiamento habitacional, Cintra (1999) lembra que não existe a possibilidade de depósitos de não residentes no Brasil e, portanto, o único instrumento de canalização de capitais externos por meio do sistema bancário é repassar os recursos captados pelos bancos de acordo com a Resolução nº 2.170/1996 cujos montantes devem ser destinados ao financiamento para a construção e/ou aquisição de imóveis novos. As captações e, conseqüentemente, os repasses ao setor imobiliário foram insignificantes, na sua avaliação.

⁶⁰ Garcia em 16 de abril, Giambiagi em 28 de abril e 14 de maio, Garcia e Giambiagi em 2 de junho, Delfin Netto em 16 de junho, Rogério Studart em maio, e Fernando Nogueira da Costa em 9 de maio e 9 de junho de 1997.

Giambiagi, com uma visão de poupança compatível com a teoria dos fundos emprestáveis, e, de outro, Delfin Neto, Rogério Studart e o próprio Fernando Nogueira, que adotam “a reinterpretação pós-keynesiana do conceito de poupança (ex post), baseados no *método dinâmico* de pós-wicksellianos da Escola de Estocolmo, enfatizando o circuito *finance* – investimentos – renda – aplicações – *funding*” (COSTA, 1997, p. 71, grifos no original).

O fato é que mesmo com inflação baixa e recursos disponíveis, o SFH não retomou os níveis de contratação que conseguira na década de 1970 e nos primeiros anos da década de 1980. Rudge e Almendolara (1997) reproduzem trechos de um debate estabelecido nas páginas do jornal *O Estado de São Paulo* no início de 1997, que começou com a crítica do comentarista econômico Joelmir Beting ao fato de a CEF ter financiado apenas 36 mil moradias em 1996, mesmo dispondo de R\$ 55 bilhões em recursos depositados em caderneta de poupança, e ter contratado apenas R\$ 1 bilhão e desembolsado apenas R\$ 94 milhões em recursos do FGTS ainda que o conselho curador do fundo tenha autorizado R\$ 3,5 bilhões. O então presidente da CEF, Sérgio Cutolo dos Santos, respondeu as críticas e identificou que naquele momento muitos formadores de opinião haviam “comprado” a tese contrária à atuação do governo na área habitacional. Após listar uma série de fatores que contribuíram para o quadro de penúria do SFH, Cutolo conclui que “a operação oficial estava travada por questões de mercado e de *usos e costumes* que o SFH do passado estabeleceu” (RUDGE; ALMENDOLARA, 1997, p. 32, grifo adicionado).

Ao longo do tempo, as Resoluções do CMN tentaram promover a desregulamentação do SFH, o que permitiu reduzir os valores efetivamente aplicados em novos financiamentos⁶¹. Segundo Köhler (2003), a motivação para esse movimento foi o antagonismo existente entre as responsabilidades das autoridades reguladoras: preservar a solvência das instituições financeiras e garantir o fluxo de recursos para o financiamento habitacional. O resultado foi a contínua redução da proporção entre as aplicações efetivas no SFH e o que seria exigido se não houvesse as mudanças nas regulamentações.

⁶¹ As mudanças foram no sentido de ampliar as alternativas de aplicações de recursos que também seriam consideradas como financiamentos no âmbito do SFH para efeitos de exigibilidade do direcionamento de recursos. A principal delas, os créditos junto ao FCVS, será tratada em destaque adiante.

Na síntese proposta por Costa (1997), os problemas do SFH, naquele momento, seriam: Estado como âncora do sistema; garantias frágeis para o investidor privado; baixa atratividade de retorno para o financiamento privado de longo prazo; inexistência de um mercado secundário de crédito; alto custo para o mutuário; concentração em imóveis residenciais; descasamento entre oferta e demanda de financiamento para imóveis. Por sua vez, a proposta do SFI seria corrigir essas falhas com: parceira entre o Estado e o setor privado; desregulamentação; constituição de garantias sólidas para o investidor; criação de um mercado secundário de títulos imobiliários; maior atratividade para investidor e consequente aumento da oferta de financiamento; provável queda do custo para o mutuário.

De acordo com Décio Tenerello (ABECIP, 1996), os agentes financeiros estavam preocupados com a falta de *funding* para os financiamentos habitacionais e com o abalo sofrido na credibilidade das Cadernetas de Poupança depois do bloqueio efetuado pelo Plano Collor. Um legado do período de descontrole inflacionário foi a mudança das Cadernetas de Poupança, cuja finalidade original era ser o instrumento para a manutenção dos recursos privados destinados à provisão de necessidades futuras e que havia sido redesenhada para servir de alavanca para o SFH. As cadernetas se transformaram em um ativo financeiro como qualquer outro. Rastreamento o fluxo de recursos na Caderneta de Poupança, o Banco Central percebeu que, em 1995, a origem e o destino dos recursos que nelas entravam e saíam eram outros instrumentos financeiros de alta liquidez. Também evidenciava a mudança o fato de um número pequeno de contas ser responsável pela maior parte do volume de recursos⁶². Dessa forma, o instrumento financeiro que deveria servir de alavanca para o SFH estava descaracterizado.

Em suma, havia, em meados da década de 1990, consenso sobre a necessidade de reformulação do mecanismo de financiamento imobiliário, com mudanças nos papéis dos principais agentes. A constituição do SFH, promovida no contexto das reformas iniciadas pelo regime militar implantado em 1964, significou uma forma de intervenção do Estado no mercado habitacional e o direcionamento de recursos para o setor. Muito

⁶² Segundo Cláudio Mauch, representando o Banco Central em ABECIP (1996), em junho de 1995, 82,5% das contas possuíam menos de R\$ 500,00 e representavam 10,79% do saldo dos depósitos do sistema. Por outro lado, 2,31% das contas tinham saldo acima de R\$ 30 mil e representavam 54,11% do saldo dos depósitos, evidenciando um processo de concentração dos recursos em um pequeno número de contas.

diferente foi a formatação do SFI, cuja criação, em 1997, deu-se em um contexto de reformas liberalizantes que pretendiam redefinir um papel bem mais restrito para o Estado e valorizar a livre negociação entre as partes.

Na prática, o Estado participou ativamente na consolidação de um novo marco regulatório no setor imobiliário que previa maior participação do setor privado. Em 20 de novembro de 1997 foi editada a Lei 9.514, que dispõe sobre o SFI, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), a securitização dos créditos imobiliários⁶³ e o regime fiduciário (BRASIL, 1997). A lei estabelecia como finalidade do SFI promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos. Como lembra Royer (2009, p. 44), o SFI não substituiu o SFH, mas “tencionou criar ambiente de negócios capaz de atender todo tipo de demanda imobiliária”.

A principal característica desse novo sistema é que as condições dos financiamentos contratados no âmbito do SFI são livremente efetuadas segundo as condições de mercado. De acordo com Royer (2009, p. 97),

[...] o SFI procura construir um sistema financeiro que dê segurança aos agentes envolvidos no processo de crédito imobiliário, especialmente aos investidores, ponto central da lógica do funcionamento do sistema, procurando fomentar um mercado de crédito imobiliário baseado, em princípio, na lei da oferta e da procura.

Os estudos setoriais da época apontavam o SFI como um avanço em relação ao SFH, e que a criação daquele seria um passo importante na solução do déficit habitacional⁶⁴. Com a promulgação do SFI mudaram as normas legais que regulam a participação das instituições financeiras na realização de operações de financiamento de imóveis residenciais. Na prática, os recursos captados no âmbito do SFI são destinados

⁶³ Essa possibilidade ajudou no desenvolvimento de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) que haviam sido regulamentados pela Lei nº 8.668/93. De acordo com Botelho (2007, p. 171), “os projetos que são alvos dos FIIs são variados, desde *shopping centers* a parques temáticos e hospitais, de edifícios de escritórios e galpões industriais a conjuntos habitacionais e condomínios de alto padrão. Mas são projetos que visam a um rendimento para os investidores que está acima das possibilidades oferecidas pelo mercado de habitação popular ou econômica”. Sobre o funcionamento dos Fundos de Investimentos Imobiliários, ver instrução normativa da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

⁶⁴ O conceito de déficit habitacional será apresentado no capítulo cinco, atentando para a sua representatividade como demanda potencial a ser atendida.

ao financiamento de “operações de mercado”, livremente negociadas, enquanto os recursos da poupança, FGTS, e dotações governamentais continuam destinados ao SFH para o financiamento de moradias destinadas a famílias de baixa renda. Com uma distinção significativa: enquanto no SFI os créditos são securitizados e não permanecem na carteira dos agentes financeiros, no SFH a carteira permanece no ativo dos bancos até que a dívida seja amortizada no prazo contratual.

A principal fonte de recursos desenhada para o SFI são os grandes investidores, como os fundos de pensão e os fundos de renda fixa. As companhias securitizadoras podem utilizar esses recursos para a compra de créditos imobiliários junto às entidades financiadoras. A ideia era que esse processo pudesse estimular as entidades financiadoras a incrementar a concessão de financiamentos para a construção ou aquisição de imóveis residenciais ou comerciais.

Ao financiarem seus mutuários, os agentes financeiros autorizados a operar no SFI adquirem créditos imobiliários que podem ser securitizados, em um processo no qual os créditos são vinculados à emissão de uma série de títulos, lavrados por uma companhia securitizadora. O fluxo de recebíveis (prestações) derivados do contrato de crédito referente a um financiamento imobiliário é vendido às companhias securitizadoras. Estas, por sua vez, têm a possibilidade de emitir um CRI, título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro. O Quadro 2, a seguir, apresenta as razões pelas quais o CRI pode ser interessante, tanto do ponto de vista do emissor quanto do ponto de vista do investidor.

Perspectiva do emissor	Perspectiva do investidor
<ul style="list-style-type: none"> • Fonte de recursos de longo prazo em moeda local e taxas competitivas (garantia imobiliária) • Diversificação da fonte de recursos e desintermediação, dado apetite do mercado de capitais (institucionais e pessoas físicas) • Possibilidade de captação de recursos sem onerar balanço patrimonial do cedente • Não incidência de IOF como nos empréstimos diretos • Apetite ainda grande por parte das instituições financeiras para cumprimento da exigibilidade habitacional 	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificação da classe de ativos • Títulos de longo prazo indexados a índices de preços • Retorno atraente para uma estrutura lastreada em recebíveis e com garantia real (imóvel) • Diversificação dos riscos nos CRIs pulverizados • Empresas com boa qualidade de crédito normalmente vinculadas aos CRI Corporativos • Regime fiduciário e patrimônio separado garantem segregação do risco do emissor • Segregação de riscos do originador • Isenção de IR para pessoas físicas

Quadro 2 – Os Certificados de Recebíveis Imobiliários nas perspectivas dos emissores e dos investidores

Fonte: Nogueira e Brasileiro (2010).

Já os recursos destinados à construção são oriundos dos fundos regulares dos bancos e também podem ser securitizados. É característica do SFI que os recursos para a produção não sejam governados exclusivamente pelos seus componentes (bancos, construtoras, incorporadoras e companhias hipotecárias). Por intermédio das securitizadoras, são integrados ao mercado imobiliário o mercado de capitais com seus componentes (bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, pessoas físicas e seguradoras). Dessa forma, os recursos para a construção não são regulados pelos instrumentos típicos do mercado imobiliário como as hipotecas. Junto com os bancos comerciais nas suas operações de financiamentos às empresas estão todos os demais agentes financeiros que utilizam seus instrumentos habituais de financiamento aos negócios como debêntures, por exemplo (UN-HABITAT, 2010, p. 8).

De fato, aumenta a complexidade no processo de estruturação do *funding*, pois é maior o número de agentes envolvidos na estrutura de um CRI de créditos pulverizados. O primeiro passo é a compra de um imóvel, transação na qual a

construtora/incorporadora passa a ter um crédito contra o adquirente (caracterizado como “recebíveis”). Nesse momento é necessário contratar uma empresa (no jargão desse mercado é reconhecida como *servicer* e deve ser independente da construtora/incorporadora contratante) que fica encarregada de cobrar os créditos. A construtora/incorporadora repassa seus direitos para uma companhia securitizadora. Esta, por sua vez, quando acumula um volume significativo de créditos, começa o procedimento para a emissão de títulos de investimento com lastro nos recebíveis de sua propriedade. Ela separa os créditos que estão no seu ativo que irão lastrear os títulos e essa segregação irá protegê-los em caso de falência ou concordata da securitizadora. Antes do lançamento é necessária a avaliação de uma agência classificadora de risco, que vai chancelar a qualidade dos créditos que estão lastrando o CRI. No processo de emissão deve ser nomeado um Agente Fiduciário, que representará os direitos dos investidores. É necessário ainda passar pelo crivo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e os negócios devem ser efetivados na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), que funciona como um mercado de balcão organizado para o registro da negociação de títulos, no caso, o CRI. A Figura 7, a seguir, mostra os agentes e as garantias envolvidos.

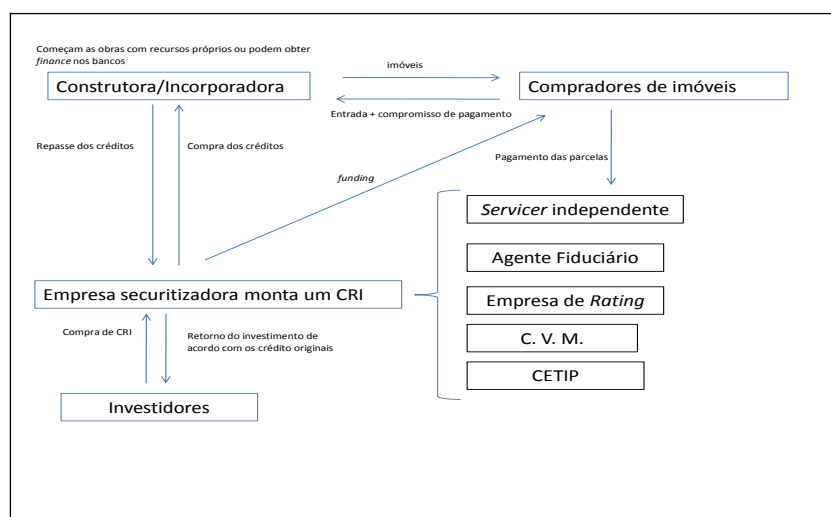


Figura 7 – Estrutura de um CRI pulverizado

Fonte: elaboração própria.

As garantias de um CRI estão apresentadas, em primeiro lugar, pelo estabelecimento do regime fiduciário previsto na Lei 9.514/97 e pela alienação fiduciária dos imóveis financiados. O pagamento pró-rata e sequencial dos créditos concedidos também garantem o CRI, além de fundos de liquidez e de reserva específicos. De fato, trata-se de uma estrutura atomizada na qual, de um lado, estão os compradores de imóveis, e, de outro, os investidores. Se os investidores estiverem dispostos e aptos a manter as suas posições ao longo do período necessário para que os mutuários completem o pagamento, a questão da compatibilidade entre as posições credoras e devedoras fica resolvida. Nesse sentido, os fundos de pensão parecem ser os candidatos mais indicados a comprar um CRI. Outra constatação possível, nesse momento, é a necessidade da existência de um mercado secundário para o CRI, no qual esses títulos sejam negociados, o que pode tornar possível a ampliação do número de candidatos à compra.

É na ampliação das alternativas de garantia que o SFI apresentou uma inovação interessante e com reflexos na própria retomada do SFH⁶⁵. Nos contratos antigos do SFH o mutuário tinha a posse do imóvel logo ao tomar o financiamento. Em caso de inadimplência, o agente financeiro teria de percorrer um longo caminho judicial para retomar o imóvel e saldar a dívida ou parte dela. Na alienação fiduciária o bem pertence ao agente financeiro e só será do comprador após o total pagamento da dívida. Assim, em caso de inadimplência, o bem pode ser retomado rapidamente. Apesar de ser chamada de “modelo jabuticaba”, por existir apenas no Brasil, a alienação fiduciária de imóveis foi considerada como superior à hipoteca, mesmo sendo esta reconhecida no mundo inteiro como uma das melhores garantias (TENERELLO, 2007). Outra garantia vigente no SFI é o fato de os contratos de financiamentos apresentarem um LTV (*Loan to Value*) inferior a 80%, o que exige a contrapartida do mutuário de, no mínimo, 20% do valor do imóvel. Com essa medida, o que se espera é o maior comprometimento do mutuário e menores índices de inadimplência.

Existe também a possibilidade de emissões de CRIs corporativos que são utilizados para a construção de imóveis do tipo *build to suit*, como hospitais ou prédios

⁶⁵ A ampliação das garantias nos financiamentos habitacionais é um componente das modificações jurídicas que formam uma das frentes de mudanças institucionais a serem tratadas no próximo capítulo.

de escritório a serem locados para uma corporação. A garantia de recebimento do retorno de um CRI cujos créditos estão associados ao imóvel de uma corporação torna mais atraente a opção de investimento. No entanto, esse parece ser mais um artifício contábil para a redução dos tributos da corporação do que propriamente uma política de incentivo à construção.

Em suma, o SFI tem nos CRIs o seu principal *funding* para financiar seus mutuários. No entanto, para construção as empresas utilizam seus fundos regulares, e aqui caberia oferecer *finance* se houvesse interesse por parte dos bancos, com origem em recursos livres, inclusive os recursos em cadernetas de poupança que ultrapassam o percentual de direcionamento obrigatório no âmbito do SFH. Para permitir a aquisição dos imóveis no âmbito do SFI, os agentes financeiros promovem a securitização e vendem CRIs aos investidores.

Apesar da crença de que o mercado de capitais seria a grande solução para a provisão de fundos para o mercado imobiliário via SFI, o fato é que o SFH voltou a aumentar o número de unidades habitacionais financiadas. Parece que a lógica do SFI se preocupa e apresenta soluções para o *funding*, mas não garante a disponibilidade inicial de *finance*, além de não apresentar as características necessárias para atender a demanda potencial por financiamentos para a aquisição de residências. Os números evidenciam que o SFH continuou como principal instrumento no fornecimento de crédito para o mercado de habitações.

Passados mais de dez anos da promulgação do SFI, constata-se seu fraco desempenho no financiamento de habitações, em que pese algum êxito no financiamento de imóveis comerciais. Nas palavras do presidente da ABECIP:

Cabe reconhecer que por mais favoráveis que sejam as condições macroeconômicas e do mercado de capitais, o modelo imaginado na Lei do SFI ainda não se completou. Treze anos após a Lei 9.514/97, ainda não existe um amplo mercado secundário de ativos imobiliários, capaz de atrair recursos dos principais investidores institucionais como os fundos de pensão (FRANÇA, 2010).

Por outro lado, o SFH, antes considerado insuficiente e esgotado, retomou uma trajetória de crescimento alcançando sucessivos recordes de contratações. Aparentemente, a questão do acesso ao mercado de moradias não se restringe à

construção de instituições adequadas, tal qual propunham as agendas de reformas com base teórica na contribuição da NEI.

No entanto, os *insights* do velho institucionalismo norte-americano oferecem uma alternativa mais promissora ao tratar o próprio mercado como uma instituição. Da mesma forma, o circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding* possibilita uma compreensão melhor das mudanças recentes no processo de financiamento à habitação no Brasil. Nesse sentido, cabe avaliar a evolução do conjunto de normas, regras e hábitos que compõem o mercado habitacional e verificar como ocorreram as mudanças que permitiram ao SFH reagir e superar o desempenho do SFI (previsto como ferramenta adequada para resolver o problema do financiamento habitacional). É o que se pretende no próximo capítulo.

4 AS MUDANÇAS INSTITUCIONAIS QUE PERMITIRAM A RETOMADA DE UM NÍVEL ELEVADO DE CONTRATAÇÕES DE FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS

O mercado habitacional tem no financiamento um importante aspecto a ser considerado. Nesse sentido, a elaboração de um sistema que possibilite o acesso à moradia por parte daqueles que precisam de financiamento para fazê-lo é uma preocupação recorrente nos países que almejam atingir um grau maior de desenvolvimento. Os capítulos anteriores mostraram que, ao criar o SFH, o país deu um passo importante na direção do estabelecimento de condições de acesso ao financiamento habitacional para a população. Em que pese seu relativo sucesso na década de 1970, o SFH apresentou sérios desequilíbrios na década de 1980 e foi considerado incapaz de resolver o problema da falta de habitações adequadas no Brasil. Assim sendo, o SFI foi instituído como a “solução de mercado” em 1997. O objetivo desse capítulo é identificar as razões da forte retomada dos financiamentos habitacionais na economia brasileira, ao mesmo tempo em que procura evidências que expliquem o porquê dessa retomada ter ocorrido no âmbito do SFH – que mostrou ter capacidade de resiliência – e as razões do relativo insucesso do SFI em prover recursos imediatos para a habitação. O que se pretende é avaliar respostas para o problema de pesquisa proposto, qualificando-o com a pergunta: por que a retomada aconteceu no âmbito do SFH e não no âmbito do SFI, se o primeiro era considerado esgotado, regressivo e insuficiente, enquanto o último era considerado a solução mais eficiente?

A proposta de criação de um novo sistema de financiamento em um contexto de reformas liberalizantes tratou de restringir o papel do Estado no direcionamento de recursos para a habitação. A tentativa de criação de um sistema “market friendly” justifica sua ênfase na questão do reforço nas garantias dos contratantes e a redução das assimetrias de informação. Estas, por sua vez, ajudam na identificação do SFI com a NEI, como já apontara Royer (2009). Aparentemente as mudanças no arcabouço jurídico oferecem apenas parte da resposta, mas não o suficiente para apresentar isoladamente uma solução satisfatória ao problema de pesquisa proposto. Evidentemente a retomada dos financiamentos habitacionais no Brasil não foi resultado

de uma única medida. A opção foi reunir as mudanças institucionais que colaboraram nesse sentido em três frentes. São elas: a maior estabilidade institucional representada pelo aumento da capacidade das autoridades monetárias em garantir a estabilidade da moeda; as mudanças no arcabouço jurídico que propiciaram mais seguranças para os contratos; o tratamento do rombo no FCVS e a reestruturação da CEF que, em conjunto, liberaram espaço para a retomada do direcionamento dos recursos das cadernetas de poupança para os financiamentos habitacionais. As subseções seguintes tratam das mudanças institucionais em cada uma das três frentes identificadas.

4.1 O PAPEL DA ESTABILIDADE DA MOEDA

A tomada de decisão por parte dos agentes envolvidos na contratação de um financiamento habitacional ocorre, necessariamente, em um ambiente de incerteza. Assim sendo, as evoluções positivas de variáveis macroeconômicas são importantes para convencionar uma forma de atuação dos agentes que favoreça os investimentos. Ao contrário, a instabilidade macroeconômica, manifestada na elevada taxa de juros e em suas alterações bruscas, foi identificada por Royer (2009) como a principal dificuldade para uma atuação mais efetiva do SFI desde sua criação. Estabelecer um mercado para CRI em um contexto de instabilidade não seria tarefa fácil. Conseqüentemente, a ocorrência de um bom desempenho em um sistema construído para contar com fontes voluntárias de recursos seria tão improvável quanto a retomada dos financiamentos no âmbito do SFH. Partindo de um âmbito mais geral, uma primeira vertente de mudanças institucionais que possibilitaram a retomada da contratação em volume expressivo de financiamentos habitacionais pode ser encontrada na evolução da moeda, uma instituição importante para a possibilidade de financiamentos de longo prazo. Compreender a trajetória recente dessa instituição e seus efeitos sobre os volumes de contratações são os propósitos desta subseção.

A moeda é uma instituição fundamental para o funcionamento do mercado de financiamentos habitacionais e, por sua vez, precisa da capacidade das autoridades monetárias em manter o acordo social que torna possível a manutenção da sua utilização nas relações econômicas. Nesse quesito, a economia brasileira sofreu severas restrições desde o final da década de 1970. As peculiaridades do caso brasileiro se manifestam na forma como os agentes trataram a moeda no período após a criação da correção monetária. De fato, era a moeda indexada que possuía a atribuição de reserva de valor, enquanto a moeda escritural sofria a constante desvalorização manifestada no processo inflacionário. No Brasil, também os imóveis foram utilizados como reserva de valor, ao longo do período de grande instabilidade, por parte daqueles agentes que estavam aptos à aquisição dos mesmos⁶⁶.

A revisão da crise do SFH realizada no capítulo anterior evidenciou as dificuldades de formatação de políticas de financiamento habitacional em um contexto de instabilidade econômica⁶⁷. Mesmo que houvesse interesse dos gestores públicos em aumentar os financiamentos habitacionais, o resultado não seria satisfatório, pois:

[...] em um cenário de alta inflação e elevada incerteza, uma emissão forçada – por decisão de política econômica – de *finance* pode não se direcionar ao investimento produtivo, ou, mais precisamente, deve se deslocar para o circuito de valorização financeira (da moeda indexada). Nessas condições inexistem mecanismos, financeiros e reais, que possibilitem à liquidez financeira ampliar o investimento e, portanto, o emprego (CINTRA, 1999, p. 129).

Esse parece ter sido o caso dos financiamentos concedidos pela CEF no governo Fernando Collor de Mello, por determinação da ministra da Ação Social, Margarida Procópio. Na avaliação de Costa (2010b), os empréstimos foram concedidos sem utilizar critérios técnicos apurados e se revelaram prejudiciais à CEF, sem serem benéficos em termos de geração de emprego e renda. Ou seja, existem evidências teóricas e empíricas apontando para a impraticabilidade do financiamento habitacional em períodos de elevada inflação no qual a moeda não cumpre plenamente suas funções.

⁶⁶ Quanto aos demais, a convenção era de que a obtenção de um espaço de moradia – mesmo que precário e irregular – deveria ser prioritária e, na impossibilidade de obtenção de recursos de terceiros, o autofinanciamento se revelou uma alternativa de manutenção de riqueza. O assunto foi tema da tese de doutorado de Carolina Maria de Castro (1999), com o título *A explosão do autofinanciamento na produção de moradias em São Paulo nos anos 90*. Botelho (2007) também destaca esse assunto.

⁶⁷ Carneiro e Valpassos (2003) elaboraram uma análise minuciosa sobre os problemas que a instabilidade econômica provoca nos financiamentos habitacionais.

De fato, os riscos da atividade bancária aumentam em períodos de alta inflação, o que dificulta a realização de financiamentos de longo prazo (PAULA, 2000). O Plano Real conseguiu reduzir os índices de inflação para níveis significativamente inferiores aos que vigoravam nos períodos anteriores à data em que entrou em vigor. Medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA, da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, a inflação acumulada ao longo do ano de 1995 ficou em 22,41%, em 1996 foi 9,56% e em 1997 ficou em 5,22%. Com a manutenção do poder de compra da moeda alcançada, um impedimento foi removido, e podia-se esperar a retomada dos financiamentos habitacionais. No entanto, foi constatado que:

[...] os programas de estabilização dos anos 90 ancorados na taxa de câmbio e no influxo de capitais externos evidenciaram que a inflação baixa é condição necessária, porém não suficiente, para ampliar e consolidar uma base de financiamento interno de longo prazo (CINTRA, 1999, p. 172-3).

A moeda é uma instituição necessária para o estabelecimento de um modelo de financiamento habitacional, mas não se pode garantir por decreto que irá cumprir suas funções. Depende da capacidade das autoridades monetárias em garantir o seu funcionamento e, mesmo após o início da vigência do Plano Real, essa capacidade esteve várias vezes em cheque.

Em 1997, quando foi lançado o SFI, o Brasil ainda vivia o processo de consolidação do novo padrão monetário e a lógica da “âncora” cambial era questionada com a pressão sobre o Balanço de Pagamentos brasileiro em cada crise externa. A Tabela 4, a seguir, apresenta as principais contas do Balanço de Pagamentos e permite visualizar que o saldo negativo da conta de serviços e rendas – habitual na economia brasileira – foi acompanhado por um saldo negativo na balança comercial. Este, por sua vez, possibilitava uma maior concorrência no mercado interno com a entrada de produtos importados, ajudando no combate à inflação.

Em US\$ milhões

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Balança Comercial (FOB)	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2650	13121	24784	33641
Serviços e Rendas (líquido)	-18541	-20350	-25252	-28299	-25825	-25048	-27503	-23148	-23483	-25198
TRANSAÇÕES										
CORRENTES	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335	-24225	-23215	-7637	4177	11679
CONTA CAPITAL E										
FINANCEIRA	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27052	8004	5111	-7523
Investimento Direto	3309	11261	17877	26002	26888	30498	24715	14108	9894	8339
Investimento em Carteira	9217	21619	12616	18125	3802	6955	77	-5119	5308	-4750
ERROS E OMISSÕES	2207	-1800	-3255	-4256	194	2637	-531	-66	-793	-1912
RESULTADOS DO BP	12919	8666	-7907	-7970	-7822	-2262	3307	302	8496	2244

Tabela 4 – Balanço de Pagamentos: Brasil, 1995 – 2004.

Fonte: Banco Central do Brasil.

O financiamento do balanço de pagamentos era proporcionado pelos investimentos externos diretos e pela entrada de capitais em carteira. Estes últimos tinham sua volatilidade comprovada em cada turbulência na economia mundial. A fuga rápida de capitais externos caracterizava um ataque especulativo contra o Real e uma aposta na sua desvalorização. O mecanismo de defesa utilizado pelo governo, com o aumento da taxa de juros, era um paliativo para uma desvalorização cambial que se mostrava iminente. Com ela, vinha o temor do retorno da inflação. Assim, a estabilidade monetária não estava garantida, pois dependia da capacidade de resposta aos ataques especulativos. De fato, o país passou por bruscas elevações na taxa básica de juros, como mostra o Gráfico 1, a seguir.

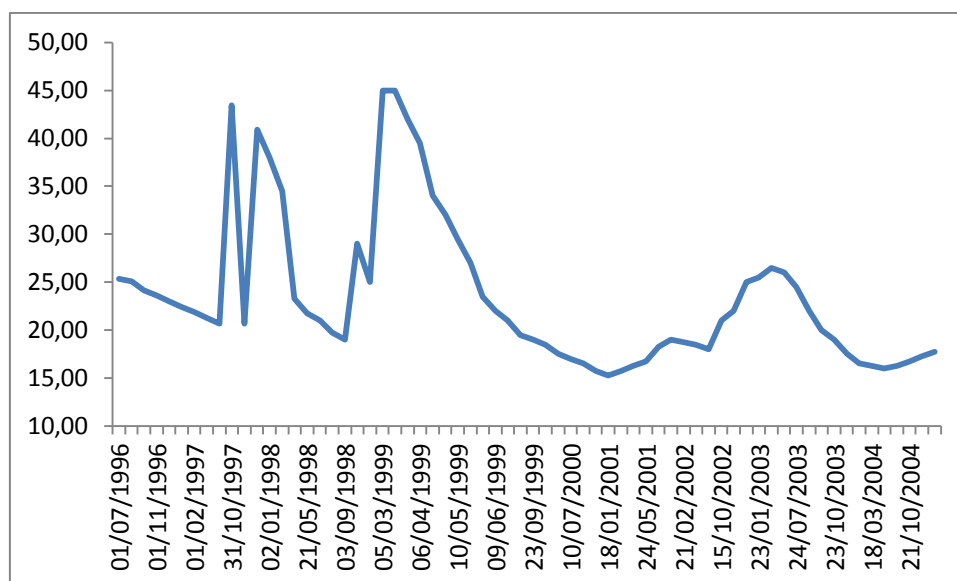


Gráfico 1 – Mudanças* na Taxa de juros – Selic – fixada pelo Copom – (% a.a.). Brasil: 1996 – 2004

Fonte: IPEADATA.

* O eixo horizontal não deve ser lido como uma escala de tempo contínuo, pois o gráfico contempla somente os momentos de mudança na taxa estabelecida como meta para a SELIC.

São registrados quatro choques de política monetária, sendo o primeiro no dia 31 de outubro de 1997, justificado pela crise dos países asiáticos, quando a taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC passou de 20,70% ao ano para 43,41%. O segundo ocorreu em 1º de dezembro de 1997, quando passou de 20,70% ao ano para 40,92%. O terceiro, em 17 de dezembro de 1997, de 19% ao ano para 29%. E, já depois da desvalorização cambial em janeiro de 1999, o terceiro choque ocorreu em 05 de março de 1999, quando passou de 25% ao ano para 45%. Portanto, se o Plano Real conseguiu reduzir a inflação, não se pode afirmar que tenha conseguido um ambiente propício ao financiamento de longo prazo. Primeiro havia o risco do próprio retorno da inflação se ocorresse uma desvalorização cambial superior ao programado pela política econômica. Além disso, o desequilíbrio externo, manifestado na necessidade de operações anuais de regularização com entrada de recursos provenientes de empréstimos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), entre 1998 e 2003, e as variações bruscas nas taxas de juros tornavam o ambiente muito difícil para o início das operações de financiamento de longo prazo, especialmente as contratadas no âmbito do SFI, ou seja, contratadas tendo por referência taxas de juros de mercado.

Com a desvalorização do Real em janeiro de 1999, a inflação contrariou a visão pessimista e não desenvolveu uma trajetória explosiva. Como a âncora cambial não seria mais utilizada, o país precisava de um novo arranjo macroeconômico. A opção foi pelo tripé: metas de inflação, austeridade fiscal e câmbio livre. Evidentemente que, estabelecer uma nova formatação para o direcionamento das políticas macroeconômicas exige um tempo para que os agentes se adaptem ao seu funcionamento. Por ser o sistema de metas de inflação muito dependente da credibilidade do Banco Central, no horizonte de planejamento dos agentes existiam dúvidas sobre a sua permanência. O que aconteceria quando a inflação superasse o limite superior da meta e qual a possibilidade de continuidade após o processo eleitoral são dois exemplos de acontecimentos que colocavam em dúvida o êxito desse novo arranjo de política macroeconômica.

De fato, após o processo eleitoral de 2002, que resultou na vitória da oposição, a opção foi pela continuidade do sistema de metas de inflação e do câmbio flutuante, além do reforço no comprometimento da austeridade fiscal manifestado no aumento da meta de superávit primário. Com esse arranjo, o equilíbrio externo deveria ser obtido com o câmbio flutuante e a movimentação de capitais, mas também foi facilitado pelo crescimento da economia mundial e pelo aumento na demanda externa pelos produtos da pauta de exportações brasileira. No que tange à inflação, o Banco Central precisou elaborar cartas abertas ao Ministério da Fazenda em 2002, 2003 e 2004 explicando as causas que impediram o alcance da meta para cada ano, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, e o prazo esperado para as providências tomarem efeito.

Assim, pode-se concluir que até 2004 não havia garantia da capacidade das autoridades monetárias em assegurar a estabilidade da moeda, pois estava, em um primeiro momento, refém da âncora cambial e, em um segundo momento, da manutenção da credibilidade que o sistema de metas de inflação adotado exigia. Com a instabilidade na instituição moeda, que perdurou até o início de 2004, seria muito difícil estabelecer o pleno funcionamento do SFI a ponto de este ser reconhecido como a solução para o financiamento habitacional no Brasil. As instituições que compõem o próprio mercado de financiamentos habitacionais também passaram por profundas transformações desde 1997. O arcabouço jurídico que regulamenta os financiamentos

habitacionais foi sendo construído ao longo do tempo em um processo evolutivo. O propósito da próxima subseção é compreender os principais movimentos na construção desse novo arcabouço jurídico.

4.2 AS MUDANÇAS NO ARCABOUÇO JURÍDICO QUE REGULAMENTA O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

Por se tratar de um bem cuja posse e comercialização são regulamentadas, a análise do desempenho do mercado de habitações formais não pode prescindir da avaliação do ambiente jurídico em que ocorrem os negócios. A regulamentação do mercado de financiamento habitacional brasileiro passou por mudanças significativas a partir da criação do SFI, sendo que as leis também apresentaram reflexos no SFH. De um modo geral, as mudanças na legislação que normatiza os financiamentos habitacionais foram no sentido de ampliar as garantias, em especial as dos credores, pois a intenção com o SFI era disponibilizar recursos por meio da securitização de créditos. O Quadro 3, a seguir, apresenta os principais pontos jurídicos que regulamentam os financiamentos habitacionais⁶⁸, especialmente aqueles contratados dentro do SFI, começando pela Lei 9.514/97, que o instituiu.

⁶⁸ O quadro com as principais modificações legais foi elaborado de acordo com o aparecimento nas referências pesquisadas, em especial Moraes (2008), que compilou a avaliação sobre o tema feita pelo Instituto Brasileiro de Estudos Financeiros e Imobiliários – IBRAFI.

Nº da Lei / Resolução	Mudanças de mais impacto
Lei nº 9.514, de 20/11/1997	Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel
Resolução Bacen nº 2.686/00, de 26/01/2000	Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objetivo exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
Lei nº 10.188, de 12/02/2001	Cria o Programa de Arrendamento Residencial – PAR
Resolução Bacen nº 2.836/01, de 30/05/2001	Altera e consolida normas sobre cessão de créditos
Resolução Bacen nº 3.005/01, de 30/07/2002	Os CRIs passam a ser aceitos para fins de cumprimento das exigibilidades dos agentes operantes do subsistema SBPE do SFH
Instrução da CVM nº 400, de 29/12/2003	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários
Lei nº 10.931, de 02/09/2004	Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letras de Crédito Imobiliário, Células de Crédito Imobiliário e Célula de Crédito Bancário
Instrução da CVM nº 414, de 30/12/2004	Dispõe sobre o registro de companhias abertas para companhias securitizadoras de crédito imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)
Lei nº 11.101, de 09/02/2005	Estabelece a nova disciplina da falência e da reorganização de empresas em dificuldades
Instrução da CVM nº 442, de 08/12/2006	Altera a Resolução da CVM nº 400, de 29/12/2003
Instrução da CVM nº 443, de 08/12/2006	Altera a Resolução da CVM nº 414, de 30/12/2004

Quadro 3 – Principais pontos jurídicos dentro do SFI

Fonte: elaboração própria, com base em Moraes (2008).

Como visto no capítulo anterior, a Lei 9.514/1997, que criou o SFI, também instituiu a alienação fiduciária para os imóveis. Com essa possibilidade, o imóvel financiado pertence ao agente financeiro e só será do comprador quando a dívida for quitada. Indubitavelmente, melhorou a garantia do agente financeiro, pois, em tese, nos casos de inadimplência os bens podem ser retomados rapidamente. No entanto, é natural que os efeitos não sejam imediatos, pois leva algum tempo para que as soluções da

inadimplência nos contratos com essa garantia formem uma jurisprudência sobre o assunto. Embora indispensável para a formatação do SFI, mais de uma década depois da alienação fiduciária entrar em vigor os resultados desse sistema ainda não são animadores. Por outro lado, a possibilidade jurídica da alienação fiduciária de imóveis parece ter sido positiva para o SFH⁶⁹.

Entre os demais aspectos jurídicos relevantes para os financiamentos imobiliários e, mais especificamente, para o SFI, encontra-se a Resolução nº 2.686/00, que estabelece as condições para as cessões de créditos imobiliários realizadas por instituições financeiras a companhias securitizadoras nos termos da Lei nº 9.514/1997. A Resolução do Banco Central nº 2.836/01 altera e consolida as normas sobre cessão de créditos. Trata-se de um aprimoramento do processo de cessão de créditos para o processo de securitização, que, como se pode esperar, não ocorreria imediatamente após a promulgação da lei em 1997. As mudanças jurídicas costumam necessitar um tempo para consolidar as normas e possibilitar a incorporação das rotinas por parte dos agentes.

A Resolução 3.005/2002 permitiu aos agentes financeiros operantes do SBPE contabilizar as aquisições que fizessem de CRIs, de emissão de companhias securitizadoras, para fins de cumprimento da exigibilidade de direcionamento de recursos. Trata-se de um reconhecimento explícito de que o SFI não havia conseguido, até aquele momento, alavancar os recursos que pretendia, uma vez que passou a utilizar recursos da caderneta de poupança. O que “não deixa de ser contraditório, quando se lembra que os setores que se mobilizaram pela instituição do SFI propugnavam um sistema de mercado, livre das amarras da intervenção estatal e sem garantias implícitas ou subsídios do Governo Federal” (KÖHLER, 2003, p. 119).

A Instrução nº 400/2003 da CVM refere-se à oferta pública de distribuição de valores mobiliários (o que inclui os CRIs), esclarecendo logo em seu primeiro artigo a sua finalidade:

[...] assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas (CVM, 2003a).

⁶⁹ Ver seção 5.1, no próximo capítulo.

Ao exigir que a companhia emissora oferecesse informações mais detalhadas, a pretensão da CVM foi beneficiar os investidores ao mesmo tempo em que permitir maior agilidade na captação de recursos. É possível identificar que tanto as resoluções do Banco Central quanto as instruções da CVM seguiram a agenda das chamadas microrreformas, defendidas, na época, pelos gestores da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda.

Enquanto eram processadas essas alterações na regulamentação do SFI, o governo também apresentou uma nova forma de relação jurídica nos financiamentos destinados aos estratos inferiores de renda constituída no âmbito do Programa de Arrendamento Residencial – PAR. Trata-se de regulamentar a opção de arrendamento residencial com possibilidade de compra. Na condição de agente operador do programa, a CEF ficou autorizada a criar um fundo financeiro com o fim exclusivo de segregação patrimonial e contábil dos haveres financeiros e imobiliários do PAR. Assim, com os recursos orçamentários alocados no Fundo de Arrendamento Residencial – FAR⁷⁰, a CEF poderia comprar imóveis e arrendá-los à população de baixa renda. Com essa medida o governo pretendia obter uma solução mais rápida para os casos de inadimplência, visto que bastaria propor uma ação de reintegração de posse, uma vez que o imóvel permaneceria de posse do FAR até o final do contrato com a opção de compra por parte do mutuário. Mesmo com resultados incipientes em termos de número de contratos assinados, esse novo instrumento jurídico pode ter servido de referência para a política habitacional implantada posteriormente⁷¹.

Uma mudança significativa na regulamentação dos financiamentos à habitação no Brasil ocorreu com a promulgação da Lei nº 10.931, de agosto de 2004, que dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias⁷², Letra de Crédito

⁷⁰ Para atendimento exclusivo das finalidades do PAR, a CEF poderia utilizar os recursos de outros fundos e programa em extinção, transferindo-os para o FAR. Inicialmente, a principal fonte de recursos foi o Fundo de Desenvolvimento Social – FDS, que foi criado pelo Decreto nº 103, de 22/04/1991, e continua em operação. Outra opção era tomar recursos junto ao FGTS, na forma de empréstimo ou mesmo subsídios.

⁷¹ Ver capítulo 6, adiante.

⁷² A mudança na legislação pode ser claramente identificada como tentativa de impedir um novo caso como o da construtora ENCOL, que faliu em 1999, deixando mais de setecentas obras inacabadas, causando grande prejuízo não apenas para os compradores, mas também à própria credibilidade dos registros contábeis do setor de construção.

Bancário (LCB), Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e Cédula de Crédito Bancário (CCB). O patrimônio de afetação impede a utilização dos recursos das vendas em um empreendimento fora do mesmo. Assim, cada empreendimento não responde pelas demais obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos. Por outro lado, o patrimônio da incorporadora responderá pelas dívidas tributárias da incorporação afetada. O artigo 7º sintetiza a principal alteração ao proclamar que o incorporador fica obrigado a manter escrituração contábil segregada para cada incorporação submetida ao regime especial de tributação criado por essa lei (BRASIL, 2004a). Dessa forma, os compradores e credores de um imóvel em construção ficam vinculados ao empreendimento que está sendo construído e não mais à empresa responsável pelo empreendimento imobiliário. Se a empresa responsável falir, o empreendimento não integrará sua massa falida, o que amplia as garantias dos agentes financeiros que adiantaram recursos para as construtoras e também dos compradores. Na prática, cada empreendimento imobiliário passa a funcionar como uma “empresa autônoma”, separada da contabilidade da empresa responsável por sua construção. Isso garante que os recursos do comprador sejam alocados na sua unidade, pois a empresa responsável não pode misturá-los com os seus e tampouco utilizá-los em outro empreendimento.

Além de instituir a LCB, nos moldes do que já existia nas LIs criadas com a legislação que instituiu o SFI em 1997, a Lei 10.931/2004 também instituiu a CCI para representar créditos imobiliários passíveis de securitização por CRI. Nos dois instrumentos financeiros criados e na alteração nas Letras de Crédito Imobiliário – LCI, a intenção era permitir a alienação fiduciária dos bens que originaram os créditos. No caso de emissão de CRI lastreado em créditos representados por CCI, também passou a existir a obrigatoriedade de mencionar o patrimônio separado a que estão afetados (BRASIL, 2004a). Em suma, o objetivo foi melhorar a qualidade do crédito para torná-lo mais atrativo para o processo de securitização.

Nesse mesmo sentido, outra reforma legal de significativo efeito proporcionada pela Lei 10.931/2004 foi a obrigatoriedade do pagamento do incontroverso (BRASIL, 2004a). No passado, qualquer discussão judicial dos termos de um contrato habitacional levava à suspensão dos pagamentos. Como o resultado da ação demorava a sair, e como, enquanto não havia decisão, o mutuário morava de graça, havia estímulo

ao litígio judicial por parte dos mutuários e desestímulo à oferta de novos financiamentos por parte dos agentes financeiros. Com a nova legislação, se o mutuário entrar na justiça para discutir o contrato de financiamento deve identificar, de imediato, a parcela da prestação que não é questionada – o chamado incontroverso –, a qual deve continuar sendo paga. Ou seja, no mínimo a amortização do valor principal financiado deverá ser pago mensalmente, o que desestimula a estratégia de buscar a justiça para postergar o pagamento enquanto utiliza o imóvel⁷³.

A Instrução nº 414 da CVM tem por finalidade “assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento a ser dado aos ofertados e dos requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, os CRI ofertados, a companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas” (CVM, 2004). As instruções nº 442 (CVM, 2003b) e nº 443 (CVM, 2006) alteram, respectivamente, as instruções nº 400 e nº 414, sempre no sentido de oferecer mais e melhores informações para os investidores. Especificamente a Instrução nº 443 estipula o limite máximo de 20% dos créditos que lastreiam um CRI serem originados de um mesmo devedor ou coobrigado, reduzindo, assim, o risco associado ao certificado.

Por sua vez, a Lei de Falências procurou tornar mais céleres e eficientes os processos falimentares e de recuperação de empresas. Entre os seus objetivos estava a redução do custo do crédito. Nesse sentido, propôs a substituição da concordata, criando a figura da empresa em recuperação judicial, com o oferecimento aos credores de um plano de recuperação envolvendo negociações e concessões mútuas (BRASIL, 2005a). Dessa forma, os credores aumentam o poder de decisão na defesa de seus interesses, o que favorece a oferta de recursos livres para o *finance* das construtoras.

Enfim, as modificações jurídicas foram no sentido de aumentar as garantias e dar efetividade ao SFI. Não parece existir algum empecilho legal, pois na opinião dos profissionais colhida nos sites da ABECIP, da ABRAFI, na Revista do SFI e em apresentações realizadas nos eventos relacionados com o tema é unânime a constatação da existência de um arcabouço jurídico moderno e adequado ao amadurecimento dos

⁷³ A controvérsia em torno da capitalização de juros somente veio ser resolvida mais tarde, em 2010, com a Súmula 450 do Superior Tribunal de Justiça, que estabelece: “Nos contratos vinculados ao SFH, a atualização do saldo devedor antecede sua amortização pelo pagamento da prestação.”. Os contratos antigos, que utilizavam a tabela PRICE, chegaram a gerar amortizações negativas e muitas disputas judiciais. Com a utilização da tabela SAC e a legislação exigindo o pagamento do incontroverso, o retorno do capital fica mais seguro.

financiamentos habitacionais com recursos do mercado. No entanto, os números evidenciam a incapacidade de uma resposta imediata do SFI. Desde sua criação foram necessários diversos aprimoramentos na legislação (que pode ser considerada como consolidada apenas em 2004), e também foi preciso tempo para o investidor reconhecer no CRI uma opção de investimento.

Se ao final de 2004 os aspectos jurídicos que tratam dos financiamentos habitacionais estavam consolidados, somente essa vertente de mudanças institucionais não parece suficiente para explicar a dinâmica desse mercado. Com a estabilidade das variáveis macroeconômicas, em especial a consolidação de um padrão monetário e a regulamentação dos aspectos jurídicos, ambos ocorridos no final de 2004, poder-se-ia esperar a retomada dos financiamentos habitacionais a partir de então, dessa vez intensificados no âmbito do SFI. Ao menos essa era a intenção de alguns formuladores de políticas econômicas, como mostra a citação a seguir:

Queria completar minha participação [no Seminário Internacional de Crédito Imobiliário realizado em São Paulo, em outubro de 2005] dizendo que o Ministério da Fazenda tem trabalhado muito no sentido de qualificar e melhorar o ambiente regulatório, visando viabilizar o crescimento do mercado livre do crédito imobiliário. Logicamente, que muitas das medidas se aplicam aos sistemas vigentes: ao SFH, ao direcionamento de crédito, às operações do FGTS. No entanto, o nosso foco, a nossa aposta, é no crescimento do SFI. Antonia Portela Lima, Coordenadora da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (LIMA, 2007, p. 42).

Não foi o que aconteceu. Para entender a retomada nos financiamentos habitacionais no âmbito do SFH ainda falta tratar de um bloco de mudanças institucionais no mercado de financiamentos habitacionais que permitiram a sua reestruturação.

4.3 A SECURITIZAÇÃO DOS CRÉDITOS DO FCVS E A REESTRUTURAÇÃO DA CAIXA ECONÔMICA FEDERAL

Como visto no capítulo anterior, o FCVS passou a se constituir em um problema para o SFH, pois o seu desequilíbrio, além de evidenciar a insustentabilidade do financiamento habitacional em um regime de inflação muito elevada, também drenava recursos do sistema, uma vez que os créditos das instituições financeiras junto ao FCVS podiam ser integralmente abatidos das obrigações de direcionamento dos recursos em cadernetas de poupança e Letras Imobiliárias. Quando foi lançado o PROER, como tentativa de sanar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), os bancos em dificuldades puderam equilibrar seus balanços obtendo recursos do programa com lastro nos direitos creditórios contra o FCVS. Esses direitos serviam como garantia ao BACEN, que emprestava recursos em troca da opção de compra dos créditos com deságio e permitia ao banco registrar o valor do financiamento em seu passivo, enquanto os direitos creditórios eram contabilizados no ativo pelo valor de face⁷⁴. Os bancos que venderam seus créditos continuaram como titulares dos contratos, podendo utilizar os seus valores para cumprir com a exigibilidade de direcionamento aos financiamentos habitacionais dos recursos captados no âmbito do SBPE, ao mesmo tempo em que ficavam responsáveis pelo processo de novação/securitização da dívida. No caso dos bancos que foram liquidados no âmbito do PROER, coube à CEF assumir as carteiras imobiliárias. Também no caso da própria CEF a assistência financeira do PROER recebida teve como garantia os créditos que a mesma possuía junto ao FCVS.

Toda a movimentação dos créditos junto ao FCVS no âmbito do PROER serviu para melhorar a higidez do SFN e não parecia haver a preocupação em solucionar o problema que o FCVS representava para o SFH, pois o diagnóstico já apontava a incapacidade deste em atender a demanda potencial por novas habitações. A esperança estava depositada em uma solução de mercado, que, mais tarde, foi desenvolvida na criação do SFI.

A primeira tentativa no sentido de resolver o rombo do FCVS foi anunciada na Medida Provisória 1.520/1996, que autorizava a novação das dívidas, mediante securitização, a ser celebrada entre cada credor e a União. A MP propunha uma solução

⁷⁴ Granja (2008) exemplifica esse mecanismo com o caso relatado na Comissão Parlamentar de Inquérito sobre o PROER, que identificou na compra dos direitos creditórios dos bancos Bradesco, Itaú, Real e Unibanco junto FCVS uma manobra financeira que permitiu a melhora do passivo do Banco Nacional antes da sua liquidação.

para o problema, mas, em termos práticos, o processo inicia com a transformação da MP na Lei nº 10.150, de 21/12/2000, apresentando elevados custos burocráticos, como constatou Granja (2008). O processo transcorre de forma que, quando o mutuário finaliza sua participação, liquidando a dívida antecipadamente ou ao término do prazo contratual, o agente financeiro habilita o respectivo contrato visando ao recebimento dos saldos de responsabilidade do FCVS. A CEF, como sua administradora, analisa a documentação apresentada pelo agente financeiro e se manifesta acerca do reconhecimento da titularidade, da liquidez e da certeza da dívida (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010, p. 12). Se for certificada a dívida do FCVS, o ressarcimento é feito em forma de novação, nas condições previstas na Lei 10.150/2000 (BRASIL, 2000). Dessa forma, a União assume a dívida, entregando títulos de dívida de emissão do Tesouro (chamado de CVS), com novas condições de pagamento, remuneração e prazo.

Na Lei 10.150 ficou estabelecido o prazo máximo para a novação de trinta anos, contados a partir de 1º de janeiro de 1997, com carência de oito anos para os juros e de doze para o principal. A remuneração prevista era a TR mais 3,12% de juros para as operações realizadas com recursos do FGTS, ou 6,17%, equivalente à taxa de juros aplicada aos depósitos em Caderneta de Poupança, para as demais operações (BRASIL, 2000). Ou seja, a União se comprometeu a pagar as dívidas do FCVS de acordo com a fonte original dos recursos.

No entanto, como os créditos junto ao FCVS continuavam sendo aceitos para fins de alcance dos percentuais de direcionamento obrigatório, somente com a amortização das dívidas assumidas pela União é que aumentaria a disponibilidade de recursos oriundos da Caderneta de Poupança para os financiamentos no subsistema SBPE, no âmbito do SFH. Dessa forma, os efeitos poderiam ocorrer somente a partir de 2006, com o final da carência no pagamento dos juros, e a partir de 2009, com o final da carência para o pagamento do principal, mas os números mostram que a retomada do SFH foi anterior.

Efetivamente, a situação começou a mudar com a Medida Provisória nº 2.155, de 22 de junho de 2001, que estabeleceu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais e autorizou a criação da Empresa Gestora de Ativos – ENGEA (BRASIL, 2001). O Relatório de Atividades da CEF resume a operação realizada em 2001:

Cessão da totalidade da carteira de crédito imobiliário com cobertura e parte da carteira sem cobertura do Fundo de Compensações Salariais (FCVS) para a Empresa Gestora de Ativos – ENGEA (empresa criada pelo Decreto nº 3.848, de 26 de junho de 2001) pelo valor contábil⁷⁵, que corresponde a R\$26.613.556, líquido de provisões, cujo pagamento foi realizado por meio de assunção de dívida da CAIXA com o FGTS (R\$26.188.122), Fundo de Apoio à Produção de Habitações para a População de Baixa Renda (382.710) e Fundo de Desenvolvimento Social (42.724) (CEF, s.d., p. 35).

Com a reestruturação patrimonial da CEF, o saldo do crédito direcionado para habitação, que era de R\$ 47,5 bilhões, ficou em apenas R\$ 19,5 bilhões em junho de 2001. Ao repassar sua carteira imobiliária para a ENGEA, a CEF permitiu dois movimentos que ajudaram a retomada dos financiamentos no âmbito do SFH. Sua dívida com o FGTS ficou sob a responsabilidade da União, por intermédio da ENGEA, o que melhorou a situação financeira do FGTS, pois com a securitização o mesmo trocou um montante significativo de créditos de liquidação duvidosa junto à CEF por títulos mobiliários, que podem ser negociados junto aos investidores. Dessa forma, na medida em que o processo de securitização vai avançando, aumenta a disponibilidade de recurso para o FGTS voltar a financiar no âmbito do SFH. Por outro lado, a CEF – maior operadora do subsistema SBPE – diminuiu a “sobreaplicação” que existia na sua carteira imobiliária e nos créditos junto ao FCVS para alcançar o direcionamento obrigatório dos recursos depositados no âmbito SBPE, abrindo espaço para um possível retorno aos financiamentos habitacionais com origem nesses recursos. Portanto, pode-se concluir que os dois subsistemas em operação dentro do SFH foram beneficiados com a reestruturação efetivada.

Na Tabela 5, a seguir, estão informações sobre a evolução de rubricas selecionadas do Ativo Circulante e do Ativo Realizável à Longo Prazo que compuseram os balanços patrimoniais da CEF, de 2001 a 2009. Percebe-se claramente que, logo após a reestruturação, a preferência dos gestores foi por utilizar os recursos na compra de títulos públicos. O crescimento nominal dos recursos aplicados em *Títulos e valores mobiliários* foi de 183,9% entre 2001 e 2002, passando de R\$ 3,2 bilhões para R\$ 9,2 bilhões. Mesmo com a devida ressalva de que houve mudança na contabilização do

⁷⁵ Em mil Reais.

valor dos títulos, o crescimento é inquestionável, tendo alcançado R\$ 44,5 bilhões em 2003, com crescimento nominal de 381,94% em relação a 2002.

	Em R\$ mil								
	2001	2002*	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Circulante	18.776	35.311	76.954	90.202	95.062	115.654	125.416	139.802	153.654
Títulos e valores mobiliários	3.259	9.253	44.595	50.927	42.234	50.392	57.834	51.031	52.974
Financiamento Imobiliário	445	340	3.430	3.610	4.201	5.235	6.635	8.479	12.328
Realizável à Longo Prazo	80.070	90.621	71.155	55.237	91.369	91.469	121.692	152.789	182.947
SFH	20.233	20.460	21.022	16.237	19.720	21.534	21.165	23.145	24.570
Financiamento Imobiliário	12.835	14.411	12.989	13.615	16.006	20.877	25.838	36.595	58.191
Total de ATIVO	101.330	128.417	150.495	147.786	188.677	209.532	249.636	295.920	341.831

Tabela 5 – Contas selecionadas dos balanços patrimoniais da Caixa Econômica Federal, (2001 – 2009)

Fonte: Balanço Patrimonial CEF, diversos anos.

* A Circular nº 3.068/2001 do BACEN impõe a adoção do valor justo (marcação a mercado) para avaliar a carteira de títulos e valores mobiliários, em substituição ao custo histórico.

Na comparação com os outros bancos, a CEF tinha, até 2002, poucos recursos aplicados em títulos e valores mobiliários, mas, depois da reestruturação, passou a ocupar a quarta posição no ranking dos agentes financeiros nesse quesito. Os recursos livres encontraram nos títulos públicos uma opção segura e lucrativa. No entanto, não seria essa a sua missão histórica, como afirma um dos seus vice-presidentes empossados em 2003:

Sua função social era criar *liquidez efetiva ou real* a partir da validação monetária de algum ato de compra e venda, na área imobiliária. Expandia o emprego, a renda e a riqueza. Essa *liquidez monetária* era lastreada em *dívida direta* que tinha como limite a garantia real patrimonial. Com sua reestruturação, a Caixa passou a ter *liquidez financeira*, derivada de *dívida* – pública ou interfinanceira – *indireta*, cujo único limite era a confiança e/ou credibilidade do Tesouro Nacional. Passou a contemplar negócios com ativos financeiros de curto prazo, inclusive títulos de dívida pública resgatáveis antes do prazo vencido. Teve que aprender a lidar com os investidores do mercado, hipoteticamente, os únicos domadores do tigre de papel.

Os resultados desse aprendizado de sua tesouraria, registrados nos balanços de 2003 ao do 1º semestre de 2007, podem ser avaliados. Foram R\$ 56 bilhões de receita com títulos e valores mobiliários, acumulados nos quatro anos do primeiro mandato do governo Lula. Descontando os R\$ 20 bilhões gastos com operações compromissadas, resultaram em R\$ 36 bilhões contabilizados na tesouraria para se descontar então as despesas com o *floating* e as administrativas. Como estas, na tesouraria, foram relativamente baixas, os lucros derivados, direto ou indiretamente, de suas atividades foram até então os mais expressivos da história da Caixa Econômica Federal (COSTA, 2010c, grifos no original).

Por ser o principal agente operador do sistema, a reestruturação da CEF tem um papel importante na retomada dos financiamentos no âmbito do SFH. Ainda que não seja a sua função histórica, é necessário reconhecer que a rentabilidade conseguida com os títulos públicos ajudou em sua higidez, o que permitiria maior ousadia na oferta de crédito imobiliário. Mas o risco era que seus gestores optassem pela alternativa mais simples e lucrativa ao invés de cumprir com a função de prover recursos para a habitação. É nesse sentido que se podem encontrar nesse período evidências da importância do direcionamento obrigatório de recursos.

A opção do CMN com a Resolução nº 3.005, em 30 de julho de 2002, foi por um misto de ações que ampliavam e ações que reduziam o volume de recursos para cumprir com a exigibilidade do direcionamento de recursos captados pelos integrantes do SBPE. De início a própria exigibilidade foi reduzida, de tal forma que, a partir de então, no mínimo 65% deveriam ser destinados a operações de financiamento imobiliário (antes era 70%), 20% deveriam ser recolhidos como encaixe obrigatório no BACEN, ficando livres os recursos remanescentes. Dos 65% que obrigatoriamente deveriam ser destinados ao financiamento imobiliário, 80% deveriam ser financiamento habitacional no âmbito do SFH, e o restante em financiamentos imobiliários contratados a taxas de mercado.

Até então, as frequentes alterações nas resoluções que regem o direcionamento de recursos do SBPE tinham sido no sentido de facilitar o alcance da exigibilidade considerando alternativas de aplicação de recursos como válidas para cumprir com o percentual estipulado, de tal forma que o financiamento direto à produção ou aquisição de imóveis residenciais, que deveriam ficar com 52% (80% dos 65% dos recursos do

SBPE), eram alcançados com apenas metade dos recursos captados, e, ainda assim, a exigibilidade era atendida (BRASIL, 2008b, p. 93).

A razão pela qual a Resolução 3.005 reduziu o percentual de direcionamento obrigatório parece ter sido no sentido de mitigar os efeitos da redução prevista na utilização dos créditos dos agentes financeiros junto ao FCVS. Esta era a principal aplicação alternativa para cumprir a exigibilidade sem ter que incorrer em novos financiamentos habitacionais. A Resolução 3.005 começou a reduzir essa aplicação alternativa ao prescrever que os valores referentes aos saldos dos financiamentos negociados no PROER e que vinham sendo utilizado para cumprimento da exigibilidade – o chamado FCVS Virtual – poderiam continuar sendo computados pela sua totalidade até o mês seguinte ao da entrada em vigor da mesma e pela dedução de um centésimo a cada posição mensal subsequente. Esse processo foi acelerado pela Resolução nº 3.177, de 8 de março de 2004, que alterou de 1/100 para 1/50 a dedução mensal dos créditos junto ao FCVS no cômputo dos recursos que os agentes financeiros deveriam direcionar ao financiamento imobiliário para o cumprimento da exigibilidade.

De fato, o FCVS Virtual, que somava R\$ 34,8 bilhões em setembro de 2002, aparece em dezembro de 2004 somando R\$ 26,7 bilhões, tendo zerado em janeiro de 2009, antes mesmo de completar o centésimo mês que a Resolução 3.005 originalmente previa para o fim dessa alternativa de contabilização⁷⁶. Assim, a partir da Resolução 3.005 começou a aumentar o volume de recursos a ser direcionado para os financiamentos imobiliários porque foi sendo reduzida a possibilidade de abater os créditos junto ao FCVS. Em compensação, a resolução, além de ter reduzido o percentual de direcionamento de 70% para 65%, também introduziu o fator multiplicador para efeito de atendimento da exigibilidade. Com a intenção de aproveitar os recursos do SBPE para financiar um número maior de imóveis e direcioná-los para um público com poder aquisitivo relativamente menor, passou a ser permitido multiplicar, para efeitos de verificação do atendimento da exigibilidade, por 1,5 os saldos dos imóveis novos cujos valores de avaliação não fossem superiores a R\$ 80.000,00⁷⁷. Assim, os efeitos da redução da possibilidade de usar os saldos dos créditos junto ao FCVS foram contrabalançados com a redução do percentual de exigibilidade e com a ponderação favorável ao financiamento de imóveis de menor valor. Mas as evidências apontam que, ao final do prazo de utilização dos créditos junto ao FCVS, o conjunto foi favorável à retomada dos financiamentos.

⁷⁶ Ver o Quadro 2.1 do BC no Anexo 1.

⁷⁷ Para os municípios de Rio de Janeiro e São Paulo podem ser considerados os imóveis até R\$100.000,00.

Dessa forma, pode-se considerar que essa última vertente de mudanças institucionais produziu dois resultados significativos para a retomada no âmbito do SFH: a reestruturação do principal agente financeiro – a CEF – permitiu que o SFH retomasse seu papel na oferta de financiamentos habitacionais; e a solução do principal problema – o desequilíbrio no FCVS – permitiu melhores condições de funcionalidade aos dois subsistemas (FGTS e SBPE). Coincidentemente, as três frentes de mudanças institucionais são completadas em 2004. Nesse ano ocorreram as últimas mudanças jurídicas significativas com a Lei nº 10.931 e a Instrução 414 da CVM. O novo arranjo de políticas macroeconômicas passava pelos testes de continuidade após a vitória da oposição nas eleições e da ocorrência de uma inflação acima da meta, sendo que, em 2004, as expectativas já estavam convergindo para o alcance nos períodos seguintes. Por fim, a possibilidade de incluir o FCVS virtual no cálculo da obrigatoriedade já estava reduzida (e com prazo definido para acabar) a ponto de possibilitar a existência de dinheiro disponível no subsistema SBPE, que deveria ser destinado ao financiamento habitacional. Os efeitos dos três conjuntos de mudanças institucionais são perceptíveis a partir de 2005. Até então, não se pode considerar que o SFI tenha logrado êxito em prover recursos para o financiamento habitacional. De fato, o estoque de CRIs emitido alcança o primeiro bilhão de Reais somente em 2005, e começa uma trajetória acelerada de crescimento somente depois de 2008, como mostra o Gráfico 2, a seguir.

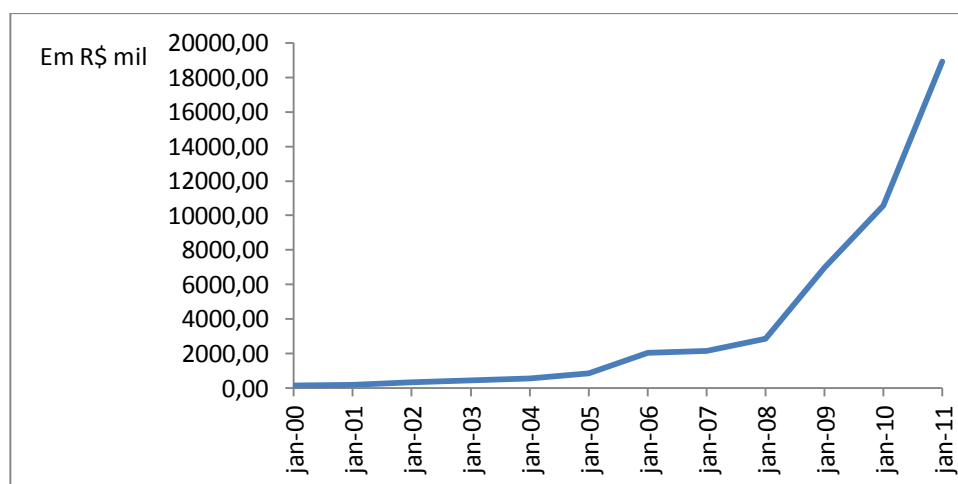


Gráfico 2 – Estoque de Certificados de Recebíveis Imobiliários, em R\$ milhões, (valores correntes): Brasil, janeiro de 2000 a janeiro de 2011.

Fonte: elaboração própria com dados da CETIP.

Mesmo crescendo a emissão de CRI, não são estes recursos os responsáveis pelo aumento no número de financiamentos habitacionais concedidos. Aparentemente, as emissões no CRI somente passam a ocorrer após a reestruturação do financiamento habitacional na economia brasileira⁷⁸. Considerando que as condições só ficaram favoráveis ao final de 2004, as razões que possibilitaram a retomada dos financiamentos podem ser encontradas nas três vertentes de mudanças institucionais já identificadas. Para compreender a lógica pela qual a retomada acontece com intensidade mais significativa no SFH, a opção foi evidenciar os seus efeitos no circuito *F-I-P-F*. É a isso que se dedica o próximo capítulo.

⁷⁸ A ser detalhada no capítulo 6.

5 O IMPACTO DAS MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NA RETOMADA DOS FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS

Em 2005 as mudanças institucionais elencadas como relevantes para o aumento nas contratações de financiamentos para a construção e aquisição de moradias estavam concluídas. Este capítulo tem por objetivo avaliar o efeito das mudanças institucionais descritas evidenciando a forma como contribuíram para o aumento no número das operações de financiamento habitacional. Não se parte do pressuposto de independência entre as três vertentes de mudanças institucionais identificadas nem tampouco se pretende formalizar a “dependência” delas por parte dos financiamentos habitacionais. Procurou-se utilizar aqui um método semelhante ao utilizado por Keynes, que, na Teoria Geral, alertava:

The object of our analysis is, not to provide a machine, or method of blind manipulation, which will furnish an infallible answer, but to provide ourselves with an organized and orderly method of thinking out particular problems. [...] whereas, in ordinary discourse, where we are not blindly manipulating but know all the time what we are doing and what the words mean, we keep *at the back of our heads* the necessary reserves and qualification and the adjustments which we shall have to make later on, in a way we cannot keep complicated partial differentials *at the back* of several pages of algebra which assume that they all vanish (KEYNES, 1936, p. 297-8, grifos no original).

Nesse sentido, o método aqui proposto pretende utilizar o circuito $F-I-P-F$ para tentar evidenciar como as três vertentes de mudanças institucionais já identificadas possibilitaram as retomadas dos financiamentos habitacionais, especialmente daqueles contratados no âmbito do SFH. As próximas seções se propõem a organizar o conhecimento obtido na tentativa de oferecer uma resposta ao problema de pesquisa proposto.

5.1 FINANCE: AS MUDANÇAS QUE POSSIBILITARAM A RETOMADA DOS FINANCIAMENTOS À CONSTRUÇÃO NO ÂMBITO DO SFH

Uma avaliação do desempenho do SFH depois do Plano Real permite identificar que a maior dificuldade estava no subsistema SBPE. Esse subsistema não foi capaz de financiar mais de 50 mil unidades anuais de 1995 a 2005. Somente de 2006 em diante o volume começa a ser significativo, como mostram os números da Tabela 6, a seguir. Por sua vez, as operações com recursos do FGTS apresentavam um patamar mais elevado, em torno de 250 mil unidades anuais entre 2001 e 2004, aumentando a partir de então.

Ano	SBPE				FGTS			
	Unidades Financiadas		Em milhões		Unidades Financiadas		Em milhões	
	Número	Δ%	R\$	Δ%	Número	Δ%	R\$	Δ%
2001	35.768	-1,6	1.870	-2,4	264.021	-16,5	3.073	-20,6
2002	28.932	-19,1	1.768	-5,4	253.190	-4,1	3.731	21,4
2003	36.480	26,1	2.217	25,4	246.107	-2,8	3.819	2,4
2004	53.826	47,5	3.002	35,3	267.138	8,5	3.879	1,6
2005	61.121	13,5	4.852	61,6	337.766	26,4	5.532	42,6
2006	113.873	86,3	9.340	92,5	407.905	20,8	6.983	26,2
2007	195.900	72,0	18.282	95,7	331.242	-18,8	6.853	-1,9
2008	299.746	53,0	30.032	64,3	287.856	-13,1	10.480	51,9
2009	302.680	0,9	34.017	13,3	424.519	47,5	16.008	53,8
2010	416.384	37,6	55.993	64,6	660.052	55,5	27.555	72,1

Tabela 6 – SFH: operações com recursos do SBPE e do FGTS

Fonte: BACEN e UQBAR (2011).

De acordo com a lógica dos dois subsistemas que compõem o SFH, os recursos do FGTS são ofertados como *funding* que possibilita a aquisição de unidades habitacionais por parte dos mutuários⁷⁹. Já o subsistema SBPE tem nas cadernetas de poupança a sua principal fonte, além dos retornos dos financiamentos. Na ausência de informações precisas sobre a evolução do ciclo dos recursos e sobre a destinação dos

⁷⁹ Tomando como exemplo o ano de 2002, dos recursos do FGTS utilizados pela CEF para o financiamento habitacional, 89,7% foi destinado à concessão de Carta de Crédito Individual. De 2002 a 2009 a participação se manteve em torno de 90%.

mesmos dentro do subsistema SBPE, o depoimento de um agente operador do sistema⁸⁰ serve, com as devidas restrições, como ilustração:

Meu cálculo grosseiro é de que, se 40% (dos recursos do crédito imobiliário lastreado em contas de poupança) financiam a construção num prazo médio de dois anos e 60% financiam o mutuário final, a cada ano voltam 40%. Vamos lá: voltam 20% da construção, mais 4% de juros (à taxa de 10% ao ano), ou seja, o retorno é de 24%. Na outra carteira, com prazo médio da ordem de 10 anos, o retorno é de uns 12% ao ano, mais os pré-pagamentos. É possível, assim, estimar o retorno total nuns 40%, mas não são números precisos, podem estar subestimados (REVISTA DO SFI, 2011, Ano 15, nº 34, p. 6).

Portanto, os agentes financeiros captam recursos e recebem os retornos dos financiamentos formando um fundo rotativo que deve ser constantemente direcionados aos financiamentos imobiliários. Os agentes procuram cumprir a obrigatoriedade de destinação desses recursos financiando as empresas de construção de imóveis e os mutuários. O Gráfico 3, abaixo, ilustra o baixo nível de financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE entre 1994 e 2005, bem como o significativo aumento ocorrido no período mais recente.

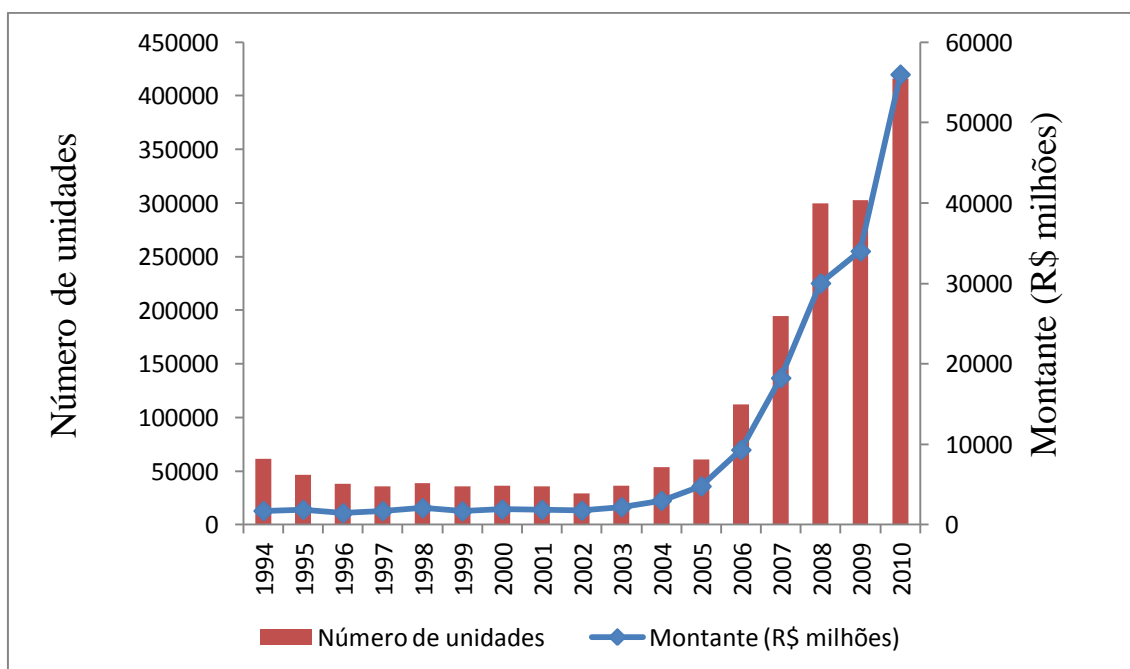


Gráfico 3 – Financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE (em R\$ milhões): 1994 – 2010

Fonte: Banco Central.

⁸⁰ Depoimento de Nicholas Reade, presidente executivo da Brokfield Incorporações, companhia de capital aberto e uma das maiores construtoras do País.

No Gráfico 3 fica perfeitamente identificado que a reação começa somente em 2005. Para melhor compreensão da retomada de *finance* no subsistema SBPE, é conveniente tratar em separado as partes contratantes: os agentes financeiros e as construtoras.

5.1.1 A redução dos riscos dos agentes financeiros

Considerando apenas os aspectos microeconômicos, isto é, deixando de lado as possibilidades de risco sistêmico⁸¹, a atividade bancária apresenta três riscos clássicos: riscos de crédito; riscos de taxa de juros e riscos de liquidez (PAULA, 2000). As três vertentes de mudanças institucionais identificadas anteriormente ajudaram a mitigar os riscos das entidades integrantes do SBPE.

Mesmo que sempre exista a possibilidade de as construtoras que buscam recursos para as obras (*finance*) apresentarem incapacidade de honrar os compromissos assumidos, é evidente que a estabilidade da moeda colaborou para mitigar o risco de crédito, na medida em que a mesma atuou no sentido de melhorar a avaliação da capacidade de pagamento dos contratantes e a qualidade das informações. No mesmo sentido, o patrimônio de afetação ampliou as garantias dos agentes financeiros. A separação das informações contábeis por empreendimento e as garantias oferecidas com a implantação do patrimônio de afetação melhoraram a qualidade da avaliação do risco de crédito, ainda que este sempre venha a existir, pois é inerente à atividade bancária. A própria Lei de Falências também desempenhou um papel importante no sentido de ampliar as garantias dos agentes credores.

⁸¹ Riscos macroeconômicos relacionados com a instabilidade do sistema bancário como um todo.

Reconhecidamente, a volatilidade da taxa de juros aumenta o risco dos agentes financeiros apresentarem uma margem abaixo do esperado. Oscilações bruscas nas taxas de juros podem gerar aumentos nos custos de captação que não seriam suportáveis pelo rendimento esperado das aplicações. Na busca por proteção contra esse risco, a atitude dos agentes financeiros é no sentido de compatibilizar as maturidades dos seus ativos e das suas obrigações. Assim, se a substituição da âncora cambial pelo sistema de metas permitiu maior estabilidade na taxa básica de juros (ainda que possa ser questionado o nível elevado da mesma), também ajudou a diminuir o risco da atividade bancária ao possibilitar o alongamento da maturidade dos ativos. Comparada com a intensa volatilidade no período após o início do Plano Real, o comportamento das taxas de juros de 2005 a 2011 foi mais estável, mesmo apresentando sequências de altas e sequências de baixas.

Depois de passar quase todo o ano de 2004 estabilizada em 16% ao ano, a meta para a taxa SELIC inicia, em 16 de setembro de 2004, um ciclo de alta que atinge seu pico em 19 de maio de 2005, com 19,75% a.a. A partir de 15 de setembro de 2005 começa a declinar (19,50% a.a.) até 17 de abril de 2008, com o mínimo de 11,25% a.a., quando um novo ciclo de aperto monetário é iniciado, o que eleva a meta para a SELIC a um máximo de 13,75% a.a., recomeçando a trajetória descendente em 22 de janeiro de 2009 para alcançar o nível mínimo em 23 de julho de 2009, com 8,75% a.a., permanecendo nesse patamar por dez meses. Enfim, as oscilações são menores nesse período, mesmo que a turbulência provocada pela crise financeira nos Estados Unidos e na Europa em 2008 tenha sido muito mais intensa para a economia mundial que as crises nos países asiáticos, na Rússia e no próprio Brasil na década de 1990. Assim sendo, os riscos associados às oscilações bruscas nas taxas de juros foram reduzidos ao longo da década de 2000, tendo sido facilitada a oferta de *finance* por parte das instituições financeiras.

Por sua vez, o risco de liquidez também sofreu redução em consequência de mudanças institucionais. Cabe lembrar que as formas de proteção contra esse risco são: diminuir a maturidade média do ativo; modificar a sua composição para reter, ao menos em parte, ativos que possam ser convertidos rapidamente em moeda, como é o caso dos títulos públicos; e o aumento das reservas voluntárias ou compulsórias. O BACEN, por intermédio da Resolução nº 3.005, de 2002, além de tratar dos créditos dos agentes

financeiros junto ao FCVS negociados no PROER – o chamado FCVS virtual –, promoveu modificações no direcionamento⁸² dos recursos captados em depósitos de cadernetas de poupança: o encaixe obrigatório junto ao BACEN passou de 15% para 20%. Dessa forma, o volume de recursos livres em posse dos agentes financeiros diminuiu, mas uma consequência do aumento no encaixe compulsório é a diminuição do risco de liquidez. Evidentemente, a rentabilidade do agente financeiro diminuiu com o aumento do encaixe, e a própria resolução oferecia uma compensação, na medida em que determinava que os recursos não aplicados fossem recolhidos ao Banco Central, sendo remunerados mensalmente pelo rendimento básico dos depósitos de poupança, acrescidos de juros de 0,5% ao mês. Ou seja, os agentes financeiros seriam compensados na medida em que teriam que remunerar os recursos, e, nesse caso, teriam apenas os custos da intermediação como penalização.

A Resolução 3.005 foi revogada pela Resolução 3.347, de 2006, que estabeleceu como remuneração mensal para os recursos não aplicados em 80% da remuneração básica dos depósitos de poupança, estabelecendo, portanto, a partir de 2006, a efetiva punição para o descumprimento do direcionamento obrigatório. Os resultados da Tabela 7, a seguir, evidenciam que, a partir de 2006, as aplicações começam a trajetória de aproximação ao cumprimento das exigibilidades. É preciso considerar ainda que, para escapar da punição, uma alternativa sempre disponível para os agentes financeiros foi a estratégia de convencer os clientes a modificarem seus portfólios, transferindo recursos das cadernetas de poupança para outras aplicações que não implicassem na obrigatoriedade do direcionamento de crédito. As inovações financeiras ajudam nesse sentido, uma vez que ampliam as formas pelas quais os bancos conseguem atrair recursos sem a obrigação de direcioná-los⁸³.

⁸² A Resolução nº 3.005 de 2002 modificou a distribuição dos recursos captados, de forma que: 65%, no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, 20% em encaixe obrigatório no BACEN, e os recursos remanescentes em disponibilidades financeiras. Do percentual destinado aos financiamentos, a resolução ainda determinava que 80%, no mínimo, deveriam ser de financiamentos no âmbito do SFH, e o restante em financiamentos habitacionais contratados com taxas de mercado.

⁸³ Luiz Fernando de Paula (1999) evidencia o papel das expectativas no comportamento dos bancos ao explorar o *trade off* entre rentabilidade e liquidez quando administram seus ativos, de tal forma que, no comportamento da firma bancária, “a administração do passivo envolve, assim, decisões relativas à participação dos diversos tipos de obrigações no total do passivo, inclusive a proporção do patrimônio líquido sobre o total do ativo (grau de alavancagem). As instituições bancárias modernas passam a agir, do lado das obrigações, de forma dinâmica, adotando uma atitude ativa na busca de novos depósitos ou através da administração das necessidades de reservas, o que faz com que os fundos que financiam seus ativos sejam muito condicionados pelo próprio comportamento do banco” (PAULA, 1999, p. 181).

R\$ Mil

Ano/Mês	Exigibilidades em Financiamentos Habitacionais (A)	Aplicações (B)	Excesso ou Deficiência (B) – (A)	B / A %
94 – DEZ	25.670.538	37.567.953	11.897.415	146,35
95 – DEZ	33.942.213	48.319.734	14.377.521	142,36
96 – DEZ	38.106.585	46.125.941	8.019.356	121,04
97 – DEZ	47.035.285	50.392.377	3.357.092	107,14
98 – DEZ	52.362.451	55.885.742	3.523.291	106,73
99 – DEZ	47.710.935	48.735.114	1.024.179	102,15
00 – DEZ	51.004.566	36.839.220	(14.165.346)	72,23
01 – DEZ	52.545.572	30.745.688	(21.799.884)	58,51
02 – DEZ	53.287.736	20.718.303	(32.569.433)	38,88
03 – DEZ	57.804.419	24.909.766	(32.894.653)	43,09
04 – DEZ	61.267.814	29.330.133	(31.937.681)	47,87
05 – DEZ	66.485.676	36.686.380	(29.799.296)	55,18
06 – DEZ	70.035.289	45.262.803	(24.772.486)	64,63
07 – DEZ	83.201.310	56.802.181	(26.399.129)	68,27
08 – DEZ	99.907.018	76.465.785	(23.441.233)	76,54
09 – DEZ	117.059.096	100.485.857	(16.573.239)	85,84
10 – DEZ	139.823.230	136.687.774	(3.135.456)	97,76

Tabela 7 – Evolução das aplicações em financiamentos habitacionais efetivos⁽¹⁾ e das exigibilidades para o consolidado dos agentes que operam no SBPE. Brasil, meses de dezembro de 1994 a dezembro de 2010.

Fonte: BACEN.

(1) Exigibilidades: Tomado 52% da Base de Cálculo para Direcionamento, no caso dos financiamentos no âmbito do SFH (a partir da vigência da Res. nº 3.005, em setembro 2002, não estão considerados os financiamentos à taxa de mercado). A Base de cálculo é definida com o menor dos seguintes valores: 1) – média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança no mês de referência, ou, 2) – a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos 12 meses antecedentes ao mês de referência.

- Aplicações Efetivas: Financiamentos habitacionais para aquisição, produção, desemb. futuros, financiamentos compromissados, aquisição de material de construção e cartas de crédito formalizadas, não se considerando as demais aplicações legais (a partir de setembro de 2002 consideram-se somente os financiamentos habitacionais concedidos no âmbito do SFH).

Portanto, a exigibilidade de direcionamento dos recursos em cadernetas de poupança para o financiamento habitacional voltou a efetivamente alocar recursos no setor depois das mudanças institucionais. Ao longo da década de 1990 ela foi plenamente alcançada, pois as instituições financeiras podiam lançar seus créditos junto ao FCVS para fazer frente à mesma. Esses créditos, somados com o volume de financiamentos contratados antes do SFH entrar em crise e que ainda estavam em vigor, possibilitavam que a exigibilidade fosse mais do que atendida.

Ao estabelecer um recolhimento compulsório dos depósitos em caderneta de poupança, o BACEN procura uma forma de diminuir o risco de liquidez. Outra opção para os agentes financeiros em operação no SBPE minimizarem esse risco é possuir ativos que possam ser trocados rapidamente, como os títulos de dívida pública, por exemplo. Essa alternativa foi particularmente importante na estratégia do principal agente financeiro em operação no SFH, que, por sua própria representatividade, merece ser tratado em separado, na próxima subseção.

5.1.2 A retomada dos financiamentos habitacionais na Caixa Econômica Federal com recursos oriundos das Cadernetas de Poupança

Com as séries disponibilizadas pelo Banco Central, é possível perceber claramente que a expansão dos créditos habitacionais foi originada no volume de recursos direcionados. Entretanto, se a obrigatoriedade do direcionamento de recursos no subsistema SBPE já existia desde a origem do SFH, por que o volume de contratações permaneceu tanto tempo em níveis insuficientes ao atendimento da demanda potencial por moradias? O repasse da carteira de financiamentos habitacionais da CEF para a ENGEA representa uma mudança institucional importante, cuja análise pode ajudar a explicar o aumento dos financiamentos no âmbito do subsistema SBPE. A “quebra” na série evidenciada no Gráfico 4, a seguir, ilustra o efeito da reestruturação patrimonial de CEF. Ao ceder uma parte significativa da sua

carteira para a ENGEA, a CEF reduziu a um terço o total de operações de crédito no sistema financeiro.

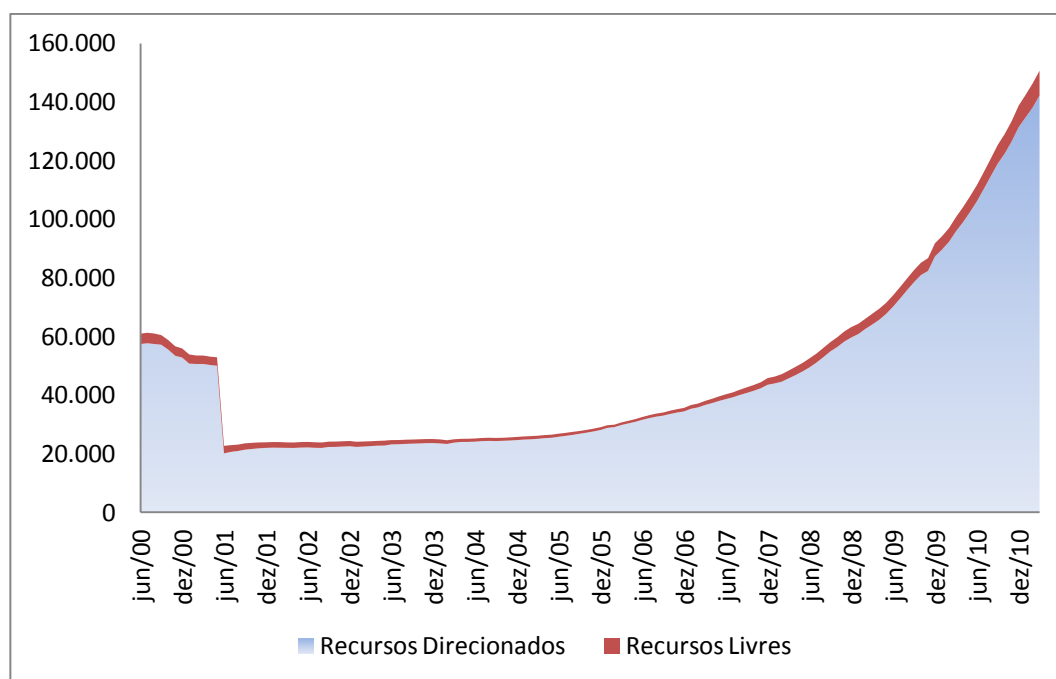


Gráfico 4 – Operações de créditos do SFH, recursos livres e recursos direcionados. Brasil: jun/2000 a dez/2010.

Fonte: BACEN-Depec, Séries 2047 e 7518.

Tratando especificamente da CEF, é possível avaliar a importância do comprometimento dos recursos depositados em caderneta de poupança no Gráfico 5, a seguir. Em 2001, o volume de recursos direcionados aos financiamentos habitacionais perfazia 94% do que a CEF tinha de recursos depositados em caderneta de poupança. Em 2004, esse percentual atinge seu menor patamar (68,3%), o que o aproximava do limite mínimo da exigibilidade. A decisão dos seus gestores foi voltar a utilizar recursos da caderneta de poupança para novos financiamentos habitacionais, o que não ocorria desde 1992 (COSTA, 2010b).

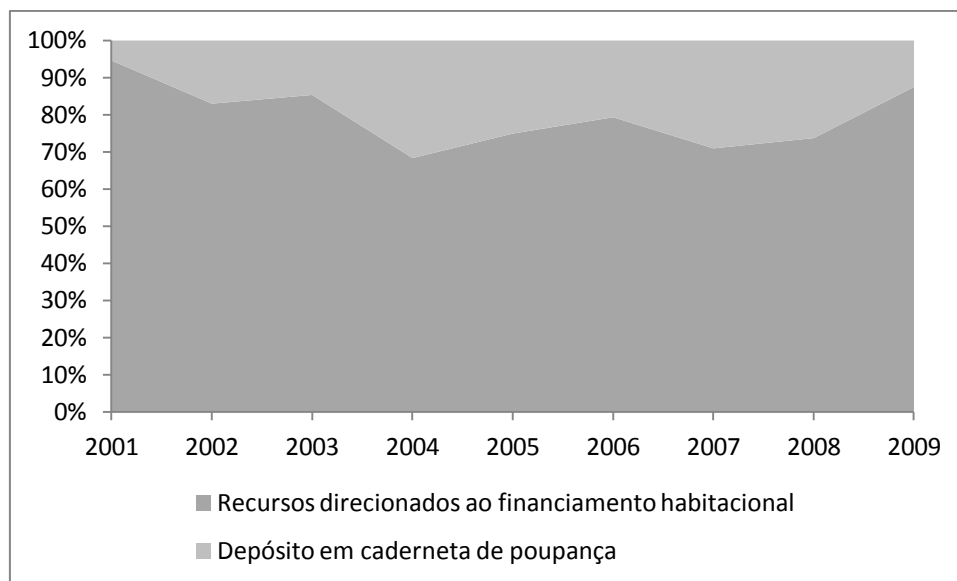


Gráfico 5 – Participação dos recursos direcionados pela CEF aos financiamentos habitacionais em relação ao total de depósitos que possuía em caderneta de poupança: 2001 – 2009.

Fonte: Caixa Econômica Federal, Balanços Patrimoniais.

Com o retorno dos financiamentos habitacionais com origem nas cadernetas de poupança por parte da CEF, o volume de recursos destinados ao setor começa a subir. A característica dessa fonte de recursos a torna mais propícia ao *finance*, o que permitiu que a retomada acontecesse nos financiamentos para a construção. O Gráfico 6, a seguir, mostra a evolução dos contratos no âmbito do SFH, conforme o uso. Nele estão agrupadas todas as instituições financeiras e não somente a CEF. Mas, como a CEF é a maior gestora de recursos em caderneta de poupança do país, pode-se inferir que o movimento do gráfico repercute a atuação desse agente financeiro especializado em financiamentos habitacionais (e que apresentou participação sempre superior a 75% do mercado em todo o período aqui analisado).

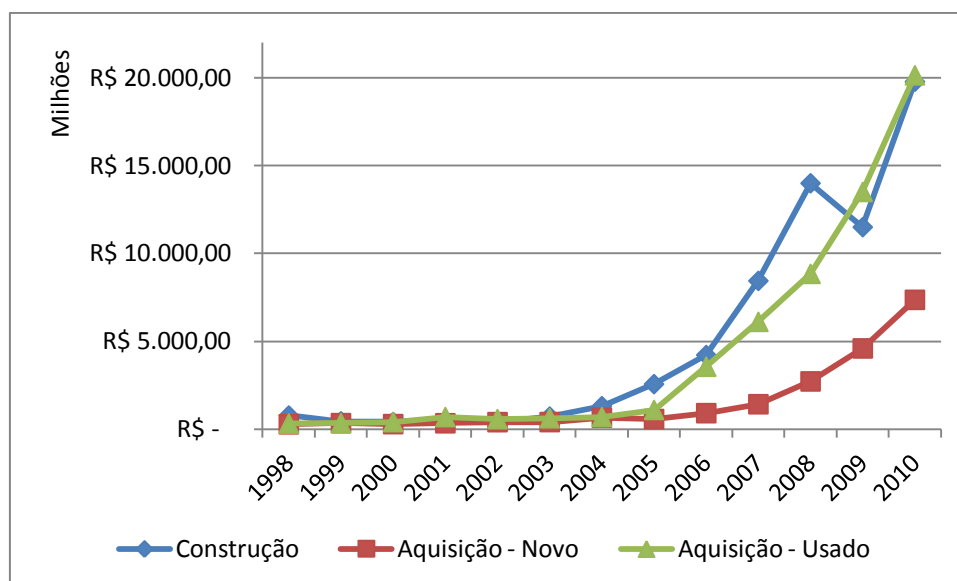


Gráfico 6 – Financiamentos habitacionais no âmbito do SFH, conforme o uso. Brasil, 1998 – 2010.

Fonte: elaboração própria com informações dos agentes financeiros compiladas pelo BACEN.

É possível identificar claramente que os recursos destinados à construção anteciparam a retomada dos financiamentos habitacionais. Somente depois do intervalo de dois anos (tempo médio necessário para a conclusão das obras) é que os financiamentos para aquisições de imóveis usados descrevem uma trajetória de crescimento acelerado. Esse movimento é conhecido dos agentes que atuam no setor, pois o comprador de imóveis novos costuma efetuar pagamentos às construtoras durante as obras ou mesmo utilizar um imóvel em uso como entrada e pagar (ou financiar) o complemento. Assim sendo, a necessidade de *funding* para fechar o ciclo de investimento aparece, muitas vezes, na possibilidade de oferecer financiamento aos futuros mutuários que desejam comprar os imóveis usados daqueles que compraram (com recursos próprios ou financiados) os imóveis novos. Somente em 2007 é que os financiamentos para aquisição de imóveis novos começam a ganhar magnitude, evidenciando a entrada de novos demandantes capacitados para a tomada de recursos⁸⁴. Antes de tratar em mais detalhes a questão do *funding*, é preciso aprofundar a avaliação sobre a retomada do *finance*, destacando o papel das empresas na obtenção de recursos para iniciar a construção dos empreendimentos. Esse é o propósito a ser desenvolvido na próxima seção.

⁸⁴ Movimento a ser avaliado no próximo capítulo.

5.1.3 A disponibilidade de recursos para as atividades das construtoras

A peculiaridade do mercado de habitações passa pelo fato de que os empreendimentos não são iguais, guardando apenas semelhanças que possibilitam agrupar as diferentes unidades residenciais disponíveis em segmentos de mercado bem definidos. Nesse sentido, a avaliação dos investimentos realizados pelas construtoras também deverá ser diferente, de acordo com o perfil do empreendimento, pois o fluxo financeiro da construção de um edifício de apartamentos para famílias de alta renda difere da construção de unidades residências que pertencem aos programas habitacionais dos governos, destinados aos estratos inferiores da distribuição de renda do país, e que, de um modo geral, contam com recursos orçamentários para subsidiar ao menos uma parte do valor final. Ainda que as duas situações utilizem suporte de financiamento da produção, a estrutura desse suporte (*finance*) será diferente em cada caso. Da mesma forma, o relacionamento entre o empreendedor e os compradores será completamente diferente.

No entanto, existem características inerentes à atividade de construção que se manifestam independentemente do perfil do consumidor final. Quando uma construtora toma a decisão de iniciar um novo empreendimento, sabe que estará imobilizando capital em uma oportunidade de negócio que quase não oferece flexibilidade. Ao iniciar um empreendimento, transforma moeda – o ativo de máxima liquidez – em insumos que, praticamente, não possuem liquidez, pois apresentam uso restrito e que somente poderiam ser do interesse de outro empreendedor. A imobilização do poder de compra do empreendedor na troca de moeda por insumos é realizada em um ambiente de incerteza, o que não impede que existam tentativas⁸⁵ de criação de indicadores que ajudem nas tomadas de decisão.

⁸⁵ O fato de haver incerteza no ambiente no qual as decisões são tomadas não significa inação, mas no reconhecimento que os agentes podem preferir entesourar e reter um ativo – a moeda – que ofereça maior liquidez. É nesse sentido que as decisões de investimentos imobiliários devem ser avaliadas.

Antes de iniciar as atividades, as construtoras procuram medir a atratividade do empreendimento a ser executado na comparação com outros empreendimentos possíveis, fazendo a leitura dos resultados esperados com o empreendimento em relação aos recursos que serão investidos. Servem como balizadores de risco tanto os indicadores que relacionam o resultado e a receita (margem sobre o preço) quanto os que relacionam o resultado e os custos (margem sobre os custos). Se as margens forem baixas, qualquer alteração de preço ou de custo pode comprometer o resultado do empreendimento. Portanto, margens baixas significam riscos elevados.

Para o início das operações é necessário separar o patrimônio do empreendimento do patrimônio da construtora, de acordo com a legislação que instituiu o patrimônio de afetação. Uma alternativa é a criação de uma Sociedade com Propósito Específico – SPE, que ficará responsável pela gestão financeira daquele empreendimento. Na produção para a venda de unidades habitacionais, a SPE, caso esta seja a opção de administrar o empreendimento, pode utilizar recursos da própria construtora, recursos obtidos com a venda antecipadas das unidades ou contrair empréstimos junto ao SFH ou SFI. Usualmente a receita da venda antecipada das unidades a serem produzidas não é suficiente para cobrir os custos decorrentes do andamento das obras, com a possível exceção dos lançamentos destinados a famílias de alta renda, em que pode ocorrer um aporte maior de recursos ainda na fase de lançamento. De um modo geral, os financiamentos à construção impõem um aumento da fragilidade financeira na economia no sentido proposto por Minsky⁸⁶. Em suas palavras,

Construction projects do not earn income until the asset is completed. Loan officers will enter upon such arrangements because they expect that the underlying asset can be sold at a price that covers the amount lent and the accrued interest. (For a construction project the take-out financing will cover the cost plus the capitalized interest.) Such loans impart a Ponzi flavor to the financial structure (MINSKY, 2008, p. 234).

Lima Jr. *et al.* (2011) apresentam alguns instrumentos de ajuda no processo de decisão por parte das construtoras.

⁸⁶ Minsky (1986, p. 233-234) identifica três padrões de financiamento: *hedged*, quando uma empresa espera fazer frente ao serviço de sua dívida apenas com receitas de suas vendas; *speculative*, quando a parcela de juros do financiamento de um investimento é integralmente paga pelas receitas correntes da empresa, mas ao menos parte da amortização tem que ser periodicamente renegociada no mercado financeiro; *Ponzi*, quando a receita corrente da empresa não é suficiente nem para o pagamento dos juros da dívida. A hipótese da fragilidade financeira decorre da tendência dos agentes econômicos caminharem de uma posição *hedged* para *Ponzi*.

Cabe aos empreendedores a escolha entre utilizar mais recursos próprios ou buscar mais recursos no mercado financeiro. A decisão de tomar recurso não altera a receita nem tampouco modifica os custos operacionais. Do ponto de vista financeiro pode-se esperar que “mais financiamento da produção gera: i. menos investimento [de recursos próprios]; ii. menor resultado, mas melhor relação RESULTADO/INVESTIMENTO; e iii. menor margem sobre preço ou custo” (LIMA JR. et al., 2011, p. 29, grifos no original).

A Figura 8, a seguir, ilustra a escala de tempo das movimentações financeiras de um empreendimento habitacional. Os recursos provenientes de financiamentos ficam disponíveis para as atividades de construção daquele projeto, de acordo com o andamento das obras. A esses recursos são somados os resultados das vendas antecipadas e o investimento de capital próprio da construtora no projeto. O retorno para os financiamentos é dado pela capacidade de pagamento gerada pelo próprio empreendimento, mas a disponibilidade total será apenas no encerramento da atividade de construção, pois é nesse momento que os compradores das unidades habitacionais devem pagar o valor referente à entrega da unidade (pagamento comumente chamado de “chaves”), e o empreendimento também recebe o encaixe dos financiamentos de comercialização concedidos aos compradores finais das respectivas unidades. Somente ao final da quitação do financiamento para a produção é que o excedente de caixa da SPE é transferido para a construtora.

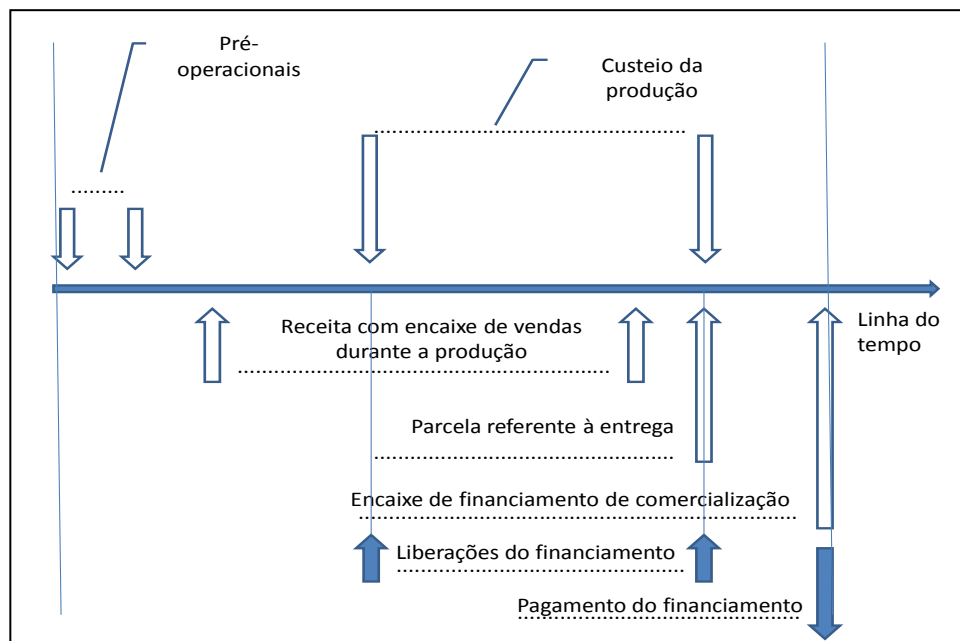


Figura 8 – Fluxo financeiro na produção de empreendimentos residenciais destinados à venda.

Fonte: adaptado de Lima Jr. et al., 2011.

A possibilidade de contar com recursos financeiros externos ao caixa da empresa construtora torna a mesma capaz de trabalhar em um nível mais elevado de produção. Com os recursos obtidos no sistema financeiro, as construtoras podem ampliar o número de projetos simultâneos com o mesmo montante de capital próprio. Dessa forma, podem obter economias de escala sincronizando as obras para manter os equipamentos utilizados nas diferentes etapas dos processos construtivos sempre em atividade. O aumento da produtividade da estrutura administrativa também pode ser outra vantagem obtida com o aumento da produção propiciado pela tomada de recursos.

Ainda que as mudanças institucionais tenham propiciado o retorno da oferta de financiamentos para construção no subsistema SBPE do SFH, a parte pré-operacional da atividade de construção continuou sendo executada com recursos das próprias construtoras. Assim, para se habilitarem ao acesso de financiamentos à construção, as empresas precisaram lançar mão de recursos próprios e mesmo buscar recursos de terceiros para fazerem frente às despesas com terrenos e elaboração de projetos. A opção das grandes construtoras/incorporadoras em atuação no Brasil foi pela busca de recursos no mercado de capitais, com 25 empresas realizando a abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) entre julho de 2005 e outubro de 2007. No

conjunto, a capitalização foi estimada entre R\$ 19 bilhões e R\$ 20 bilhões (REVISTA CAPITAL ABERTO, 2007). As justificativas apresentadas pelas empresas para tomar recursos no mercado de capitais é que esses recursos serviriam para a ampliação dos bancos de terrenos e tornariam possível a maior velocidade nos lançamentos, o que elevaria o nível de atividade das mesmas.

De um modo geral, os dados dos balanços das empresas⁸⁷ recolhidos pela Pesquisa Anual da Indústria da Construção (PAIC) mostram que as empresas do setor ampliaram os estoques de terrenos a partir de 2004, como se pode verificar no Gráfico 7, a seguir. Em 2006 e 2007, as aquisições de terrenos atingiram um patamar de 1 bilhão de Reais por ano. Os seja, as empresas estavam se preparando para elevar o nível de produção.

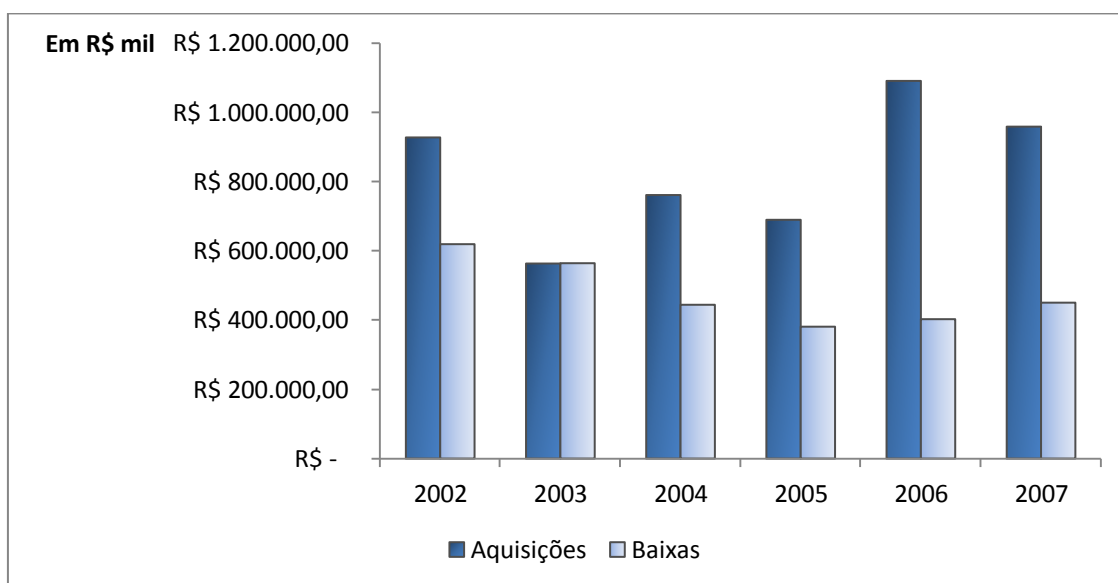


Gráfico 7 – Aquisições e baixas de terrenos nos ativos imobilizados das empresas de construção no Brasil: 2002 a 2007

Fonte: IBGE – Pesquisa Anual da Indústria da Construção.

⁸⁷ A PAIC é uma pesquisa amostral para as empresas que possuem entre zero e 29 pessoas ocupadas e censitária para as que possuem a partir de 30 pessoas ocupadas. Os números dos gráficos representam todas as empresas pesquisadas e não somente as que executam apenas construções residenciais, mas é possível identificar nestas as principais responsáveis pelo aumento dos estoques de terrenos.

Em síntese, a disponibilidade de obter *finance* propicia às construtoras oportunidades de operar em maior escala com o mesmo volume de recursos. De um lado, o encaminhamento de resolução para o problema do FCVS e a reestruturação da CEF ampliaram a disponibilidade de recursos para os financiamentos imobiliários no subsistema SBPE. A obrigatoriedade de direcionamento desses recursos ampliava a possibilidade dos agentes financeiros ofertarem *finance* para as construtoras executarem as obras. Por outro lado, as próprias construtoras desejavam o acesso a esses financiamentos, pois permitiriam que trabalhassem em nível mais intenso de produção e que fosse aumentado o resultado sobre o volume de capital próprio empregado.

As três vertentes de mudanças institucionais elencadas tornaram possível a retomada da disponibilidade de *finance* por parte dos agentes financeiros para as construtoras no âmbito do SFH. Cabe comentar os efeitos de cada uma.

A estabilidade da moeda foi fundamental para mitigar os riscos da atividade bancária. O risco de crédito pôde ser mais bem avaliado com um padrão monetário mais estável; o risco de taxa de juros diminuiu com um regime monetário que não precisou mais utilizar a mesma como mecanismo de defesa contra ataques especulativos e, portanto, passou a apresentar uma taxa de juros básica não tão suscetível a variações bruscas; e o risco de liquidez ficou mais contornável com a estabilidade da moeda, pois permitiu melhor gestão dos ativos e das obrigações dos agentes financeiros. Já do ponto de vista das construtoras, a estabilidade da moeda aumentou a confiança para solicitar *finance* e se habilitar a alavancar a produção com recursos de terceiros, melhorando a rentabilidade do capital próprio investido e a obtenção de ganhos de escala.

Por sua vez, entre as mudanças na legislação sobre financiamentos habitacionais, a instituição do patrimônio de afetação exerceu impacto no aumento do *finance*, isso porque ampliou e melhorou a qualidade das informações disponíveis pelos agentes financeiros, uma vez que facilitou o controle das finanças dos empreendimentos, além de dar mais segurança aos compradores que exercem essa opção com as obras ainda em execução, o que melhora a viabilidade financeira dos empreendimentos. O mesmo pode ser dito da instituição da alienação fiduciária e da nova Lei de Falências, que melhorou as garantias das posições credoras dos agentes financeiros em relação aos compromissos assumidos pelos construtores.

Por fim, o repasse da carteira de crédito da CEF para a ENGEA, livrando aquela dos problemas que a alta inflação da década de 1980 deixou nos contratos de financiamento habitacional, possibilitou que a mesma voltasse a oferecer recursos advindos dos depósitos em caderneta de poupança. Foi preciso também que os créditos junto ao FCVS fossem securitizados e que a União começasse a tratar do chamado “FCVS virtual” para reduzir a sobreaplicação dos recursos das cadernetas de poupança, permitindo, assim, que a CEF voltasse a emprestar com essa origem. Mesmo com a obrigatoriedade garantida pelas resoluções do BACEN, é importante perceber que foi preciso a iniciativa de mudar os hábitos por parte da direção da CEF para que esta voltasse a conceder empréstimos habitacionais com origem em recursos das cadernetas de poupança, o que não era realizado há mais de uma década. Se, por exemplo, a CEF manifestasse a preferência pela liquidez na contínua aplicação de recursos em títulos públicos ao invés de cumprir a função social de prover recursos para a habitação, ela poderia atuar no seu passivo convencendo os clientes com recursos em cadernetas de poupança a migrarem para fundos de investimento.

Com a retomada do *finance*, o nível de atividade do setor de construção foi elevado. A próxima seção é dedicada a uma breve análise dos efeitos desse nível mais elevado de produção do setor de construção na geração de emprego e renda.

5.2 INVESTIMENTO E POUPANÇA: O DESEMPENHO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO E A GERAÇÃO DE EMPREGO E RENDA

A intenção das construtoras de buscar recursos externos para alavancar um ritmo mais elevado de produção e a disponibilidade dos agentes financeiros em atendê-las são decisões microeconômicas, tomadas em um ambiente institucional. Mas, como já alertara Carvalho (1995), embora tenham contrapartida microeconômica, os conceitos de *finance* e *funding* são parte de um modelo macroeconômico de demanda efetiva. A funcionalidade do sistema financeiro deve ser avaliada pela organização de um

ambiente que favoreça os investimentos. Nesse sentido, as mudanças institucionais promovidas, cuja conclusão pode ser datada do final de 2004, possibilitaram a retomada, em nível mais elevado, da oferta de recursos para a construção (*finance*). O próprio aumento no nível de atividade de um setor com efeitos de encadeamento significativos colaborou para tornar efetivo um nível mais elevado de demanda agregada, sancionando um cenário de aumento do número de pessoas ocupadas.

De um modo geral, o país passou a apresentar melhora nos indicadores do mercado de trabalho a partir de 2004. Especificamente na atividade de construção civil, o número total de ocupações cresceu de modo significativo no período 2004 – 2008, último ano para o qual o IBGE já divulgou as estimativas do Sistema de Contas Nacionais. Os números, apresentados na Tabela 8, a seguir, evidenciam que o aumento das ocupações foi acompanhado de um processo de formalização do trabalho, uma vez que as ocupações com vínculo formal cresceram 42,18% entre 2004 e 2008, enquanto o total de pessoas sem carteira cresceu apenas 16,25%. Mesmo assim, esses empregados sem carteira ainda representavam pouco mais de um quarto do total de ocupações na atividade de construção civil em 2008.

Ano	Total de ocupações na atividade de Construção Civil			
	Total	Tipo de inserção no mercado de trabalho		
		Com vínculo formal (1)	Sem vínculo formal	
			Sem carteira (2)	Autônoma (3)
2004	5.613.659	1.260.119	1.563.639	2.789.901
2005	5.872.879	1.326.817	1.578.227	2.967.835
2006	5.932.767	1.303.026	1.639.613	2.990.128
2007	6.217.892	1.400.236	1.571.185	3.246.471
2008	6.906.679	1.791.654	1.817.803	3.297.222

Tabela 8 – Total de ocupações na atividade de Construção Civil, por tipo de inserção no mercado de trabalho. Brasil, 2004 – 2008.

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

(1) Ocupação com vínculo formal: ocupações com carteira de trabalho assinada, funcionários públicos estatutários, militares e empregadores de empresas formalmente constituídas. (2) Ocupação sem carteira: ocupações sem carteira de trabalho assinada. (3) Ocupação autônoma: ocupações por conta própria, empregadores de unidades informais e trabalho não remunerado.

Mesmo com esse significativo avanço no total de pessoas ocupadas, a participação da construção no Valor Adicionado Bruto (VAB) a preços básicos não cresceu de 2004 a 2008, permanecendo em torno de 5% (IBGE, 2010, p. 86). Ou seja, a atividade de construção cresceu quando a economia como um todo também cresceu, como mostra o Gráfico 8, abaixo. O que permite afirmar que o setor da construção também foi um dos pilares do crescimento da economia brasileira nesse período.

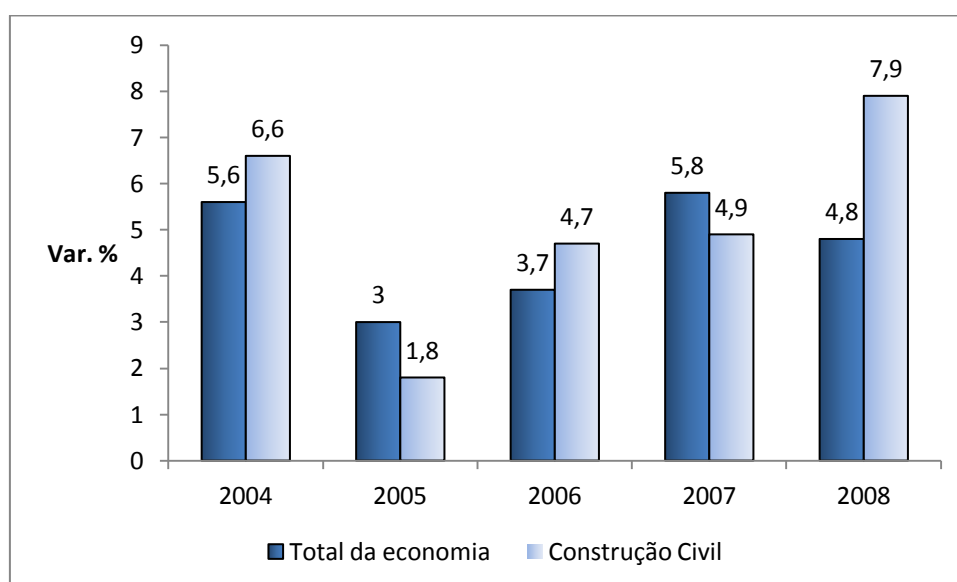


Gráfico 8 – Variação em volume do valor adicionado bruto a preços básicos: total da economia e atividade de construção civil

Fonte dos dados brutos: IBGE (2010).

Uma forma de avaliar a capacidade do setor como uma fonte do crescimento econômico ocorrido no período pode ser encontrada na análise dos índices de encadeamento. Na última matriz de impacto intersetorial (Matriz de Leontief) divulgada pelo IBGE, o setor de construção aparecia como um dos setores de maior impacto na

economia brasileira, superado apenas pela indústria de transformação e pela agropecuária, mas com a vantagem de ser o que menos utiliza insumos importados (IBGE, 2008, p. 30).

Reconhecidamente, a atividade de construção tem a capacidade de gerar efeitos multiplicadores e ajudar na promoção do crescimento econômico. Mais do que isso, a própria construção de residências deve ser contabilizada anualmente como investimentos em FBCF. A Tabela 9, a seguir, ilustra a participação da construção na FBCF. Infelizmente, a informação não é desagregada e trata a construção como um todo, sejam obras de infraestrutura, construções industriais/comerciais ou construções residenciais.

Componentes da formação bruta de capital	Valor a preços correntes (1.000.000 R\$)				
	2004	2005	2006	2007	2008
Total	332 333	347 976	397 027	487 761	627 158
FBCF	312 516	342 237	389 328	464 137	579 531
Construção	136 671	144 709	157 385	177 816	210 430
Máquinas e equipamentos	149 701	170 656	201 084	251 133	328 539
Outros	26 144	26 872	30 859	35 188	40 562
Variação de estoques	19 817	5 739	7 699	23 624	47 627

Tabela 9 – Componentes da formação bruta de capital a preços correntes: Brasil, 2004-2008

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

A construção com um todo representou, em média, 40% da FBCF. Evidentemente, a construção de obras de infraestrutura ou de instalações industriais/comerciais e, principalmente, a aquisição de máquinas e equipamentos são mais relevantes para a ampliação da capacidade produtiva e a continuidade do crescimento econômico do que a construção de residências, que apenas vai garantir a possibilidade de utilização do serviço habitação. Ainda assim, é possível inferir que os

investimentos em construção possibilitados pela retomada do *finance* ajudaram a promover o crescimento econômico do período. Ao mesmo tempo, a característica pró-cíclica das fontes de recursos do SFH se manifestou, permitindo realimentar o crescimento econômico na medida em que dispõe de mais recursos.

Como visto, a funcionalidade de um sistema financeiro que possibilite o financiamento dos investimentos de longo prazo deve ser avaliada nos dois momentos sugeridos por Keynes: o início da atividade de produção do bem de capital (*finance*) e a compatibilidade entre as posições credoras e devedoras ao final do período (*funding*). Se o processo de investimento gera renda suficiente para fazer frente à inversão inicial, não se pode considerar que, ao final do processo, a renda gerada irá tomar a forma necessária para o *funding*. Na formatação do SFH, o subsistema FGTS trata de, compulsoriamente, arrecadar uma parte da renda destinada aos trabalhadores, garantindo que ao menos uma parte da renda gerada tome a forma necessária para concluir o processo de financiamento da produção de residências. Por ser compulsório e pró-cíclico, essa fonte de recursos para *funding* será sempre beneficiada em cada novo ciclo de investimento. Como o volume de retiradas para financiamento habitacional não passa de 15% do total de saques, enquanto o resultado líquido do FGTS for positivo, essa fonte de *funding* está garantida.

Por sua vez, a captação voluntária de recursos para o subsistema SBPE, por definição, não está garantida. A Tabela 10, a seguir, descreve a evolução dos recursos depositados em cadernetas de poupança. Percebe-se que no primeiro ano depois do retorno da CEF aos financiamentos com origem na caderneta de poupança as retiradas superaram os depósitos. A partir de 2006 a captação líquida foi sempre positiva e com taxas significativas de crescimento. Em 2008 as cadernetas superaram a marca de 1 bilhão de Reais tanto em depósitos quanto em retiradas. A razão desse volume recorde está na rentabilidade que essa modalidade de aplicação financeira proporcionou no período em que a meta para a taxa SELIC atingiu seu menor nível histórico. Ainda assim, como o volume de empréstimos no subsistema SBPE estava em franco crescimento, nesse mesmo período começam a aparecer as preocupações dos operadores do sistema com a possível insuficiência dos recursos em caderneta de poupança⁸⁸.

⁸⁸ As preocupações são recorrentes nos textos disponíveis na página da ABECIP. Esse tema será objeto de análise no próximo capítulo.

Em R\$ Milhões

Período	Depósito	Retirada	Captação líquida		Rendimento	Saldo
			Valor	%		
2001	406.187,90	407.507,28	(1.319,38)	(1,50)	7.035,18	97.146,25
2002	481.959,44	474.951,15	7.008,28	6,84	8.268,91	112.423,44
2003	515.825,36	524.004,25	(8.178,89)	(7,37)	11.013,46	115.258,02
2004	595.503,79	592.446,49	3.057,30	2,46	8.537,90	126.853,22
2005	645.343,66	647.213,19	(1.869,53)	(1,55)	10.428,00	135.411,68
2006	713.446,40	708.482,67	4.963,74	3,32	10.037,13	150.412,55
2007	948.517,04	922.023,44	26.493,60	15,74	10.921,12	187.827,26
2008	1.047.564,07	1.033.663,36	13.900,71	6,90	13.672,31	215.400,28
2009	906.593,01	882.779,98	23.813,03	10,13	14.391,67	253.604,98
2010	984.454,38	954.940,90	29.513,47	10,72	16.759,77	299.878,22

Tabela 10 – Evolução do volume de recursos em Cadernetas de Poupança

Fonte: BACEN e ABECIP.

Quando o país consegue promover o investimento em habitação, isso ajuda a promover o crescimento econômico de curto prazo e cria condições para o aumento posterior da produção da atividade de aluguéis ou do consumo de serviço de habitação, medido pelo aluguel imputado. Ao mesmo tempo, o acesso à moradia adequada melhora as condições de vida da população e reflete nos indicadores de desenvolvimento socioeconômicos. Mas as decisões das construtoras de alavancar a produção e dos agentes financeiros em disponibilizar recursos para as obras somente serão validadas se existirem compradores dispostos e aptos a adquirirem os imóveis. Novamente os agentes financeiros têm um papel importante a desempenhar, provendo *funding* para compatibilizar o interesse dos construtores e dos compradores finais. Essa última etapa do circuito de financiamento de um bem de capital é trabalhada na próxima seção.

5.3 *FUNDING*: A COMPATIBILIDADE ENTRE AS POSIÇÕES CREDORAS E DEVEDORAS

A capacidade de pagamento dos compradores finais é um fator decisivo para o início de um novo empreendimento por parte das construtoras. A estratificação do mercado consumidor implica em dinâmicas diferentes quanto à evolução da capacidade de pagamento dos possíveis clientes nos diferentes estratos sociais. No caso da habitação popular, a disponibilidade de recursos orçamentários para subsidiar a compra de imóveis pelas famílias de baixa renda serve como indutora de um comportamento mais alavancado das empresas que atuam nesse segmento. Para os demais mercados (e de um modo geral), as empresas estarão mais dispostas a buscar *finance* se perceberem a disponibilidade de *funding* que permita ampliar o mercado potencial para as habitações a serem construídas. Essa seção pretende avaliar as dinâmicas da demanda de financiamentos para a compra de unidades habitacionais por parte das famílias e da oferta de financiamentos para os candidatos a mutuários. Antes, é preciso considerar que existem diferentes possibilidades de ocupação de um imóvel residencial, pois contratar um financiamento é apenas uma das formas de obter o serviço de habitação.

5.3.1 A condição de ocupação dos imóveis residenciais

De fato, existem quatro classificações possíveis para os domicílios, de acordo com a condição da ocupação: próprio já quitado, próprio ainda pagando, alugado ou cedido. Lembrando que, para a contagem em cada uma dessas categorias, não são consideradas as condições legais ou estruturais dos imóveis. Um domicílio precário em

um loteamento irregular – que seria contado como déficit habitacional⁸⁹ – pode ser considerado como “Próprio, já pago”, o que ajuda na compreensão dos números atuais da realidade brasileira. O Gráfico 9, abaixo, apresenta a distribuição percentual do tipo de ocupação dos 57,3 milhões de domicílios registrados no Censo Demográfico de 2010 (IBGE, 2011a). O percentual de mutuários (5% dos domicílios) é relativamente pequeno e condiz com a participação modesta do financiamento habitacional como proporção do PIB⁹⁰.

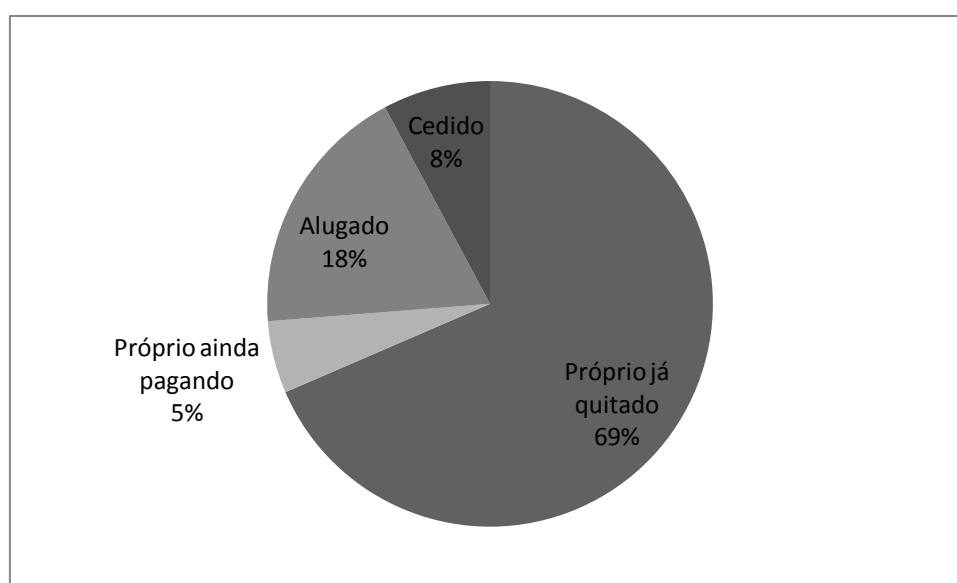


Gráfico 9 – Distribuição percentual da condição de ocupação dos domicílios brasileiros, de acordo com o Censo Demográfico 2010

Fonte: IBGE (2011a) – Censo Demográfico 2010.

A dimensão da demanda por imóveis residenciais depende da evolução da estrutura demográfica que, no caso brasileiro, passou por profundas transformações ao longo dos últimos quarenta anos, de tal forma que não é possível considerar que a demanda por imóveis seja homogênea, pois sofre modificações na medida em que ocorrem transformações nos perfis das famílias. Tomando como exemplo a taxa de

⁸⁹ O esforço para aprimorar a metodologia de cálculo do déficit habitacional no Brasil resultou na estimativa para o ano de 2007, disponível em Brasil (2009a).

⁹⁰ Em 2008 o crédito imobiliário representou apenas 2,1% do PIB. Com a recente retomada no número de financiamentos, a estimativa da ABECIP é que tenha alcançado 4% em 2010, participação inferior aos demais países de renda média próxima à brasileira.

fecundidade, as estimativas oficiais apontam que ela era de 5,76 filhos por mulher em 1970, passou para 2,88 em 1991, foi de 2,37 em 2000 e atinge apenas 1,86 em 2010. Também a esperança de vida ao nascer foi ampliada, passando de 51,43 anos em 1970 para 68,61 anos em 2000, chegando a 73,48 anos em 2010. Ou seja, um crescimento que os países desenvolvidos conseguiram em um século foi possível, por razões que não cabe aqui tentar explicar⁹¹, ser alcançado pelo Brasil em quarenta anos.

Também deve ser considerado como efeito da dinâmica populacional brasileira no mercado de financiamentos habitacionais o processo de migração rural-urbano que intensifica o adensamento populacional nas áreas urbanas e pressiona a demanda por imóveis nas mesmas. A composição das famílias urbanas tende a ser de um número menor de componentes. Como mostra a Tabela 11, em 1970 a média de moradores por domicílio encontrada no censo foi de 5,28, enquanto em 2010 foi de 3,32. Ou seja, hoje as famílias são menores do que eram e aumentou a parcela da população brasileira vivendo em áreas urbanas, que perfaziam pouco mais da metade em 1970 e contemplam 84,4% da população contada no Censo 2010. Esse processo permitiu e foi acompanhado por uma verticalização das moradias. Ao mesmo tempo, amplia a demanda potencial por financiamentos habitacionais, uma vez que estes são essencialmente urbanos.

Situação do domicílio	Censos demográficos				
	1970	1980	1991	2000	2010
Total	5,28	4,72	4,23	3,79	3,32
Urbana	5,07	4,53	4,09	3,69	3,27
Rural	5,58	5,18	4,73	4,31	3,68

Tabela 11 – Média de moradores por domicílio: Brasil, 1970 – 2010.

Fonte: IBGE, Censos Demográficos.

A transição demográfica em curso no Brasil revela profundas mudanças no perfil de ocupação das residências e provocou também mudanças no lado da oferta de

⁹¹ As pesquisas sobre demografia brasileira são desenvolvidas na Escola Nacional de Ciências Estatísticas – ENCE e no Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional – CEDEPLAR.

moradias, que é representado pelas empresas que atuam na construção e incorporação de imóveis. A configuração dos imóveis construídos, tanto em termos de estrutura física quanto em termos de localização espacial, teve de se adaptar a uma nova realidade demográfica, ao mesmo tempo em que influenciou a transformação desta.

A ocorrência de uma transição demográfica em um período em que o país não dispunha de um sistema de financiamentos habitacionais de boa funcionalidade produziu o aumento da ocupação irregular do solo urbano e da utilização de moradias inadequadas. Embora não existam séries históricas de estimativas comparáveis, é possível especular que o déficit habitacional tenha aumentado enquanto durou a crise do SFH. Durante essa crise, que se estendeu por mais de vinte anos, a população ainda apresentava taxas significativas de crescimento e as possibilidades de obtenção de financiamento para a compra de uma residência ficaram muito reduzidas. Nesse contexto, fica evidenciada a existência de uma demanda potencial por unidades habitacionais que não é satisfeita por insuficiência de renda ou de condições adequadas de financiamento, pois o custo de produção de uma residência é relativamente alto. Em outubro de 2011 o custo médio⁹² do metro quadrado no Brasil – medido pelo Sistema Nacional de Pesquisas de Custos e Índices da Construção Civil (SINAPI) do IBGE – foi de R\$ 805,67. Sem financiamento, e dada a distribuição de renda vigente na economia brasileira, o número de famílias aptas para a compra de residências seria muito menor do que o número de famílias dispostas a fazê-lo, o que, provavelmente, ampliaria o déficit habitacional.

O conceito de déficit habitacional está ligado ao número de famílias que não possuem um acesso adequado à moradia, cujos motivos são os próprios componentes do déficit, o que pode ser visto em detalhes no Quadro 4, a seguir. O Ministério das Cidades estimou que em 2008 o déficit habitacional no Brasil era de 5,572 milhões de unidades, sendo que 89,6% do déficit estava concentrado na faixa de até três salários mínimos e 7% entre três e cinco salários mínimos (BRASIL, 2010b).

⁹² Calculados através da média ponderada dos custos projetos residenciais no padrão normal de acabamento, sem considerar os preços dos terrenos.

COMPONENTES DO DÉFICIT	2008	OBSERVAÇÕES
Coabitação familiar	39,1%	Possui grande presença nas áreas urbanas
Ônus excessivo com aluguel	34,4%	Fator importante na definição das necessidades de moradia, principalmente nas regiões metropolitanas
Habitações precárias	20,5%	Embora com participação importante nas regiões metropolitanas, têm papel de destaque entre os componentes nas áreas rurais
Adensamento excessivo dos domicílios alugados	6%	Sua participação nos componentes não é de destaque. No entanto, isso pode ser decorrência do fato de que, se o domicílio tiver sido contabilizado em outro componente, ele não pode ser contado novamente, para evitar a dupla contagem.

Quadro 4: Componentes do déficit habitacional no Brasil – 2008

Fonte: adaptado de Brasil, 2010b.

O crescimento do setor de construção no período 2005 a 2010 e a recente diminuição do déficit habitacional evidenciam que as restrições de demanda, especialmente as restrições ao acesso ao financiamento habitacional, são as mais significativas para a dinâmica do setor. Somente ao longo do ano de 2010, depois de acelerado crescimento e do registro do menor nível de desemprego nas séries históricas das estatísticas sobre o mercado de trabalho, é que apareceram algumas restrições de oferta, especialmente no que tange à falta de mão de obra especializada. A consequência foi o aumento dos salários no setor e a articulação das empresas para promover cursos de capacitação. As restrições de oferta também poderiam ter surgido ao longo da cadeia produtiva. No entanto, não houve registro de restrição significativa na oferta de algum ramo da estrutura da cadeia produtiva da construção, à exceção da falta de guindastes para as grandes construções, muitas das quais não são projetos residenciais, mas projetos de infraestrutura ou instalações comerciais/industriais.

Pelo lado da demanda por imóveis, a existência do déficit habitacional revela a sua dimensão potencial, mas o problema é o acesso ao financiamento de imóveis que possam suprir essa demanda potencial. No início da retomada de um nível superior das contratações de financiamentos habitacionais, esse diagnóstico já existia. Nas palavras da Superintendente de Crédito Imobiliário da CEF, em 2005,

[...] o grande desafio é mudar o perfil dos financiamentos, passando do financiamento da comercialização e da melhoria para o financiamento efetivo da produção, com um produto que tenha o perfil do público que está construindo o nosso déficit habitacional ou pertencendo a ele (VIANNA, 2007, p. 144).

Caberia, portanto, avaliar a disponibilidade dos candidatos em contratar um financiamento habitacional. Como não existem informações sobre a intenção de compra de imóveis em todo o território nacional, a próxima subseção tratará dos aspectos teóricos relacionados à demanda por financiamentos para a aquisição de moradias.

5.3.2 A demanda por financiamentos habitacionais

A demanda por imóveis é composta por investidores, que pretendem obter ganho de capital com a valorização dos mesmos ou renda advinda da locação, e por famílias que pretendem adquiri-los para desfrutar do serviço de habitação que proporcionam, sendo esse grupo o mais propenso a recorrer aos financiamentos habitacionais. Ocupar um imóvel próprio, ainda pagando, é apenas uma das quatro alternativas de ocupação por parte do morador. A distribuição da ocupação dos domicílios de acordo com as possibilidades elencadas (próprio já quitado, próprio ainda pagando, alugado ou cedido) não é homogênea em todos os países do mundo, razão pela qual a recomendação dos manuais de contabilidade nacional (UNITED NATIONS, 2008) é para que seja imputado um valor ao serviço de habitação prestado pelo imóvel próprio (já quitado ou ainda pagando). A Tabela 12, a seguir, resume o comportamento recente dos Aluguéis Imputados nas Contas Nacionais brasileiras.

Os serviços de moradia prestados pelos imóveis próprios – medidos pelo Aluguel Imputado – representaram cerca de um décimo do consumo das famílias brasileiras no período 2000 a 2008. Na demanda total da economia brasileira, o Aluguel imputado perdeu continuamente participação, saindo de 4,02% em 2000 e encerrando com 2,61% em 2008.

	Participação do Aluguel Imputado – em percentual								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
No consumo das famílias	12,43	12,87	12,16	12,19	10,84	10,40	9,79	9,41	8,89
Na demanda total da economia brasileira	4,02	4,16	3,85	3,67	3,19	3,02	2,88	2,76	2,61

Tabela 12: Participação do Aluguel Imputado no consumo das famílias e na demanda total da economia brasileira – 2000-2008

Fonte: elaboração própria com dados do Sistema de Contas Nacionais – IBGE.

Esses resultados parecem refletir as mudanças recentes na estrutura do consumo das famílias brasileiras decorrentes do crescimento econômico concomitante com a melhora na distribuição de renda; e o próprio avanço do número de domicílios alugados, que passaram de 14% do total de domicílios em 2000 para 18% em 2010⁹³. Mesmo descendente, a existência do serviço moradia nas Contas Nacionais evidencia o papel das residências como bens de capital.

Se a demanda por financiamento para a aquisição de bens de capital depende das expectativas dos empreendedores sobre o futuro dos negócios, do *animal spirits* que impulsiona os indivíduos à ação, a demanda por financiamentos habitacionais depende da necessidade da obtenção do serviço moradia por parte das famílias e da convenção de que adquirir uma “casa própria” seja a melhor opção. Sem dúvida, ocupar um imóvel cedido pelo proprietário é o arranjo mais precário, e espera-se que essa condição de ocupação diminua com o aumento de renda da população e com a disponibilidade de financiamentos. Foi o que aconteceu nos últimos dez anos, com a redução de 83 mil domicílios ocupados dessa forma entre 2000 e 2010, embora ainda restassem significativos 4,4 milhões de domicílios cedidos em 2010.

⁹³ O aumento dos domicílios alugados também pode ser considerado fruto de mudanças institucionais na estabilidade da moeda e na legislação que regulamenta as locações. Um período de alta inflação fragiliza o locatário, mesmo que a legislação o proteja, porque os proprietários reduzem a oferta de imóveis para locação e contentam-se com os ganhos de capital que a propriedade pode proporcionar.

Os habitantes de domicílios próprios são potenciais demandantes de financiamento habitacional caso pertençam a ao menos um dos quesitos que caracterizam o déficit habitacional (Quadro 4). Para os demais, a opção está entre locar um imóvel ou adquirir um imóvel próprio, com seus recursos ou buscando um financiamento. No entanto, não se trata apenas de uma mera escolha da melhor opção financeira. O longo período de instabilidade macroeconômica, mais especificamente evidenciado pelo período com altas taxas de desemprego e pelos constantes aumentos nos preços dos aluguéis, ajudou a convencionar a opinião segundo a qual possuir a casa própria era o mais seguro e que pagar aluguel seria desperdício de dinheiro. Essa forma de pensar fortalece o sentimento de que ser proprietário é ter mais “segurança”. Neste sentido, mesmo que os juros do financiamento habitacional sejam maiores do que o aluguel (que, em média, fica entre 0,6% e 0,8% do valor do imóvel), o candidato a mutuário estaria disposto a contratar um financiamento. Na medida em que a memória do passado de alta inflação e alto desemprego vai se apagando, pode ficar mais viável a comparação meramente financeira que possibilite escolher entre alugar ou contratar um financiamento.

Ainda assim, não se pode assumir que a demanda por financiamentos habitacionais seja o reflexo de uma decisão financeira que busque otimizar a cesta de consumo do morador. A importância dos aspectos psicológicos na decisão do empreendedor de investir em um bem de capital, tão bem retratados por Keynes, no caso da compra de um imóvel exerce influência favorável ao investimento. A própria noção de incerteza conduz a uma decisão favorável ao investimento em um imóvel residencial por parte da família, uma vez que a única certeza que ela pode ter na tomada de decisão é a de que o serviço de habitação também será necessário no futuro. Como afirma Ferguson (2008, p. 232, grifo no original), “**safe as houses**: the phrase tells you all you need to know about why people all over the world yearn to own their own homes”. Assim, o risco do investimento em condições de incerteza é mitigado na mente do mutuário pelas vantagens da continuidade e segurança da posse⁹⁴. Somam-se ainda as características do bem em questão, que, por possuir atributos que tornam cada imóvel como “único”, aumentam a disposição do candidato a mutuário em pagar mais para utilizá-lo como proprietário do que pagaria como inquilino, somente para garantir que

⁹⁴ Conforme citação de Keynes (1936, p. 163) já transcrita na página 62.

poderá desfrutar do serviço que ele proporciona pelo tempo que julgar conveniente sem o risco de precisar devolver o imóvel ao proprietário⁹⁵.

Também serve de incentivo à contratação de um financiamento para a compra de uma residência a convenção de que o investimento em imóveis é seguro, pois os preços sempre manterão a tendência de alta. A razão desse pensamento convencional está no fato de ser o espaço para construção finito, enquanto a população estaria continuamente em crescimento⁹⁶. A perspectiva do contínuo aumento no preço dos imóveis aumenta a disposição das famílias em adquiri-los, ao mesmo tempo em que dificulta o acesso aos mesmos. Formalmente, pode-se considerar que, na ausência de tributos e de depreciação, o custo do serviço de habitação é a taxa real de juros i . Dessa forma:

$$R = i V$$

O valor do fluxo periódico de serviço de habitação R é relacionado com o valor da residência V . Ou seja, a renda R é o custo de oportunidade de utilizar o serviço de habitação por um período, e seu valor capitalizado (R/i) é igual ao valor da propriedade (V). Incluindo a depreciação d , o tributo sobre a propriedade t e os ganhos de capital g , a equação fica:

$$R = (i + t + d - g) V$$

De tal forma que os tributos e a depreciação aumentam o custo de uso enquanto os ganhos de capital o reduzem. Assim, quando os preços das residências sobem provocam um efeito ambíguo sobre o acesso à moradia. Para os não proprietários, o acesso fica mais difícil, enquanto que para os proprietários o custo de oportunidade de utilizar o serviço de habitação diminui (QUIGLEY; RAPHAEL, 2004). Ou seja, a convenção de que adquirir a casa própria é um bom negócio tem por pressuposto uma tendência de elevação contínua dos preços dos mesmos, e, nesse sentido, as evidências empíricas corroboram para estabelecer a convenção, pois a trajetória dos preços é, normalmente, de alta, embora crises com quedas de preços sempre possam ocorrer.

⁹⁵ A legislação que regulamenta os aluguéis procura garantir o locatário, mas sempre existe a possibilidade, garantida por lei, de o proprietário solicitar a devolução do imóvel antes do término do contrato justificando com a necessidade do imóvel para uso próprio.

⁹⁶ Ferguson (2008) descreve como a crise do subprime na economia norte-americana em 2008 contrariou o senso comum segundo o qual “we tend to assume in the English-speaking world that property is a one-way bet” (FERGUSON, 2008, p. 261).

De fato, o ganho de capital obtido com investimento em imóveis sempre foi uma possibilidade na economia brasileira, mesmo no período de maior instabilidade em que os imóveis chegaram a desempenhar a função de reserva de valor em substituição à própria moeda. Nesse mesmo período, o SFH entrou em crise e o ponto a ser aqui salientado é que as mudanças institucionais que propiciaram o aumento das contratações não parecem ter promovido mudanças na demanda por financiamentos habitacionais. A julgar pelas peculiaridades dos investimentos em habitação e da existência de um déficit habitacional no Brasil, pode-se considerar que a demanda por financiamentos sempre esteve latente. Sob a vigência de condições restritivas no acesso aos financiamentos imobiliários, os candidatos a mutuários poderiam estar dispostos, mas não estavam aptos a contratá-los. Assim, as mudanças institucionais descritas no capítulo anterior exerceram influência ao propiciarem o aumento na oferta de financiamentos para a compra da casa própria. São essas influências que devem ser analisadas na próxima seção.

5.3.3 A oferta de financiamentos habitacionais

A dinâmica do mercado de financiamentos habitacionais permite que algumas instituições financeiras se especializem em financiar a construção enquanto outras se especializem na oferta de crédito aos mutuários. No caso brasileiro, o habitual no SFN, formado por bancos múltiplos, é a atuação dos agentes financeiros nas duas frentes. Ao avaliar a estrutura dos financiamentos habitacionais no Brasil, o United Nations Human Settlements Programme (UN-HABITAT, 2010) constatou que o principal interesse do setor privado é o financiamento aos mutuários para aquisição das unidades, e não à construção. Assim, na percepção da agência da ONU, quando os bancos privados brasileiros financiam a construção seria apenas como um mecanismo que possibilita ofertar imóveis aos mutuários⁹⁷. Com isso, podem estabelecer uma relação de longo

⁹⁷ Quando uma empresa financia a construção de uma obra, o banco credor adquire o direito sobre o imóvel a ser construído. Quando o imóvel estiver concluído e as matrículas no Registro de Imóveis

prazo, fidelizando o cliente enquanto recebem o retorno do empréstimo (UN-HABITAT, 2010), especialmente quando os bancos firmam a expectativa de que as taxas de juros vão cair, o que aumenta a possibilidade de oferecerem financiamentos de prazo mais longo com taxas de juros fixas.

A preferência pelo financiamento da pessoa física pode ser constatada nos balanços dos demais bancos que atuam nesse mercado, além da CEF, que participa com 75% do crédito habitacional e cuja importância foi aqui reconhecida ao se considerar a sua reestruturação como uma das vertentes de mudança institucional, o que será tratado em separado, adiante. Na tabulação feita por Romero e Travaglini (2011) com os balanços do primeiro trimestre de 2011, o banco Itaú (8,4% de participação no mercado de crédito imobiliário) tem sua carteira dividida em 62% Pessoa Física e 38% Pessoa Jurídica, o Santander (7,7% de participação) divide em 56% PF e 44% PJ, e o Banco do Brasil (banco público que entrou recentemente no mercado de financiamentos habitacionais e representava 2,3%) tinha 82% da carteira na PF e 18% na PJ. Apenas o Bradesco (6,5%) contrastava com preferência pela PJ (59%).

De um modo geral, os agentes financeiros ofertarão crédito se suas expectativas apontarem para a viabilidade dos mesmos, no sentido em que os tomadores terão capacidade de auferir renda suficiente para cumprir os compromissos assumidos e/ou a evolução financeira do ativo dado em colateral seja favorável. No caso do financiamento de um bem de capital, a viabilidade tomará por base a rentabilidade esperada do investimento e a liquidez manifestada pela capacidade de retomada rápida, em caso de inadimplência, e a possibilidade de revenda sem grande desvalorização. No caso dos financiamentos habitacionais, a renda esperada pela utilização do bem é o serviço de habitação que o mesmo proporcionará, e o colateral será o próprio imóvel. A renda auferida como serviço de habitação não serve como referência para a concessão de empréstimo, pois não pode ser utilizada para devolver os recursos emprestados pelo agente financeiro. Nesse caso, a avaliação de crédito para o financiamento habitacional tomará como referência a renda que o mutuário auferir na sua atividade econômica, e não na atividade do bem de capital que está financiando. Tampouco os retornos esperados dos investimentos em habitação servirão como único critério para a definição

forem desmembradas (condição fundamental para o financiamento aos mutuários), o banco que financiou a obra tem a vantagem de tornar mais célere o processo de financiamento, uma vez que já dispõe de toda a documentação do imóvel e da construtora.

do volume de crédito que o agente financeiro destinará aos financiamentos habitacionais, mas este dependerá também da sua preferência pela liquidez. Em favor dos investimentos em imóveis estão os já referidos custos de manutenção menores que os retornos, uma boa capacidade de retenção do seu valor e a existência de um mercado secundário organizado, o que oferece uma relativa liquidez para esse ativo. Em síntese, os agentes financeiros irão ofertar empréstimos aos mutuários com base na expectativa que formam sobre o futuro da capacidade de pagamento dos mesmos e na possibilidade de retomar e revender sem grande desvalorização o imóvel que serve de garantia. Um peso maior para a avaliação da capacidade de pagamento do mutuário permite maior segurança na estrutura financeira dos bancos, enquanto um peso maior no valor do imóvel aumenta a fragilidade porque necessita de um aumento constante no nível geral de preços dos imóveis.

Sobre a capacidade de pagamento, Minsky (1986) recomenda que para analisar os efeitos dos compromissos financeiros sobre as economias é necessário olhar as unidades econômicas – inclusive as famílias – em termos de seus fluxos de caixa. Assim, por mais que contratar um financiamento habitacional possa transmitir mais segurança ao mutuário do que um contrato de locação transmite a um inquilino, convém lembrar a advertência de Niall Ferguson: “Remember: it’s not owning property that gives you security; it just gives your creditors security. Real security comes from having a steady income”. (FERGUSON, 2008, p. 278).

Ter uma renda estável é um atributo que os agentes financeiros valorizam nos candidatos a mutuários. No entanto, à manutenção dessa renda estável no fluxo de caixa das famílias também se impõe a incerteza existente em uma economia monetária de produção. Nada se pode afirmar sobre sua manutenção no futuro, mas as decisões precisam ser tomadas e, por isso, a importância do pensamento convencional na visão pós-keynesiana e dos hábitos na visão institucionalista. Como visto, as famílias possuem a intuição de que possuir a casa própria, ainda que seja necessário recorrer a um financiamento, é a solução mais segura. Já o banqueiro, na prática habitual, apoia seu grau de confiança em convenções como: o futuro irá reproduzir o passado, e, por isso, a avaliação do histórico do cliente na concessão do crédito é tão relevante; e é melhor seguir a opinião média do mercado, pois cometer o mesmo erro que outros também cometerem é mais seguro do errar sozinho (PAULA, 2011).

O procedimento de verificação da capacidade de pagamento compreende a avaliação da declaração de Imposto de Renda, comprovantes de rendimento e a consulta ao histórico de informações de créditos tomados pelo candidato a mutuário. Tal prática colabora com a funcionalidade de um sistema financeiro que pretende conceder empréstimos habitacionais, pois, para tanto, é necessária uma verificação efetiva das informações financeiras dos proponentes e da capacidade de pagamento dos mesmos, embora não se possa garantir sua manutenção no futuro. Em complemento, a legislação que regulamenta o crédito ainda impõe penalidades para o candidato que deturpar informações financeiras. Portanto, é de se esperar o aumento do crédito oferecido aos mutuários na medida em que aumentam a renda per capita e a massa salarial, em consonância com a maior capacidade de precisão em aferir o comportamento das mesmas que a estabilidade da moeda proporciona.

A Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE apresenta de modo inequívoco a melhora no mercado de trabalho nas regiões pesquisadas. A taxa de desocupação, que era superior a 10% em janeiro de 2005, se estabiliza na faixa de 6% ao longo do ano de 2011. Ao mesmo tempo, o rendimento médio real do trabalho principal (em Reais de outubro de 2011) passou de cerca de R\$ 1.300,00 para a faixa dos R\$ 1.600,00. O Gráfico 10, a seguir, ilustra esses movimentos.

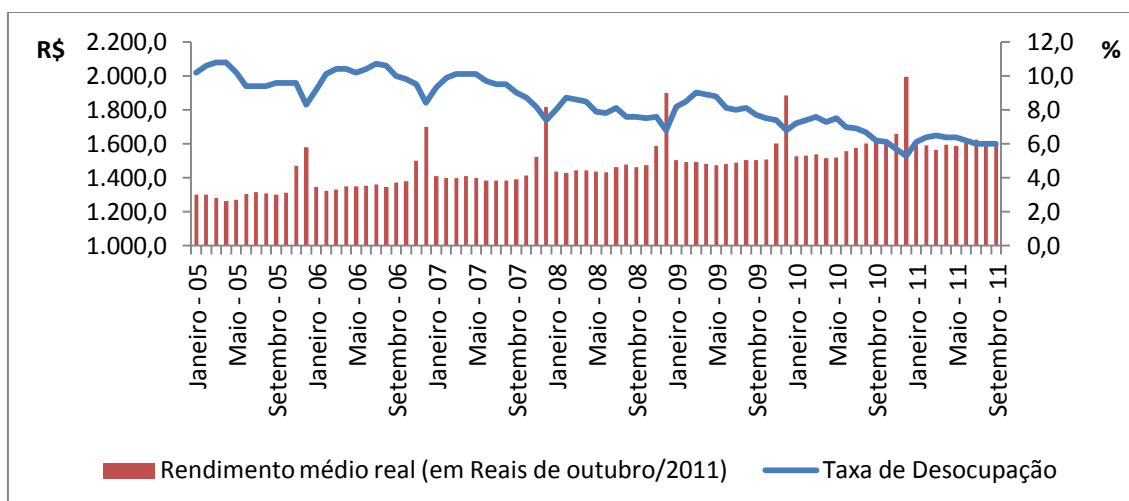


Gráfico 10 – Rendimento médio real (em Reais de 2011) e Taxa de Desocupação, Brasil: janeiro 2005 – setembro 2011.

Fonte: Pesquisa Mensal de Emprego – IBGE

De fato, o crescimento da renda per capita e os números positivos no mercado de trabalho aumentam o número de famílias aptas⁹⁸ a contratar um financiamento habitacional, mas não garante, em absoluto, que o agente financeiro irá receber de volta o recurso que emprestar. A estabilidade da moeda desempenha o importante papel de impedir um grande descompasso entre a evolução da dívida contratada e a renda auferida pelo mutuário na sua atividade econômica, o que ajuda a evitar o aumento da inadimplência. Uma estratégia dos agentes financeiros para reduzir o risco de inadimplência nos financiamentos habitacionais é fixar uma fração máxima da renda do mutuário que pode ser comprometida com o pagamento das prestações, chamada, na sigla em inglês, de *Debt-to-Income* – DTI⁹⁹. Uma vez reconhecida a renda do potencial comprador e a relação DTI, fica determinado qual o montante máximo de crédito a ser concedido, considerados o prazo e os juros praticados. Como o Sistema de Amortização Constante (SAC) é o mais utilizado nos financiamentos habitacionais brasileiros, a relação DTI limita o valor da primeira parcela e possibilita uma redução dos riscos, uma vez que a participação dos juros no total das prestações mensais é decrescente e o comprometimento da renda do mutuário com as prestações será cada vez menor, mesmo que este não tenha seus rendimentos aumentados.

Outra limitação usual como critério para a aprovação dos financiamentos é a relação, também em inglês, *Loan-to-Value* – LTV, que fixa o máximo que o valor financiado pode representar do valor do imóvel. Com isso, o nível de garantia que o imóvel pode oferecer para cobrir o financiamento fica preservado. Do ponto de vista do agente financeiro, as vantagens de fixar um limite para o financiamento estão em preservar uma parte de capital como reserva para cobrir a inadimplência e aumentar o incentivo aos mutuários se manterem adimplentes. Do ponto de vista do candidato a mutuário, os limites fixados podem inviabilizar o acesso, uma vez que exigem do

⁹⁸ No Brasil não existe um índice como o Housing and Urban Development Index, que calcula, para os Estados Unidos, a razão entre a mediana da renda familiar e a renda familiar necessária para conseguir financiar a mediana dos valores dos preços das habitações vendidas naquele período. Para críticas a esse índice, ver Quigley e Raphael (2004).

⁹⁹ Para os financiamentos no subsistema SBPE, o limite máximo de comprometimento com a prestação mensal é de 30% da renda apurada pelo solicitante; no subsistema FGTS não está pré-definido o percentual, mas a avaliação da capacidade de pagamento do candidato também é considerada.

mesmo uma capacidade de pagamento à vista de um percentual do imóvel¹⁰⁰. Porém, a elevação gradual ocorrida a partir de 2004, quando o LTV médio era de 45%, passando a 56% em 2007 e alcançando 62% em 2010, ampliou o número de famílias aptas ao financiamento, mantendo uma margem de garantia representada pelo percentual ainda significativo de capital próprio (PINHO, 2011). Evidentemente, fixar um limite de LTV não garante os pagamentos mensais, mas serve como um dos critérios para avaliar a capacidade de pagamento do candidato a mutuário e de incentivo para a adimplência do mesmo.

Novamente, a estabilidade da moeda pode ser considerada como uma mudança institucional de fundamental importância para mitigar os riscos da atividade bancária no financiamento aos mutuários (*funding*), como já fora no financiamento à construção (*finance*). Com um padrão monetário mais estável, ficou mais fácil avaliar o risco de oferecer crédito aos mutuários, uma vez que diminuiu a possibilidade de ocorrer um grande descompasso entre a evolução dos saldos devedores e a evolução dos rendimentos. Embora mantenha a taxa de juros em níveis comparativamente elevados, o regime de metas de inflação no Brasil permitiu diminuir as variações bruscas nas taxas de juros, reduzindo, portanto, o risco que fortes oscilações na taxa de juros oferecem aos agentes financeiros. Além de reduzir a oscilação, em um cenário de redução das taxas de juros que se desenhou a partir do final de 2004 também havia o incentivo para oferecer crédito de longo prazo, como os financiamentos habitacionais, e assim aproveitar o patamar mais elevado. A estabilidade da moeda também permitiu melhor gestão dos ativos e das obrigações dos agentes financeiros, o que ajudou na administração do risco de liquidez.

De fato, a mudança na instituição moeda permitiu maior segurança para a atividade dos agentes financeiros envolvidos com o financiamento habitacional. No entanto, ela não é capaz de explicar sozinha a retomada no nível de financiamentos. As mudanças no arcabouço jurídico que regulamenta o mercado também exerceram influência significativa. A própria garantia do retorno do capital emprestado pelo agente financeiro foi reforçada com a introdução da alienação fiduciária, pois, como já foi

¹⁰⁰ Em outubro de 2010, dos agentes que operam no subsistema SBPE, a CEF e o Banco do Brasil financiavam até 90% do valor do imóvel, enquanto Itaú, Bradesco e Santander financiavam até 80%. No subsistema FGTS é possível financiar até 100%, mas é comum a utilização do saldo da conta do próprio mutuário no FGTS como entrada.

descrito, com ela a propriedade do imóvel somente será do comprador com a quitação do financiamento.

A mudança na legislação que obrigou o pagamento do incontroverso por parte do mutuário que questionar o financiamento na justiça também colaborou para reduzir a inadimplência. A jurisprudência construída¹⁰¹ nas demandas judiciais sobre contratos de financiamento no âmbito do SFI (e que passaram a valer também para o âmbito do SFH) indicam pouca margem de discussão, pois as decisões reconhecem que os critérios para o reajustamento das prestações e de correção do saldo devedor expressam o acordo entre as partes, não podendo ser contestados. Quando o mutuário solicita a incorporação das parcelas em atraso ao saldo devedor, o entendimento é pelo indeferimento da solicitação, pois isso daria ao mutuário o direito de permanecer indefinidamente em mora sem que o credor pudesse exigir seu crédito. Assim, além da obrigação de pagar o incontroverso, o mutuário não tem estímulo para buscar na justiça uma forma de protelar o pagamento do financiamento, pois a jurisprudência indica que os pleitos não são atendidos. No mesmo sentido também atua a redução dos prazos para a retomada de um imóvel por parte do agente financeiro. Na avaliação do vice-presidente de Governo e Habitação da CEF, Teotônio Costa Rezende, o regime de alienação fiduciária tornou mais célere o processo de execução para retomada do imóvel, passando de 282 dias na execução hipotecária para 125 dias. Além de garantir maior efetividade na cobrança com maior índice de retorno ao pagamento, passando de 75% para 92% (REZENDE, 2011).

A redução da inadimplência serve de ilustração da importância da estabilidade da moeda e do novo arcabouço jurídico. O Gráfico 11, a seguir, mostra que o percentual de contratos com atraso superior a 90 dias começa a reduzir em 2004. A partir de então, com os novos contratos com alienação fiduciária assumindo parcela maior do estoque de financiamentos, a inadimplência sofre significativa redução. Se forem considerados em separado, os contratos com alienação fiduciária apresentaram 1,3% de inadimplência em 2007 e estabilizaram em 1,2% em 2009 e 2010 (PINHO, 2011).

¹⁰¹ A decisão do TRF sobre o processo AC 484 SP 2003.61.14.000484-3, em 13/01/2009, é apontada como uma jurisprudência formada sobre o assunto.

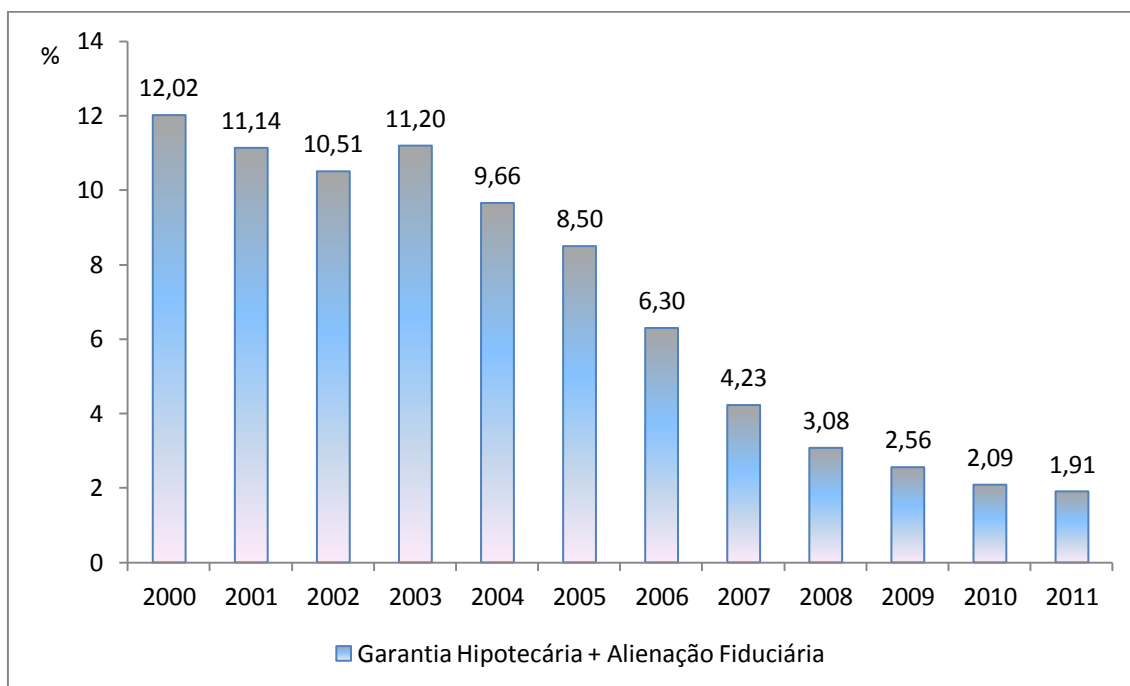


Gráfico 11 – Inadimplência superior a três prestações em atraso nos contratos de financiamento habitacional com garantia hipotecária ou alienação fiduciária. Brasil: 2000 -2011

Fonte: BACEN e ABECIP.

Observando a evolução da inadimplência nos financiamentos habitacionais, é possível identificar nas mudanças institucionais elencadas no capítulo anterior fatores que contribuíram para construir uma perspectiva favorável à consolidação de um endividamento de longo prazo a ser tomado pelo mutuário. Por sua vez, a concessão de *funding* foi fundamental para a retomada de um nível elevado de financiamentos habitacionais. No entanto, se as mudanças institucionais na estabilidade da moeda e no arcabouço jurídico permitiram melhorar a disponibilidade de oferta de financiamentos habitacionais, também foi preciso garantir a existência de recursos disponíveis na forma adequada para o *funding*. Como visto, a retomada de um nível mais elevado no número de financiamentos ocorre com a volta da utilização dos recursos em cadernetas de poupança, especialmente na CEF, que foi acompanhada com o aumento na utilização de recursos do FGTS.

Os recursos da caderneta da poupança servem como *funding* para os mutuários com maior poder aquisitivo e imóveis de maior valor¹⁰². Esses mutuários, com rendimento mensal superior a dez salários mínimos, possuem o perfil que interessa aos agentes financeiros. Na medida em que os agentes tiveram que deduzir os créditos do chamado “FCVS Virtual”, começa a necessidade de direcionar os recursos em caderneta para os financiamentos habitacionais. Assim, os financiamentos aparecem como oportunidade rentável de alongar o perfil dos créditos, pois possibilitam a manutenção por um longo período de uma clientela com capacidade de consumir outros produtos financeiros, como seguros e cartões de crédito, por exemplo. Outro incentivo para os agentes financeiros emprestarem recursos das cadernetas vem da própria dinâmica do mercado, uma vez que para manter a participação no mercado é preciso crescer na mesma magnitude que os demais concorrentes. Dessa forma, uma atuação mais agressiva da CEF acaba por estimular os demais, inclusive o próprio Banco do Brasil, que passou a oferecer financiamentos habitacionais somente em 2008.

A recuperação dos recursos do FCVS foi muito importante para a retomada dos financiamentos no subsistema SBPE, dado o volume de recursos envolvidos. A última avaliação atuarial disponível aponta que, em 31/12/2009, a dívida remanescente do FCVS somava R\$ 87,5 bilhões, enquanto a dívida quitada perfazia R\$ 82,7 bilhões¹⁰³. De um total de 3.985.144 contratos, 1.612.334 já haviam sido novados e 2.372.810 ainda estavam por novar (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2009, p. 43).

A dívida quitada pelo FCVS não representa retorno imediato dos recursos ao SBPE, mas a posse de títulos públicos com retorno ao longo de 30 anos. Já o fim do FCVS virtual representa um aumento na disponibilidade de recursos a serem emprestados, uma vez que não podem mais serem utilizados para cumprir com a exigibilidade de direcionamento de recursos. Trata-se de um volume expressivo que perfaz mais de R\$ 30 bilhões, equivalendo a um terço do volume destinado pelos agentes financeiros em 2010. Assim, com a reestruturação da CEF e a retirada dos

¹⁰² O Governo chegou a lançar o Pró-Cotista, um programa de financiamento habitacional, no âmbito do FGTS, para os trabalhadores com recursos no fundo sem limites de renda familiar ou de valor do imóvel financiado. Na avaliação dos gestores do FGTS, o Pró-Cotista passou a ser uma linha de crédito concorrente com as contratações no âmbito do SBPE e, com a exigibilidade de aplicações que os agentes financeiros precisam cumprir, a opção foi emprestar do SBPE e não promover a execução do Pró-Cotista. (FGTS, 2008).

¹⁰³ Nestes valores estão incluídos os créditos pertencentes ao FGTS (cerca de 10% do total), que serão tratados a seguir.

créditos junto ao FCVS da exigibilidade de aplicação dos recursos das cadernetas de poupança, os agentes financeiros – especialmente a CEF, como principal operador – estavam aptos a voltar a emprestar recursos no âmbito do SBPE. O problema desse subsistema estava no desencontro entre o perfil de mutuário ideal para os agentes financeiros e o perfil das famílias que perfaziam a demanda potencial por financiamentos habitacionais. As medidas adotadas no sentido de promover o encontro entre oferta e demanda nesse subsistema serão analisadas no próximo capítulo.

Quanto ao subsistema FGTS, a importância dos seus recursos não permite uma avaliação parcial, tratando somente do ponto de vista do trabalhador e da eficiência alocativa que este poderia alcançar se tivesse autonomia para definir o destino de seus recursos lá depositados, embora, mesmo do ponto de vista individual, a atuação do FGTS no auxílio ao provimento de habitações dignas para seus cotistas seja significativa. A dimensão do auxílio ao acesso à moradia que os saques das contas vinculadas do FGTS propiciaram aos trabalhadores pode ser traduzida em números, visto que,

[...] em 2009, um total de 783 mil trabalhadores sacou recursos de suas contas com esta finalidade [aquisição de casa própria], movimentando R\$4,2 bilhões. Há que se destacar também o fato de outros R\$1,5 bilhão foram retirados para liquidação de contratos e/ou amortização de dívidas oriundas de financiamentos (BRASIL, 2010a, p. 40).

Mais do que a importância pessoal para os cotistas que utilizam seu fundo na aquisição da casa própria, o FGTS possui uma importância social que pode ser medida pela utilização dos seus recursos no financiamento de obras de saneamento básico e financiamento habitacional. Embora possua um programa de apoio à produção de habitações com a concessão de financiamentos a pessoas jurídicas para a construção de habitações (com cerca de 8% do volume de recursos destinado ao financiamento habitacional em 2008), seu principal produto na área é a Carta de Crédito Individual. Por sua característica, o FGTS serve como *funding* para os financiamentos habitacionais contratados pela população de baixa renda e pela compra de imóveis de menor valor. Seus contratos possuem prazo médio de vencimento de 10,5 anos e são atualizados pela variação da TR com acréscimo de juros médios anuais de 5% (BRASIL, 2010a).

Também no âmbito do subsistema FGTS, a securitização dos créditos do FCVS teve grande importância nesse processo de ampliação do nível de contratações. A Medida Provisória nº 2.161, de 28 de junho de 2001, transferiu para a ENGEA (ou seja, para a União) o risco de crédito dos financiamentos no âmbito do SFH com recursos do FGTS contratados até 1º de junho de 2001. A partir dessa data o risco de crédito das operações realizadas é imputado à CEF, na qualidade de agente operador do FGTS. Assim, o FGTS ficou livre dos riscos dos financiamentos habitacionais. Os problemas do passado estavam localizados no saldo credor junto ao FCVS, que passava pelo processo de novação das dívidas, com a garantia da União, e os riscos do futuro passavam para a responsabilidade total da CEF, como gestora dos recursos.

De fato, o retorno dos créditos junto ao FCVS recebidos pelo FGTS em pagamento de dívidas não foi imediato. A novação dos créditos é um processo lento e pode ser acompanhado nos relatórios anuais de gestão, como na seguinte passagem:

Após a superação das exigências previstas na Lei de regência do FCVS (Lei nº 10.150), o FGTS formalizou junto à CEF/Administradora do FCVS, no ano de 2007, o primeiro processo de novação cujos créditos são de titularidade do FCVS que resultou em 2008 na emissão de 648.038 títulos no valor de R\$1.341.778, na posição de 01/11/2006 (BRASIL, 2009b, p. 12).

Em 2009 a situação do total de créditos do FGTS (R\$ 6,1 bilhões) estava distribuída de forma que 24,27% já tinham concluído o processo de novação e sido transformados em títulos públicos, 62,54% estavam na situação de homologados perante o FCVS e aguardavam a emissão dos títulos para a novação da dívida, e apenas 13,19% estavam em procedimentos para solução de pendências entre os mutuários e o FCVS (BRASIL, 2010a). Assim, na medida em que os créditos de liquidação duvidosa são convertidos em títulos públicos¹⁰⁴, torna-se possível o aumento na margem para a concessão de novos recursos para o financiamento habitacional. A maior disponibilidade de recursos por parte do FGTS foi importante para o êxito da nova política habitacional executada pelo governo a partir de 2005, conforme argumento a ser apresentado no próximo capítulo.

¹⁰⁴ Com garantia de retorno no prazo máximo de 30 anos, mas que podem ser comercializados antecipadamente, embora esteja manifestada nas demonstrações contábeis encontradas nos relatórios anuais de gestão do FGTS a preferência pela manutenção dos títulos em carteira até o vencimento.

Em síntese, este capítulo procurou encontrar evidências da importância das mudanças institucionais identificadas no capítulo anterior na retomada dos financiamentos habitacionais, sem estabelecer uma preponderância ou causalidade. A complexidade do tema torna arriscada a formalização para os propósitos desta tese, pois é difícil captar o alcance, por exemplo, das mudanças no arcabouço jurídico. Uma possibilidade é utilizar variáveis *dummy*, como o exercício econométrico realizado por Martins (2009), que encontrou evidências de que o volume de financiamentos habitacionais tem relação inversa com a taxa de juros (representada pela taxa SELIC), além de ser mais influenciado pelo direcionamento do crédito do que pela própria mudança propiciada pela Lei 10.931 (BRASIL, 2004a). Embora esse exemplo exiba compatibilidade com a argumentação aqui apresentada, a formalização proposta não permitiu ampliar a compreensão sobre o mercado de financiamentos habitacionais, especialmente sobre a transformação recente que possibilitou a retomada dos financiamentos no âmbito do SFH. Evidentemente, não era esse o objetivo daquele autor, mas o ponto a ser aqui destacado é de que as formalizações são interessantes pelo rigor metodológico, mas invariavelmente precisam reduzir os fenômenos complexos ao comportamento das variáveis estritamente definidas e que nem sempre conseguem captar as especificidades de um mercado com essa complexidade. Embora tenha seus méritos, a formalização não pareceu ser imprescindível para os objetivos que esta tese pretendeu alcançar. Neste sentido, o capítulo seguinte propõe o retorno a um nível abstrato de teorização, mesmo que apreciativa, partindo da reformulação ocorrida na política habitacional brasileira, pois existem evidências de que ela propiciou uma maior funcionalidade e ajudou a construir a retomada nos financiamentos que aqui foi apresentada.

6 CONSIDERAÇÕES SOBRE A FUNCIONALIDADE DOS FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Prover habitações adequadas para a sua população é um objetivo de qualquer país que pretenda alcançar um nível elevado de desenvolvimento socioeconômico, sendo comum, portanto, a existência de políticas habitacionais, especialmente para atender aos estratos inferiores de renda, cujo acesso a uma moradia adequada é mais difícil. Deixá-los sob o efeito das forças do livre mercado significa, muitas vezes, que a solução para o problema da habitação será via autofinanciamento para a construção de uma moradia inadequada, em uma aglomeração subnormal¹⁰⁵.

Para incluir os estratos inferiores de renda como demandantes em um mercado de habitações adequadas e em loteamentos regulares, existe a necessidade de oferecer às famílias demandantes com renda para fazer frente aos custos um produto de acordo com a sua capacidade de pagamento e encontrar uma forma de prover habitações àquelas cuja renda é de todo insuficiente. Pelo lado da oferta, a produção de habitações guarda especificidades de acordo com as características da população a quem se destina. Nesse sentido, o sistema de financiamento habitacional do país deve levar em conta a estratificação da demanda para montar as estratégias de *finance* e *funding* que possibilitem o acesso à moradia adequada para o maior número possível de famílias, respeitando as capacidades de pagamento. O propósito deste capítulo é compreender qual é a atual estratégia da política nacional de habitação, implantada a partir de 2004, no que tange às ofertas de *finance* e *funding*, pois a sua formação pode ter explorado melhor o novo ambiente institucional e ajudado na retomada de um nível elevado de contratações de financiamentos habitacionais.

Ao elaborar a sua política de habitação, o governo que tomou posse em 2003 reconheceu a necessidade da inversão de recursos públicos no sentido de facilitar o

¹⁰⁵ Aglomerados subnormais são assentamentos irregulares conhecidos como *favelas*, *invasões*, *grotas*, *baixadas*, *comunidades*, *vilas*, *ressacas*, *mocambos*, *palafitas*, entre outros. Em 2010, o Censo Demográfico do país registrou 6.329 aglomerados subnormais, nos quais viviam 6,0% da população brasileira (11.425.644 pessoas), distribuídos em 3.224.529 domicílios particulares ocupados (5,6% do total) (IBGE, 2011b).

acesso à moradia por parte da população dos estratos inferiores de renda. A nova política procurava promover mecanismos de transferência de recursos não onerosos, por meio de transferência de renda, subsidiando as famílias e não os imóveis, de forma “pessoal, temporária e intransferível” (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2004, p. 32). Procurava, portanto, vincular uma política de subsídios à condição socioeconômica do beneficiário, o que permitiria revisões periódicas de acordo com a evolução da renda e mesmo a recuperação total do subsídio em caso de revenda do imóvel.

Inicialmente a política habitacional separava a população em quatro grupos, de acordo com a capacidade de pagamento, e buscava estabelecer alternativas de recursos para os financiamentos habitacionais. Uma variação mais elaborada foi apresentada em 2008 e reproduzida no Quadro 5, a seguir, o qual apresenta as características de cada grupo de atendimento, a sua participação no déficit habitacional, bem como as fontes de recursos que deveriam ser utilizadas em cada estrato.

Grupo	Condições de acessar um financiamento	Fonte de recursos	Participação no déficit habitacional
I	Famílias com renda líquida abaixo da linha de financiamento	FNHIS	40%
II	Famílias que acessam o financiamento habitacional, mas que requerem subsídios de complemento e equilíbrio	FGTS / FNHIS Financiamento com subsídio	54%
III	Famílias que podem acessar o financiamento habitacional, com subsídio de equilíbrio	FGTS Financiamento com desconto	2%
IV	Famílias com capacidade de assumirem financiamento habitacional	FGTS/ SBPE	4%
V	Famílias com capacidade de acesso a um imóvel com financiamento de mercado	SBPE/SFI	

Quadro 5 – Características dos grupos de atendimento de acordo com a origem dos recursos para os financiamentos habitacionais e a participação no déficit habitacional.

Fonte: Adaptado de Ministério das Cidades (2008, p. 17).

A estratégia do Ministério das Cidades partia do pressuposto de que os recursos onerosos (FGTS e SBPE) sempre apresentariam predominância sobre os recursos não onerosos (recursos orçamentários e subsídios com recursos do FGTS), mas sua utilização esbarraria “na ausência de população em condições de utilizá-los” (BRASIL, 2008b, p. 17). Assim, a distribuição dos recursos de acordo com a origem definiria a possibilidade de atuação da política habitacional no sentido de prover o acesso à habitação por parte das famílias brasileiras, considerando a sua disponibilidade de renda.

O presente capítulo pretende avaliar a funcionalidade dos instrumentos de financiamento habitacional em vigor na economia brasileira, de acordo com a estratificação proposta pela política habitacional do Ministério das Cidades. Será destinada uma seção para cada grupo de fonte de recursos de acordo com o perfil das famílias demandantes analisando a sua funcionalidade, de acordo com o referencial teórico aqui utilizado.

6.1 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS ORÇAMENTÁRIOS

Em 2005, com a Lei 11.124, o Governo Federal implantou o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social – SNHIS, além de criar uma fonte de recurso para o mesmo por meio do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS) (BRASIL, 2005b). Trata-se de um fundo de natureza contábil, não financeira, que visa centralizar os recursos orçamentários dos programas estruturados no âmbito do SNHIS. Ou seja, as dotações do Orçamento Geral da União (OGU) que o governo destina ao FNHIS não ficam, de fato, nele alocadas. Os registros contábeis no fundo somente acontecem quando são transferidos para os projetos aprovados. Assim, mesmo que o Plano Plurianual (PPA 2008-2011) tenha previsto R\$ 1 bilhão anuais para o FNHIS (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2008), os recursos que porventura não fossem

alocados não poderiam ser geridos ou mantidos pelo próprio fundo para exercícios seguintes.

A partir de então, a questão passou a ser como elaborar projetos que tornem efetiva a alocação dos recursos do FNHIS. Nesse sentido, a Secretaria Nacional de Habitação começou a elaborar um Plano Nacional de Habitação – PlanHab como tentativa de encontrar alternativas para “universalizar o acesso à moradia digna para todo cidadão brasileiro” (BRASIL, 2008b, p. 1). O instrumento utilizado foi uma tentativa de criar diferentes modelagens de financiamento de acordo com as características dos grupos de famílias a serem atendidas.

Na estratégia elaborada no PlanHab, a perspectiva de crescimento econômico permitia visualizar uma participação maior de recursos do orçamento público na habitação. A proposta era ampliar as fontes de recursos já existentes (orçamento da União/Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social – FHNIS, FGTS e SBPE) e ampliar os subsídios com recursos do FGTS. De fato, com o PlanHab os subsídios voltam a ser considerados indispensáveis para oportunizar moradias à população de baixa renda. Os subsídios poderiam ser na forma de complemento ao financiamento, o que possibilita a aquisição de um imóvel de valor superior ao que a renda da família alcançaria e aumenta a garantia do financiamento, ou na forma de equilíbrio de taxa de juros, o que diminui o custo financeiro para o mutuário. Além dos recursos orçamentários, os recursos para os subsídios seriam ampliados, destinando uma porcentagem maior da receita financeira do FGTS e dos recursos por este recebido advindos das multas aos empregadores.

No momento da execução, a escolha foi pela meta do cenário mais otimista traçado no PlanHab, pois a situação fiscal do governo já permitia ampliar os gastos ainda que mantido o compromisso com o superávit primário. Em março de 2009, o governo estruturou o Programa Minha Casa Minha Vida – PMCMV por meio da MP nº 459, convertida na Lei nº 11.977, de 7 de julho de 2009, não apenas como política habitacional, mas como medida de enfrentamento aos efeitos que a crise financeira na economia norte-americana poderia causar na economia brasileira. A intenção era possibilitar o acesso à habitação para as famílias de baixa renda, utilizando subsídios, de forma quase integral para as famílias com renda de até três SM, e complementar ao financiamento para as famílias com renda entre três e seis SM. No total, o PMCMV

previa, inicialmente, 400 mil unidades para famílias com renda familiar de até três SM, 400 mil para famílias com renda entre três e seis SM, e 200 mil entre seis e dez SM. Para tanto, a União ficava autorizada a transferir até R\$ 14 bilhões para o FAR e até R\$ 500 milhões para o FDS, além de R\$ 1 bilhão orçamentários para operacionalizar o PMCMV, atendendo famílias com renda de até três SM nos municípios de até 50 mil habitantes¹⁰⁶ (BRASIL, 2009a).

O financiamento habitacional com recursos orçamentários obedece ao cumprimento das atribuições dos governos, na teoria proposta por Richard Musgrave (1974), segundo a qual lhes caberia: 1) o uso de instrumentos fiscais para assegurar ajustamentos na alocação de recursos; 2) conseguir ajustamentos na distribuição da renda e da riqueza; 3) garantir a estabilização econômica. Em se tratando de política habitacional, os financiamentos com recursos orçamentários ajudam a prover habitações adequadas para a população de baixa renda, alocando recursos públicos. Esse ajuste na alocação dos recursos existentes na economia também provoca a redistribuição de renda, pela própria definição do público-alvo da política habitacional. Por fim, é inegável que a alocação de recursos orçamentários no PMCMV teve também um viés anticíclico como mecanismo de combate aos efeitos da crise financeira internacional. Os recursos orçamentários, portanto, são destinados aos financiamentos ofertados à faixa de menor renda. A lógica desses financiamentos no âmbito do PMCMV é diferente e merece uma análise do seu circuito *F-I-P-F*, apresentado na Figura 9, abaixo.

¹⁰⁶ Uma referência para avaliar a magnitude do PMCMV pode ser tomada de programas anteriores, como o Morar Brasil e o Pró-Infra, que, entre 1995 e 2001, aplicaram, em valores correntes, R\$ 3,1 bilhões (média anual de R\$ 440 milhões), de acordo com a avaliação feita por Köhler (2003).

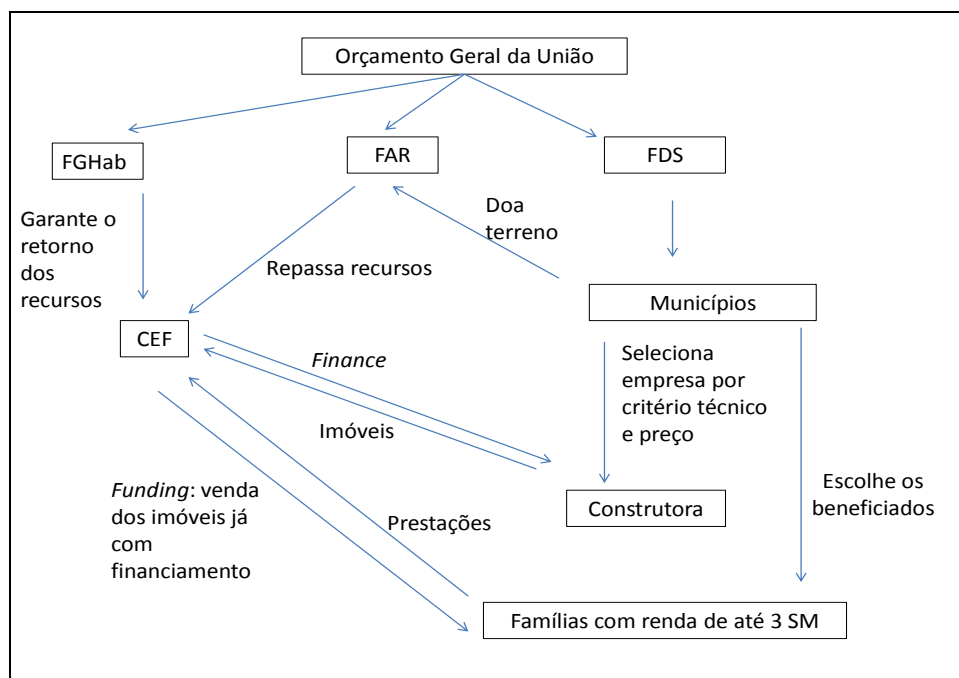


Figura 9 – Circuito de financiamento de imóveis para famílias com renda de até três salários mínimos no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida

Fonte: elaboração própria.

A Figura 9 mostra o circuito de financiamento na situação em que existe o envolvimento da esfera municipal. Nesses casos, o Governo Federal aloca recursos no FDS e transfere, mediante projetos, para as prefeituras, que os utilizam na regularização fundiária e na promoção de equipamentos públicos necessários para a utilização dos terrenos. Quando o terreno está em condições de uso, ele é transferido para o FAR e a prefeitura se encarrega da licitação para a contratação da empresa construtora. Os imóveis construídos (de acordo com as especificações técnicas do PMCMV) são todos comprados pela CEF com recursos do FAR e revendidos aos futuros mutuários. Como os recursos para as construções são entregues para as empresas de acordo com o andamento das obras, identifica-se que, nesses casos, o *finance* é de responsabilidade da CEF com os recursos orçamentários alocados no FAR.

A produção das construtoras também pode ocorrer por oferta privada ao poder público. Nesses casos, a própria construtora define o terreno e o projeto (dentro das especificações) e vende integralmente o que produzir para a CEF, da mesma forma e

com recursos do FAR, que se responsabiliza como fonte para *finance*. Em ambos os casos, as vantagens para as construtoras estão na inexistência de gastos com incorporação e comercialização, de riscos de inadimplência dos compradores (assumidos pela CEF sob cobertura do Fundo Garantidor da Habitação Popular – FGHab) ou de vacância de unidades construídas e não comercializadas.

A estratégia para atingir o maior número de famílias no segmento de renda de até três SM está na redução dos custos dos imóveis. A começar pela redução imposta pela Lei 11.977/2009 de 90 % das custas e emolumentos devidos pelos atos de abertura de matrícula, registro de incorporação, parcelamento de solo, averbação de construção, instituição de condomínio e registro da carta de “habite-se”. Outro determinante para a redução de custos é a adoção do regime especial de tributação aplicável às construtoras que operam no programa¹⁰⁷. A redução de custos também é possível em decorrência da compra pela CEF de todos os imóveis a serem construídos, reduzindo os custos de documentação e de contratação. A Lei 11.977/2009 estabelece ainda normas para a regularização fundiária. Nesses casos, quando a prefeitura consegue formalizar a posse de áreas ocupadas irregularmente, torna-se possível aos moradores do local o ingresso no PMCMV (BRASIL, 2009a).

Evidentemente, as 400 mil unidades programadas para a população de renda de até três SM no início do PMCMV não são suficientes para suprir o déficit habitacional nesse estrato¹⁰⁸. Como a demanda potencial é muito superior à oferta prevista, torna-se necessário estabelecer critérios para a seleção. Compete aos municípios elencar os beneficiários do programa, na faixa de renda familiar de até três SM, de acordo com os critérios de hierarquização estabelecidos pela Portaria nº 140 do Ministério das Cidades¹⁰⁹ (BRASIL, 2010c).

Como essas famílias não apresentam renda suficiente para comprar ou assumir um financiamento, o PMCMV estabelece a concessão de subvenção econômica ao beneficiário, pessoa física, no momento da contratação. A subvenção serve para

¹⁰⁷ Regulamentado na Instrução Normativa RFB nº 934, de 27 de abril de 2009.

¹⁰⁸ As estimativas mais frequentes nas referências utilizadas indicam que essa primeira meta seja suficiente para suprir apenas 6% do déficit acumulado nessa faixa de renda.

¹⁰⁹ A Portaria estabelece dois critérios nacionais: famílias residentes ou desabrigadas de áreas de risco ou insalubres; e famílias com mulheres responsáveis pelo domicílio. Abre espaço para que estados e municípios complementem com até três critérios regionais. A demanda é então qualificada de acordo com o número de critérios atribuídos ao candidato e separada em grupos de acordo com o número de critérios alcançados, dentro dos quais são ordenados por sorteio.

completar o valor necessário para assegurar o equilíbrio econômico-financeiro da operação e remunerar os agentes do SFH habilitados a atuar no programa. A Portaria nº 139 do Ministério das Cidades estabeleceu que os contratos de alienação dos imóveis tivessem prazo de vigência de 120 meses, nos quais são exigidas as contrapartidas mensais dos mutuários, sendo a prestação mínima de R\$ 50,00 (BRASIL, 2009c). O comprometimento de renda não poderia ser superior a 10%, o que evidencia que os subsídios respondem por grande parte do valor final da habitação. Como forma de impedir que o benefício seja capturado por outras pessoas que não as selecionadas, não são admitidas as transferências *inter vivos* sem a quitação do financiamento, sendo que a quitação antecipada implica em pagamento do valor contratual do imóvel, sem a subvenção.

Ainda que as subvenções respondam por parte significativa do valor dos imóveis, a operacionalização do programa precisa prever a retomada dos imóveis em caso de inadimplência. Nesse sentido, as mudanças na legislação descritas nos capítulos anteriores possibilitaram tornar mais ágil esse processo, pois os imóveis continuarão pertencendo à CEF até o final do contrato, quando a propriedade passará para as famílias contratantes. Como o PMCMV estabelece a desvinculação da capacidade de pagamento em relação ao valor do imóvel adquirido, os testes realizados pela CEF apontaram para, no máximo, 1% de contratos com inadimplência superior a 60 dias (REZENDE, 2010). Ainda assim, o interesse do agente financeiro é pelo recebimento dos valores, pois não arcaria com os custos de retomar o imóvel e revendê-lo. Nesse sentido, uma medida integrante do PMCMV foi a criação do FGHab¹¹⁰, com a finalidade de:

I – garantir o pagamento aos agentes financeiros de prestação mensal de financiamento habitacional, no âmbito do SFH, devida por mutuário final, em caso de desemprego e redução temporária da capacidade de pagamento, para famílias com renda mensal até 10 SM¹¹¹; e

¹¹⁰ O estatuto do FGHab define a forma como os agentes financeiros que optarem pela cobertura do seguro deverão integralizar cotas proporcionais ao valor do financiamento para o mutuário final.

¹¹¹ O limite de cobertura, incluindo o número de prestações cobertas, vai depender da renda familiar do mutuário no momento da contratação. Ao término de cada período de utilização da garantia, o mutuário assume o compromisso de retornar as prestações honradas pelo FGHab, podendo prorrogar o prazo do contrato de financiamento.

II – assumir o saldo devedor do financiamento imobiliário, em caso de morte e invalidez permanente, e as despesas de recuperação relativas a danos físicos ao imóvel para mutuários com renda familiar mensal até 10 SM (BRASIL, 2009a).

A análise da funcionalidade de um sistema financeiro que oferece a possibilidade de contratar financiamentos habitacionais com recursos orçamentários passa pelo reconhecimento de que esse sistema é capaz de tornar efetiva a demanda potencial de uma parte das famílias pertencente aos estratos inferiores de renda. Na inexistência de recursos para *funding* que garantiriam a compra das habitações produzidas, as construtoras não mobilizariam recursos próprios nem buscariam *finance* para iniciar um ciclo de produção. Uma vez mobilizados os recursos, o investimento desempenha o seu efeito multiplicador na geração de emprego e renda, com as já conhecidas vantagens: oportunizar empregos para pessoas com diferentes níveis de escolaridade, portanto, permitindo a distribuição de renda; e utilizar, em grande parte, insumos nacionais. O crescimento econômico resultante também possui a qualidade de propiciar a redução da desigualdade regional¹¹².

As limitações dos financiamentos habitacionais com recursos orçamentários decorrem do próprio desempenho das funções clássicas de um governo: alocativa, distributiva e estabilizadora. Por certo subsidiar a aquisição da casa própria pela população de menor renda modifica a alocação de recursos na economia, no sentido de aumentar a disponibilidade de bens de capital, que são importantes para propiciar a oferta de serviços de habitação com a qualidade necessária para o aumento do nível de desenvolvimento socioeconômico. A distribuição de renda também é modificada na medida em que a população objetivo é aquela menos favorecida. No entanto, a função estabilizadora impõe limites à atuação na medida em que o aumento da demanda no mercado formal de habitações pode pressionar os preços no curto prazo, especialmente se não houver a possibilidade de aumento rápido de oferta, como os terrenos, por exemplo. Por outro lado, as características da atividade de construção, especialmente as endereçadas para a população de menor renda, tornam um programa habitacional com subsídios governamentais uma estratégia de estabilização, especialmente no que tange à

¹¹² Em um modelo de equilíbrio geral computável, Shimizu (2010) estima que a primeira fase do PMCMV contribua com um crescimento adicional de 0,515% do PIB nacional em cada ano. O autor conclui que o programa consegue conciliar crescimento do PIB e redução da desigualdade regional, uma vez que os investimentos estão distribuídos no território nacional.

estabilização do nível de emprego, como fez o próprio PMCMV em relação à crise financeira internacional.

Assim sendo, não se pode esperar a resolução imediata do déficit habitacional com essa fonte de recursos, mas uma atuação continuada apresentará resultados ao longo do tempo, podendo servir para a geração de emprego e renda que possibilite a ascensão de parte da população às demais alternativas de financiamentos habitacionais disponíveis.

6.2 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS DO FGTS

A característica do FGTS, de fundo compulsório com remuneração limitada, torna-o adequado para a oferta de *funding* para a população de baixa renda, que precisa de financiamentos por prazos alongados, mas não pode pagar juros muito altos. Portanto, seus recursos devem ser direcionados para a população com renda familiar imediatamente superior àquela que precisa de substanciais subsídios e que deveriam ser atendidas por recursos orçamentários do governo. Essa era a intenção manifestada nos orçamentos do FGTS ao longo do período em que o SFH estava em crise, mas que não conseguia ser executada, pois não transformava os recursos orçados em financiamentos efetivamente contratados. Ao estabelecer sua política nacional de habitação, o governo diagnosticou que as aplicações de recursos do subsistema FGTS estavam sendo determinadas pela demanda com perfil mais adequado para os agentes financeiros e não pela distribuição orçamentária de acordo com a distribuição do perfil do déficit habitacional, pois 75% dos recursos aplicados entre 2000 e 2003 atendiam a população com renda superior a cinco salários mínimos (BRASIL, 2004b).

A primeira tentativa de redirecionar os recursos do FGTS para a população de baixa renda acabou por exigir o aumento nos recursos destinados a subsidiar a aquisição da casa própria, uma vez que o volume de recursos com origem no orçamento do governo para prover habitações populares era inexpressivo. Desde 2003 até o início do

PMCMV praticamente toda a população com renda familiar de até três SM que conseguia acesso a um financiamento habitacional era atendida com recursos do FGTS, o que vinha exigindo do fundo um volume cada vez maior de recursos¹¹³, pois era a única fonte de recursos destinados aos subsídios para a compra de uma habitação popular.

Com o aumento do volume de subsídios com recursos oriundos dos ganhos financeiros do FGTS, começa a mudar o perfil das famílias com acesso a esse *funding*. No Gráfico 12, a seguir, é possível identificar a evolução da distribuição por faixa de renda familiar da população que tomou recursos do FGTS para comprar uma habitação. É perceptível o aumento inicial da participação das famílias com renda de até três SM que respondiam por apenas 9% dos recursos utilizados em 2003 e que chegam a 33% em 2006.

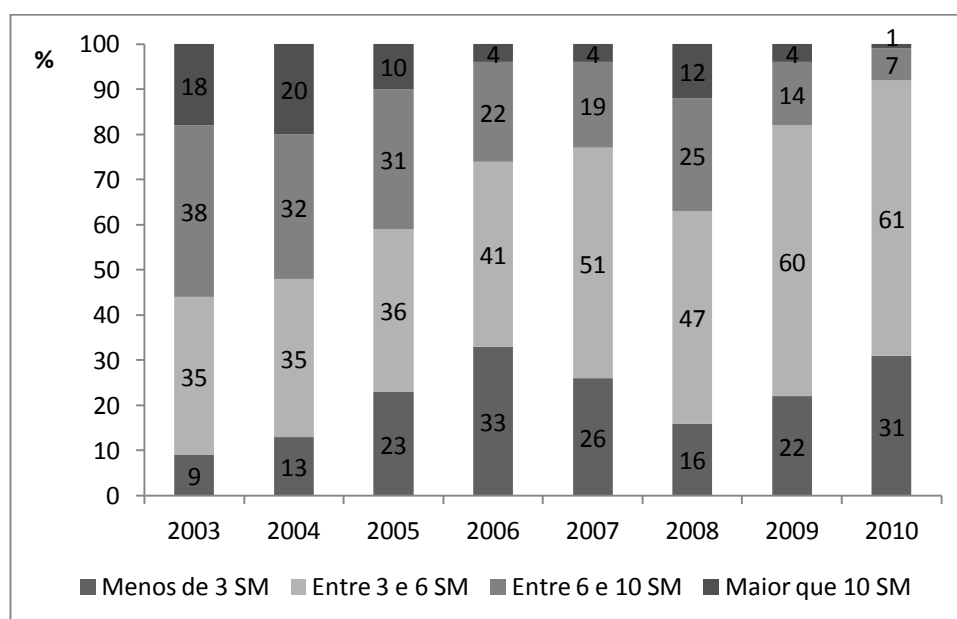


Gráfico 12: Faixas de renda atendidas com recursos do FGTS

Fonte: Elaboração própria com informações dos Relatórios de Gestão do FGTS.

¹¹³ Em valores correntes, os subsídios somaram R\$ 450 milhões em 2003, R\$ 600 milhões em 2004, R\$1.200 milhões em 2005, R\$ 1.830 milhões em 2006 e R\$ 1.800 milhões em 2007 (BRASIL, 2008a).

A partir de 2007 começa a mudança no perfil das famílias que financiam com recursos do FGTS, na direção da distribuição orçamentária, que previa o atendimento das famílias de baixa renda, em especial aquelas com renda familiar entre três e seis SM. Esse movimento alterou o próprio perfil dos subsídios, como aponta o relatório de 2008, uma vez que 27% dos subsídios concedidos foram para pagar parte do valor de produção ou aquisição do imóvel (subsídio de complemento) e 73% foram subsídios de equilíbrio, que cobriram os custos dos agentes financeiros, tornando o crédito habitacional mais acessível. A alteração ocorre,

[...] uma vez que o *subsídio complemento* e o *subsídio equilíbrio* variam de forma inversamente proporcional, gastando-se mais o segundo tipo de desconto nos casos de aplicações concentradas em segmentos de maior renda (BRASIL, 2009b, p. 34, grifos no original).

Com o PMCMV, o orçamento do FGTS precisou ser revisto, pois aumentaram significativamente tanto o volume de recursos para os descontos nos financiamentos como a meta de contratações. Ainda no orçamento de 2009 os recursos para subsídios passaram de R\$ 1,6 bilhões para R\$ 4 bilhões, enquanto o plano de contratações e metas físicas mais do que dobrou, passando de R\$ 8,4 bilhões para R\$ 19 bilhões (BRASIL, 2009b). Além do aumento significativo no volume de recursos, o PMCMV possibilitou reconduzir os recursos do FGTS para a população de baixa renda, movimento que também pode ser observado no Gráfico 12, no qual se percebe que as famílias com renda superior a seis SM, que chegaram a representar mais da metade dos financiamentos até 2004, reduzem paulatinamente sua participação até chegar a apenas 8% dos contratos em 2010.

Portanto, além do aumento significativo no volume de contratações, também houve a recuperação dessa fonte de *funding* para a sua finalidade original. Novamente, para se avaliar a funcionalidade dos financiamentos habitacionais de um sistema financeiro, deve-se averiguar a sua capacidade de criar mecanismos de oferta de *finance* para as construtoras. Como visto na seção anterior, a produção de moradias para a população com renda familiar de até três SM passou a poder contar com recursos orçamentários alocados no FAR. Por sua vez, os recursos para a produção destinada aos estratos imediatamente superiores a três SM não estão assegurados dentro do subsistema

FGTS, pois a lógica de utilização dos seus recursos é prover a oferta da *funding*. Por si só, a sua existência já serve de incentivo para as construtoras alocarem recursos próprios ou buscarem no mercado de capitais, por exemplo. Mas a existência de um subsistema complementar pode ampliar as possibilidades de atuação e melhorar a funcionalidade do sistema financeiro em prover recursos para os investimentos em habitação.

6.3 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS DO SBPE

Com o objetivo de reorganizar o mercado de financiamentos habitacionais com recursos voluntários, a nova política habitacional definida no PlanHab foi estruturada com a pretensão de viabilizar a retomada da complementaridade entre o subsistema SBPE e o subsistema FGTS dentro do SFH (BRASIL, 2008b). A intenção era tentar direcionar esses recursos do SBPE para imóveis de menor valor a serem comprados por famílias de renda relativamente baixa, mas com alguma capacidade de pagamento. Ou seja, atender as famílias que ocupam o estrato imediatamente superior àquelas atendidas pelos recursos do subsistema FGTS.

As fontes de recursos do subsistema SBPE permaneciam sendo os depósitos voluntários em caderneta de poupança e as LCI. Lembrando que, em 2005, a obrigatoriedade de direcionamento dos recursos em cadernetas de poupança estava estabelecida de forma que: no mínimo 65% deveriam ser destinados aos financiamentos imobiliários, sendo que desse montante 80% deveriam ser financiamentos habitacionais contratados no âmbito do SFH (com juros máximos de 12% ao ano mais TR) e 20% no âmbito do SFI (com juros pactuados livremente e sem limite máximo). Os recursos que não fossem direcionados deveriam ser recolhidos ao BACEN, que apenas ajustaria o valor com a variação da TR, estabelecendo, portanto, uma punição para os agentes que descumprissem a norma.

O direcionamento dos recursos aplicados em cadernetas de poupança sofreu diversas modificações ao longo do tempo e, de acordo com a avaliação do PlanHab

(BRASIL, 2008b), as alterações nos limites estabelecidos pelo SFH o deixaram em desacordo com a questão habitacional a ser enfrentada. Em sua origem, os limites eram focados nos estratos de renda inferiores da população. A Lei 4.380/1964, que criou o SFH, impunha condições restritas para a utilização dos recursos do SBPE: no mínimo 60% deveriam estar aplicados em habitações de valor unitário inferior a 300 salários mínimos (R\$ 163.500,00 em SM de 2011) e no máximo 20% dos recursos deveriam estar aplicados em habitações de valor superior a 400 SM (R\$ 218.000,00 em SM de 2011), sendo vedada a aplicação em imóveis de valor superior a 500 SM (R\$ 272.500,00 em SM de 2011) (BRASIL, 1964).

A possibilidade de utilização dos recursos do SBPE para a contratação de financiamentos de imóveis de maior valor, por parte de famílias com maior renda, aumentou ao longo do tempo¹¹⁴. Köhler (2003, p. 116) elenca alguns fatores que podem explicar a tendência de elitização na utilização dos recursos do SBPE, com destaque para: a) a ineficiência do sistema de intermediação, que requer *spreads* elevados e faz com que a taxa de juros cobrada do tomador final alcance nível proibitivo para a demanda potencial de baixa renda; b) elevados custos de transação na contratação e manutenção dos contratos, que requerem transações de maior valor unitário para sua cobertura.

Com o objetivo de reaproximar os recursos do SBPE das famílias com o perfil mais próximo daquele planejado para esse subsistema quando da criação do SFH, a nova política habitacional desenhada procurou ampliar o mecanismo criado pela Resolução CMN 3.005 de 2002. Naquela normatização foi criado o fator de multiplicação aplicado aos saldos dos financiamentos concedidos, o que representava uma tentativa de neutralizar os efeitos da redução gradual da contabilização dos créditos junto ao FCVS no total a ser direcionado. Ao mesmo tempo, a possibilidade de multiplicar por 1,5 os saldos dos financiamentos de imóveis novos cujos valores não ultrapassassem R\$ 100 mil nas cidades de Rio de Janeiro e São Paulo e R\$ 80 mil no resto do país servia como incentivo para o direcionamento de recursos para os imóveis de menor valor. Com a Resolução CMN 3.347 de 2006, o fator multiplicador passou a

¹¹⁴ O PlanHab (BRASIL, 2008b) já fazia referência sobre a importância de ter a possibilidade de analisar o valor dos imóveis financiados e as rendas das famílias que contratam financiamentos no subsistema SBPE do SFH. O nível de agregação das informações ainda impede uma aferição mais precisa do desempenho desse subsistema.

ser progressivo, aumentando na medida em que decresce o valor do imóvel abaixo de R\$ 150 mil, de acordo com a fórmula exponencial:

$$M_i = 1,6^{[(R\$150.000,00 - V_i) / R\$ 150.000,00]} \quad \text{sendo,}$$

M_i = fator de multiplicação do i -ésimo contrato de financiamento para a produção ou aquisição de imóvel residencial novo ou usado.

V_i = valor de avaliação ou de negociação, o que for maior, do imóvel objeto do i -ésimo contrato de financiamento para aquisição ou valor médio de avaliação ou de negociação, o que for maior, das unidades residenciais do empreendimento objeto do i -ésimo contrato de financiamento para a produção (Resolução CMN 3.347).

Essa regulamentação incentivava ainda mais a utilização dos recursos do SBPE para imóveis de menor valor, pois valia também para imóveis usados e para a construção de novos imóveis abaixo daquela faixa de preço. Dessa forma, os recursos emprestados no âmbito do SFH seriam reponderados para atingir o intento dos formuladores da política habitacional de ampliar a utilização de recursos das cadernetas para as famílias de renda relativamente baixa, mas que possuem alguma capacidade de pagamento. Ao final de 2010 ainda não era possível avaliar totalmente o resultado dessa regulamentação, porque os dados não são abertos para prestação superiores a R\$ 900,00 mensais, situação em que se encontra a maioria dos contratos do SBPE. A distribuição dos contratos por valor da prestação está na Tabela 13, a seguir.

Valor da prestação mensal em R\$	Número de contratos – Dezembro de 2010		
	Unidades	% por faixa	% acumulado
Até 50,00	3.043	0,41	0,41
De 50,01 a 100,00	4.470	0,60	1,00
De 100,01 a 200,00	14.189	1,89	2,89
De 200,01 a 300,00	25.463	3,39	6,28
De 300,01 a 400,00	36.341	4,84	11,12
De 400,01 a 500,00	47.249	6,29	17,41
De 500,01 a 600,00	56.235	7,49	24,90
De 600,01 a 900,00	159.047	21,18	46,07
Acima de 900,00	405.031	53,93	100,00
Total	751.068	100,00	100,00

Tabela 13 – Distribuição dos contratos* de financiamento habitacional com recursos do SBPE. Brasil: dezembro de 2010.

Fonte: ABECIP.

* Não constam na tabela os contratos em poder da ENGEA

Os números apresentados na Tabela 13 permitem alguns comentários. Primeiro, a distribuição apresenta uma dispersão acima do desejável, pois existem contratos com prestações muito baixas¹¹⁵. Segundo, para o subsistema SBPE voltar à formatação original e concentrar 60% dos financiamentos em imóveis de até 300 SM, supondo financiamentos de 240 meses, as prestações desses contratos teriam que estar na faixa de até R\$ 700,00. Infelizmente, como os dados não são desagregados, não é possível saber se é o valor dos imóveis contratados que está alto ou o prazo do financiamento que está menor, ou ambos. Mas o próprio limite dos valores dos imóveis serve como evidência de que os recursos do SBPE ainda estão direcionados para famílias com renda mais elevada, pois em dezembro de 2010 o artigo 14 da Resolução 3.932, do BACEN, que limita os valores, estabeleceu financiamento máximo no âmbito do SFH em R\$ 450 mil, sendo que os imóveis podem ser avaliados em, no máximo, R\$ 500 mil. Ao mesmo tempo em que os valores são relativamente elevados, o comprometimento de renda é mais rígido, pois no subsistema SBPE os mutuários podem comprometer até 30% da renda familiar.

As mudanças institucionais elencadas nos capítulos anteriores ajudaram a promover um crescimento exponencial na utilização dos recursos do SBPE, o que gerou um debate sobre a insuficiência de recursos na caderneta de poupança para o *funding*. Em seminários¹¹⁶ promovidos pela ABECIP é possível acompanhar as previsões de quando os recursos da caderneta de poupança estariam esgotados, se em 2010, 2011 e, por fim, em 2013 (ABECIP, 2010). Pode-se perceber de comum em todas as projeções a continuidade do crescimento dos financiamentos sendo superior ao crescimento dos recursos em caderneta de poupança, o que é passível de crítica, pois o mais provável é a manutenção de um nível elevado de contratos, sem muito espaço para a manutenção de taxas de crescimento alcançadas entre 2005 e 2010. Por outro lado, também é notável a mudança no discurso dos empresários do setor que recentemente passou a debater

¹¹⁵ Provavelmente, esses contratos com prestações baixas são antigos, com valores que não foram reajustados. Em dezembro de 2010 ainda estavam ativos 71.691 contratos assinados antes de 23/06/1998.

¹¹⁶ Apresentações disponíveis em www.abecip.org.br

alternativas para o *funding*, ao contrário dos textos da década de 1990, que faziam referência à insuficiência de poupança no país.

De fato, em 2010 o volume de recursos emprestados em financiamentos habitacionais chegou a 97,76% da exigibilidade¹¹⁷, mas isso não significa necessariamente um limite. Existe a possibilidade de atuações ativas dos agentes financeiros no sentido de modificar a escala de preferência dos depositantes. Os bancos não recebem passivamente os recursos dos clientes, mas interferem nas suas escolhas, fazendo com que os fundos que financiam seus ativos sejam condicionados pelo comportamento do banco na busca de lucro (PAULA, 2011). Existe a possibilidade de incentivar os depósitos em cadernetas de poupança em ações de marketing ou em contato pessoal dos gerentes com os clientes. Evidentemente, há que se reconhecer que os limites nas taxas de juros a serem cobradas dos mutuários não permitem que os bancos façam dos financiamentos habitacionais a escolha ideal no sentido de maximizar o lucro. No entanto, quase 80% do crédito habitacional é oferecido por bancos públicos, que, como tais, não necessariamente devam se pautar pela maximização do lucro, “mas sim [idealmente] de equilíbrio financeiro, que exige apenas o controle do descasamento de prazos e valores entre os fluxos de receita e despesa, de modo a manter baixos os riscos de juros, de liquidez e de solvência” (HERMANN, 2011, p. 411).

Uma dificuldade para administrar os riscos da atividade bancária no crédito habitacional está na exigência do direcionamento obrigatório de 65% do estoque de recursos, não considerando a origem, ou seja, os fluxos de contratação. Com isso, a entrada de capital volátil nas cadernetas de poupança, se houver, também será contada como estoque do qual 65% deve ser destinado aos financiamentos habitacionais. Uma vez concedido o empréstimo, este permanece na carteira do agente financeiro até a sua liquidação. Dessa forma, a entrada de recursos especulativos obriga os agentes a elevarem o número de contratações e, se houver saída desses recursos, os agentes ficarão com volume emprestado superior ao exigido. Essa distorção no perfil dos aplicadores em cadernetas de poupança pode ocorrer, pois em situações de redução acentuada na taxa SELIC, as aplicações em cadernetas ganham competitividade frente a outros ativos financeiros de risco reduzido. Assim, com juros baixos os recursos podem migrar para as cadernetas de poupança, pressionando a contratação de financiamentos

¹¹⁷ Ver Tabela 7, na página 134.

habitacionais, devido ao direcionamento obrigatório, podendo retornar para outros ativos financeiros, aumentando os riscos de taxas de juros e de liquidez.

Por isso a importância da reestruturação da CEF, que a tornou mais habilitada para enfrentar esses riscos. Para a saúde do sistema financeiro os bancos públicos também devem ter suas rentabilidades asseguradas e possuir uma política de crédito criteriosa. Com a passagem da carteira de crédito problemática para a ENGEA, a CEF transferiu um problema histórico para a União e ampliou o seu espaço de atuação em atividades mais lucrativas, como as operações com títulos públicos. Ao mesmo tempo, para atuar na sua missão de prover recursos para a habitação, teve que reforçar os critérios para as novas concessões cujos riscos são de sua responsabilidade. Com as mudanças institucionais que propiciaram maior estabilidade para a moeda e com as mudanças na legislação que regulamenta os empréstimos, sua atuação no financiamento habitacional ficou facilitada. Assim, o principal operador do SBPE estava habilitado para atuar.

No que tange à funcionalidade, o SBPE, como subsistema integrante do SFH, apresenta características adequadas para promover os financiamentos para construção e aquisição de habitações. A exigibilidade do direcionamento dos recursos depositados em cadernetas de poupança garante a existência de um fundo rotativo a ser emprestado na promoção do mercado de habitações. Esses recursos direcionados podem servir tanto como *finance* para as construtoras quanto como *funding* para os mutuários, como mostra a Figura 10, a seguir.

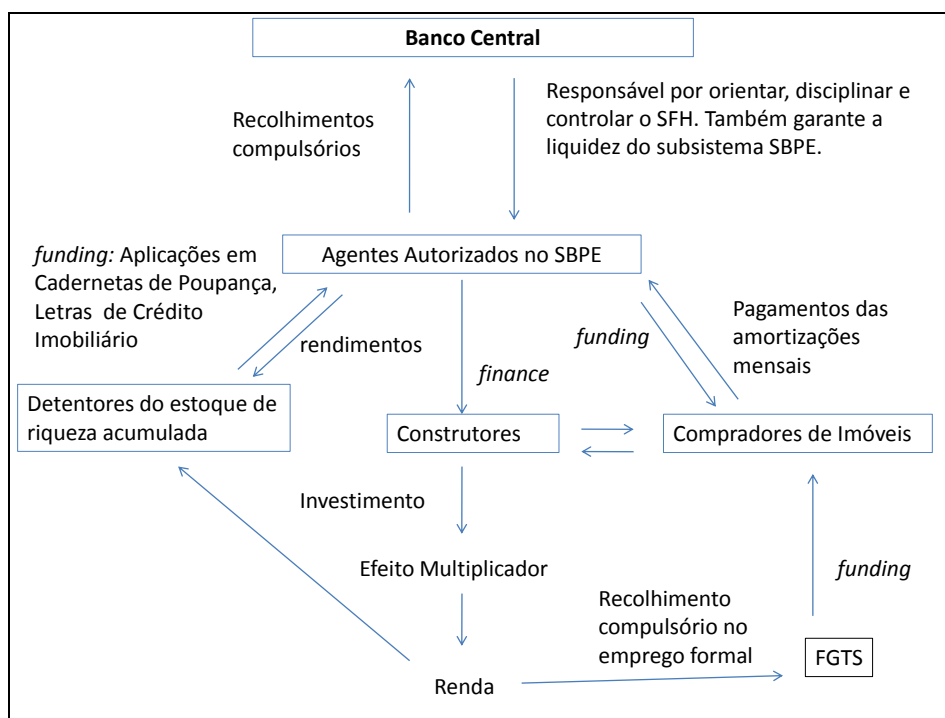


Figura 10 – Circuito de financiamento de imóveis no subsistema SBPE do SFH

Fonte: elaboração própria.

Para os agentes financeiros autorizados a atuar no SBPE, uma forma de cumprir com a exigibilidade é utilizar a possibilidade de considerar os desembolsos programados nos financiamentos às construtoras para a produção de imóveis novos, especialmente daqueles imóveis de baixo valor, cujos empréstimos podem utilizar o fator multiplicador para efeito de cumprimento da exigibilidade. De acordo com a evolução da venda dos imóveis em construção e do volume de recursos próprios que as construtoras alocam, elas podem não utilizar todo o *finance* oferecido, e escolher a sua melhor estratégia financeira. Ao mesmo tempo, o agente financeiro cumpre a exigibilidade e ainda reduz o risco de liquidez, porque o recurso permanece no seu caixa. Para as construtoras, buscar *finance* junto ao SBPE pode significar a oportunidade de elevar o nível de produção e explorar as oportunidades de um mercado que aumenta na medida da existência de oferta de *funding* do SFH, seja do próprio subsistema SBPE ou mesmo do subsistema FGTS.

Para os mutuários, os recursos do SBPE apresentam custos maiores do que os do FGTS. Por ser compulsório, o FGTS pode apresentar uma remuneração baixa, mas os recursos do SBPE precisam ser remunerados em magnitude competitiva, sob o risco de perder recursos para alternativas mais rentáveis. Ainda assim, os recursos do SBPE são competitivos, pois os rendimentos das cadernetas de poupança não são tributados pelo Imposto de Renda¹¹⁸. Por outro lado, a isenção de impostos sobre os rendimentos das cadernetas de poupança representa a principal ameaça à funcionalidade desse sistema de financiamentos habitacionais. Em um cenário de juros básicos em nível nominal baixo, as cadernetas ganham competitividade frente aos fundos. Com juros SELIC de 9,5%, carteiras que cobram taxas de administração superior a 1,5% perdem para a caderneta de poupança, pois mesmo com rendimento nominal maior daquelas, quando descontam o imposto de renda o resultado é menor do que os 6,75% líquidos desta. Assim, quanto menor for a taxa básica de juros nominal, maior será o impacto da taxa de administração dos fundos e mais competitiva fica a caderneta de poupança, pressionando o aumento na oferta de recursos para financiamentos habitacionais.

Existem algumas propostas para solucionar esse impasse, mas alterações no rendimento das cadernetas de poupança são sempre complicadas do ponto de vista político. Uma proposta em discussão sugere a substituição dos juros fixos de 0,5% ao mês (o que resulta em 6,16% ao ano) por um redutor da SELIC mais a TR, mantendo a isenção de imposto de renda. Não foi essa a alternativa escolhida pelo governo em 2009, quando a SELIC apresentou seu nível mais baixo. Naquela oportunidade, o governo propôs tributar os rendimentos das cadernetas de poupança com mais de R\$ 50 mil, sempre que a SELIC caísse abaixo de 10,5%. Com o novo ciclo de aumentos na taxa básica de juros, a questão foi momentaneamente contornada pela perda de competitividade das cadernetas frente às demais aplicações. No entanto, caso a SELIC se aproxime de um dígito, o tema deve voltar a ser debatido.

O resultado das mudanças institucionais anteriormente descritas pode ser ilustrado pela evolução do número de unidades financiadas com recursos do SBPE, especialmente daqueles resultantes do direcionamento obrigatório de recursos no âmbito do SFH. O Gráfico 13, a seguir, ilustra a evolução dos dois sistemas com os recursos do

¹¹⁸ A título de exercício, o PlanHab estima que, se as cadernetas de poupança tivessem os rendimentos tributados em 18,75% (média da tributação incidente sobre a renda fixa), em 2007 a arrecadação seria em torno de R\$ 2,2 bilhões (BRASIL, 2008b).

SBPE e nele observa-se que os recursos direcionados possibilitaram o financiamento de quase 400 mil unidades em 2010, enquanto os recursos livres se aproximaram de 25 mil unidades.

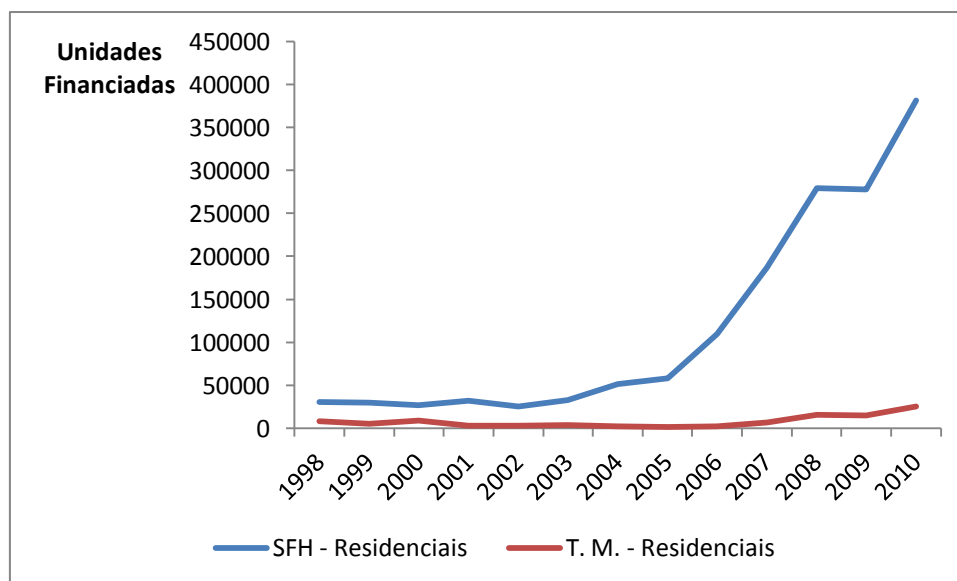


Gráfico 13 – Financiamentos imobiliários concedidos (aquisição e construção) – SBPE: Brasil, 1998-2010

Fonte: BACEN.

Como os recursos do SBPE são onerosos, os financiamentos precisam fazer frente a esse custo e, portanto, devem cobrar o suficiente para arcar com a remuneração de acordo com a fonte. Com remuneração de 6,16% ao ano, custos operacionais e compulsórios de 20% do saldo da poupança, dificilmente o agente financeiro conseguirá reduzir a taxa de juros cobrada para muito menos de 10% ao ano. Dessa forma, os recursos direcionados já apresentam um custo significativo para o tomador de financiamentos no âmbito do SFH (juros flutuantes de, no máximo, 12% ao ano mais a variação da TR), o que dificulta a contratação com taxas de mercado em níveis superiores. Esse problema na alocação dos recursos livres da caderneta de poupança

também ocorre nas demais fontes livres de recursos utilizados para os financiamentos habitacionais, o que será visto a seguir.

6.4 FINANCIAMENTO HABITACIONAL COM RECURSOS LIVRES

A opção por um tratamento diferenciado da questão habitacional para as famílias de baixa renda (SNHIS) não permite considerar todos os demais casos como soluções típicas de mercado. No próprio subsistema SBPE do SFH somente uma parte das contratações acontecem em liberdade de mercado (20% do total de recursos direcionados), as demais são contratações que somente podem ocorrer nas condições estabelecidas pelas normas que regulamentam o SFH. De fato, as contratações no âmbito do SFI, ou seja, a taxas de mercado, são em menor número.

Além da parcela dos recursos das cadernetas de poupança que são negociados livremente, as outras fontes de recursos livres que são utilizadas para os financiamentos habitacionais são: as Letras Hipotecárias, as Letras de Crédito Imobiliário e os Certificados de Recebíveis Imobiliários. O Gráfico 14, a seguir, apresenta a participação percentual dos recursos livres destinados aos financiamentos habitacionais, por fonte de captação. No período ilustrado no gráfico, o volume de recursos permaneceu na faixa de R\$ 11 bilhões a R\$ 12 bilhões, em valores nominais, entre 2001 e 2007, passou para R\$ 18 bilhões em 2008, R\$ 27 bilhões em 2009 e R\$ 50 bilhões em 2010. Mesmo no período de relativa estabilidade no estoque de recursos disponíveis, a participação dos instrumentos financeiros oscilou. A participação das Letras Hipotecárias foi diminuindo depois que a Lei 10.931/2004 permitiu a alienação fiduciária dos imóveis e este instrumento jurídico permitiu a conquista de espaço por parte das LCI.

O desempenho do CRI foi pífio até que a mesma Lei 10.931/2004 criou a CCI como instrumento para os agentes financeiros agruparem créditos imobiliários passíveis de securitização (BRASIL, 2004a). De 2005 a 2007 o estoque de CRI se manteve em torno de R\$ 2 bilhões, com volume semelhante ao de CCI, mas que permitiu ampliar a

participação no total de recursos livres para a faixa de 23%. A partir de 2008 o volume de CRI começa a ganhar magnitude, com participações em torno de 38%, alcançando, em 2010, quase R\$ 19 bilhões.

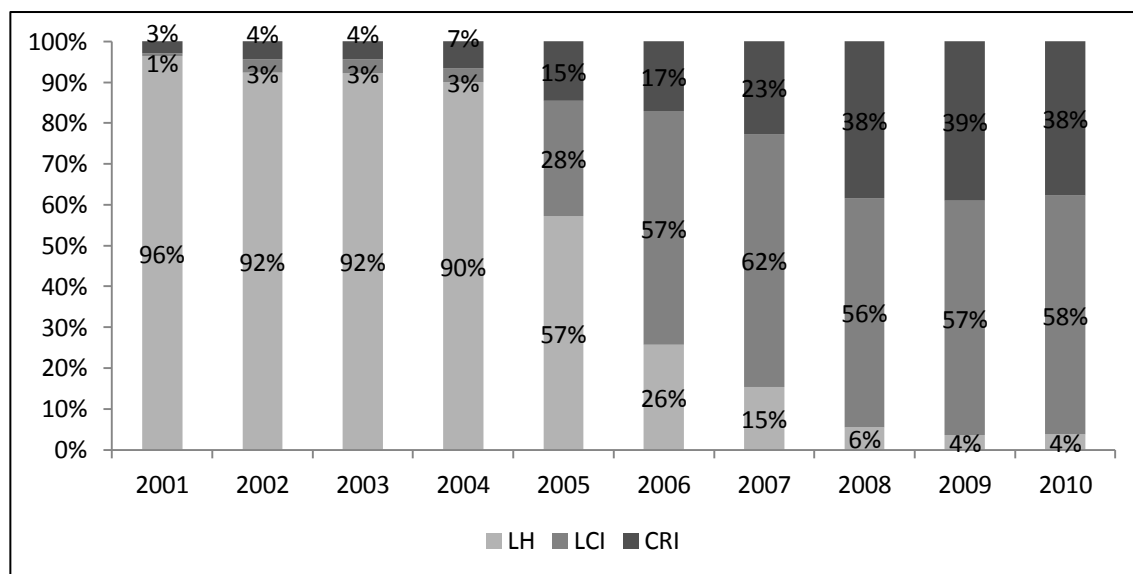


Gráfico 14: Participação percentual dos recursos livres destinados aos financiamentos habitacionais, por fonte de captação. Brasil, 2001 a 2010.

Fonte: CETIP.

Portanto, em 2008 começam a aparecer os resultados do principal instrumento financeiro criado no âmbito do SFI. Com o aumento do número de contratos de financiamentos habitacionais a partir de 2005, os agentes financeiros passaram a carregar um volume crescente de créditos. A alternativa proposta era incentivar a securitização, pois securitizar os créditos dos financiamentos imobiliários serviria para reduzir os riscos dos agentes financeiros operantes no SBPE, na medida em que transfere o ativo para, em última instância, os compradores de CRI. Ao mesmo tempo, possibilitaria a antecipação dos lucros dos agentes financeiros e permitiria mais margem para a concessão de novos empréstimos.

Essa alternativa de securitização dos créditos já existia desde 1997. No entanto, o volume de créditos imobiliários securitizados permaneceu baixo por mais de uma década. Fernando Nogueira da Costa oferece uma explicação plausível para esse fato:

A securitização não se desenvolve no País por problema de oferta e demanda. Quando a Selic está muito elevada, acima da taxa de juros média de empréstimo habitacional, não há demanda dos investidores por securities (Certificados de Recebíveis Imobiliários), mas sim por títulos de dívida pública. Quando se inverte, a taxa de juros de remuneração da CRI fica acima da Selic, aí então os depósitos de poupança ganham competitividade frente aos fundos, aumenta sua captação, e os bancos passam a ter dificuldade de atender a exigência de direcionar 65% de seu saldo para crédito imobiliário. Logo, deixa de haver oferta de crédito para securitizar (COSTA, 2011, grifos no original).

Foi o que aconteceu a partir de janeiro de 2009, quando a SELIC inicia uma sequência de quedas, passando de 13,75% ao ano para o menor nível nominal histórico de 8,75% ao ano em 20 de julho de 2009. A remuneração do CRI passou a ficar competitiva, mas o direcionamento obrigatório impunha limites na oferta de créditos para a securitização, pois os agentes financeiros precisavam deles para o cumprimento da exigibilidade. Na tentativa de resolver esse problema, a Resolução 3.932 do BACEN, de 16 de dezembro de 2010, alterou e consolidou as normas sobre o direcionamento dos recursos captados em cadernetas de poupança. A partir de então, podem permanecer computados os créditos imobiliários cedidos para as companhias securitizadoras, que os transformam e vendem na forma de CRI. Dessa forma, o agente financeiro adquire a possibilidade de utilizar integralmente os créditos cedidos no mês subsequente à data de formalização da cessão e deve deduzir, cumulativamente, 1/36 (um trinta e seis avos) a cada posição mensal, a partir do segundo mês. Como incentivo adicional, a Resolução 3.932 também estabeleceu que os agentes financeiros que operam no SBPE podem multiplicar por 1,2 o valor aplicado em CRI.

Com a utilização dos créditos cedidos para securitização no cômputo dos recursos do SBPE que devem ser direcionados para os financiamentos, ficou estabelecida a operação em conjunto do SFI com o SFH. Pouco mais de uma década depois, o sistema *market friendly*, que viria para substituir o ultrapassado sistema com forte intervenção estatal, reconhece a importância da criação de créditos a serem securitizados no âmbito do SFH. O esperado aporte voluntário de recursos no SFI não

ocorreu; uma análise da sua funcionalidade, ilustrada na Figura 11, a seguir, ajuda a entender o porquê.

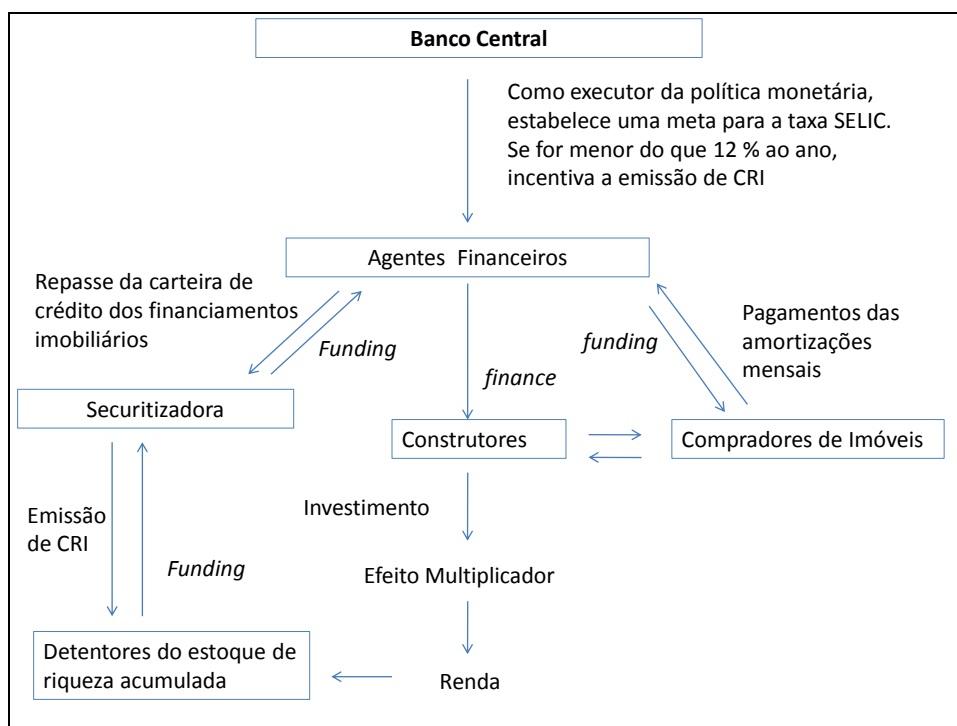


Figura 11 – Circuito de financiamento de imóveis no sistema SFI, com funding em Certificados de Recebíveis Imobiliários

Fonte: elaboração própria.

Quando a SELIC fica abaixo de 11% ao ano, a rentabilidade de títulos de dívida pública pode ser inferior à dos CRI¹¹⁹. O problema seria obter créditos para securitizar, pois os agentes financeiros precisavam cumprir com a exigibilidade do direcionamento.

¹¹⁹ Costa (2011), em 14/09/2011, apresenta no post “Produtos financeiros de base imobiliária” simulação que explica o estímulo à emissão de CRI quando a SELIC fica abaixo de 11% ao ano. Supondo IPCA de 4,5% a.a., TR de 0,7% a.a., remuneração das cadernetas de poupança em 6,17% a.a., um *spread* de 4 p.p. (sendo 3 p.p. de custo administrativo e risco, mais 1 p.p. de lucro), com taxa de empréstimo de 12,7% a.a. e taxa de securitização de 1 p.p., o CRI apresenta rentabilidade de 11,7% a.a.

Com a possibilidade de continuar contabilizando os créditos securitizados, esse problema desaparece. No entanto, a dificuldade permanece em gerar créditos securitizáveis a partir de recursos livremente cedidos pelos agentes financeiros. Para tornar o CRI atrativo, os créditos devem ter por origem contratos de financiamento com taxas de juros situadas, no mínimo, próximas aos 12% a.a., o que representa o limite a ser cobrado pelos recursos emprestados no âmbito do SFH. Também devem passar por uma rigorosa análise de crédito, o que significa emprestar para os estratos da população com capacidade de pagamento relativamente elevada. Com as características com as quais foi formatado, não se poderia esperar do SFI, ao contrário dos discursos otimistas quando da sua criação, a solução para o problema do financiamento habitacional na economia brasileira, tampouco esperar que esse sistema tivesse a funcionalidade necessária para mobilizar recursos desempregados para o investimento com a posterior geração de emprego e renda.

No entanto, a securitização é uma forma interessante de canalizar os recursos dos detentores do estoque de riqueza acumulada para o *funding* dos financiamentos habitacionais, embora o valor mínimo de R\$ 300 mil seja elevado para o investidor comum. A inexistência de um mercado secundário bem estabelecido também diminui a liquidez dos CRI e diminui o número de interessados. Os fundos de pensão são potenciais compradores para os CRI quando a SELIC fica menor do 11% a.a., pois possuem metas atuariais de 6% a.a. mais o IPCA, o que dificilmente é alcançado com a compra de títulos públicos se a inflação estiver na meta. O próprio FGTS tem participado do processo de securitização, comprando e mantendo CRI em sua carteira de ativos.

Assim, existe espaço para a utilização de recursos livres, mas a funcionalidade do sistema financeiro nacional na promoção de financiamentos habitacionais deve ser avaliada na capacidade de atender às diferentes necessidades da população. Nesse sentido, as três vertentes de mudanças institucionais elencadas no capítulo quatro ajudaram a criar as condições necessárias para a retomada dos financiamentos. Por sua vez, os ajustes promovidos pela política habitacional em vigor proporcionaram melhores condições para o encontro das famílias demandantes e os recursos ofertados, especialmente nos estratos inferiores de renda da população brasileira. Com isso, o setor

de construção pôde contribuir com a geração de emprego e renda, enquanto aumentou o número de famílias com acesso à moradia digna.

7 CONCLUSÃO

A existência de moradias adequadas para a população é uma característica que ajuda a distinguir os países de acordo com o seu nível de desenvolvimento. Não apenas pela obtenção do serviço de habitação que as moradias adequadas podem proporcionar, mas por serem facilitadores no acesso da população mais pobre a uma série de serviços públicos como saúde, educação, água tratada e saneamento básico, por exemplo, que acabam por refletir no desempenho dos indicadores socioeconômicos de cada país. Especificamente quanto à disponibilidade de moradias adequadas, o Brasil ainda não apresenta uma posição satisfatória, pois o déficit é estimado em mais de cinco milhões de unidades. No entanto, o movimento iniciado a partir de 2005 se caracteriza pelo forte crescimento na produção e na comercialização de moradias, em velocidade superior ao crescimento da população, o que permite algum otimismo quanto à perspectiva de solução desse problema socioeconômico em um futuro, ainda que não muito próximo.

Subjacentes ao aumento recente na produção e comercialização de moradias estão os financiamentos habitacionais, que voltaram a desempenhar um papel significativo no cenário da economia brasileira. A magnitude do aumento no nível de contratos de financiamentos habitacionais motivou a realização desta tese, cujo problema de pesquisa foi justamente identificar as razões de tal retomada. O primeiro passo na busca de uma resposta para o problema proposto foi reconhecer o mercado de financiamentos habitacionais como um componente do mercado de residências. A escolha do referencial teórico com ênfase em desenvolvimento econômico partiu da constatação de que as especificidades do mercado de habitações dificultam a utilização do aparato microeconômico desenvolvido pela economia neoclássica. De outra sorte, os aspectos institucionais envolvidos nas ações desse mercado apontavam para a teoria institucionalista como uma alternativa promissora para estudar o fenômeno proposto. Por se tratar de um bem de capital, cuja compra é, muitas vezes, efetivada com a utilização de recursos emprestados junto aos agentes do sistema financeiro, a intenção foi considerar os aspectos institucionais inseridos na lógica dos financiamentos dos bens de capital, desenvolvida pela teoria pós-keynesiana, aproveitando a complementaridade entre os dois referenciais teóricos.

Uma vez definidos os referenciais teóricos, o passo seguinte foi compreender o processo histórico de formação dos componentes do SFN envolvidos com o financiamento habitacional. O objetivo era identificar as formas de obtenção de recursos por parte das construtoras e dos mutuários a partir da legislação que instituiu o SFH. A formatação original previa a atuação em conjunto de dois subsistemas: para atender a população dos estratos inferiores de renda, o subsistema FGTS contaria com recursos desse fundo compulsório e recursos orçamentários; os estratos de renda imediatamente superiores aos primeiros contariam com os recursos do subsistema SBPE. Originalmente, em todo o SFH funcionaria uma moeda indexada, como tentativa de manter o poder de compra no longo prazo, permitindo, assim, a oferta de *finance* para as construtoras e de *funding* para os mutuários.

Ao longo de toda a década de 1970, o SFH conseguiu algum êxito no que tange à quantidade de habitações financiadas, mas os efeitos do aumento da inflação no começo da década de 1980 foram devastadores para o sistema. A estratégia de criação de um fundo para cobrir a diferença entre os reajustes das parcelas – de acordo com a variação salarial – e do saldo devedor – de acordo com o índice de preços – garantiu algum fôlego no início, mas se revelou em um desequilíbrio financeiro de grandes proporções, ao ponto dos agentes econômicos que operam no mercado de habitações e os próprios formuladores de política econômica do governo em exercício considerarem, em meados da década de 1990, que o SFH estava esgotado e que o país precisava de um novo sistema para financiar os imóveis, dessa vez reduzindo o papel do governo e buscando canalizar recursos livres para o setor.

Nesse contexto, em 1997 o SFI surge como a solução de mercado para o problema do financiamento de longo prazo no ramo imobiliário. A securitização dos créditos era apontada como a alternativa para convencer os agentes possuidores de riquezas acumuladas a direcioná-las para o mercado imobiliário. Assim, identificar as diferenças entre os sistemas de financiamento em vigência na economia brasileira foi o objetivo que o terceiro capítulo desta tese procurou alcançar. Quando os sistemas foram avaliados quanto aos seus desempenhos, foi reconhecido que, de fato, mais de uma década depois da criação do SFI, os seus resultados no provimento de recursos para a habitação foram pífios. Ao mesmo tempo, o antes desacreditado SFH, que também

apresentava fraco desempenho desde 1984, ressurgiu e passa a quebrar recordes de financiamentos contratados depois de 2007.

Em atenção ao objetivo de identificar as razões pelas quais a retomada ocorreu no âmbito do SFH, e de acordo com a hipótese central aqui defendida, foram identificados três blocos de mudanças institucionais. Primeiro foram analisadas as modificações na moeda, instituição de fundamental importância para os financiamentos de longo prazo. Em seguida foram analisadas as mudanças na legislação que regulamenta os financiamentos habitacionais. Por fim, a reestruturação da CEF, que, em conjunto com a securitização das dívidas do FCVS, formou o terceiro bloco de mudanças institucionais que ajudaram na retomada de um nível elevado de financiamentos habitacionais. Coincidentemente, os três blocos de mudanças institucionais foram concluídos no final de 2004, permitindo o aumento dos financiamentos a partir de então.

Depois de identificadas as mudanças, o passo seguinte foi analisar a funcionalidade dos sistemas, buscando compreender os efeitos das mesmas ao longo do circuito de financiamento de um bem de capital: *F-I-P-F*. Com esse procedimento, procurou-se avaliar a hipótese central de que foram as mudanças institucionais que permitiram a resiliência do SFH e a retomada de um nível elevado de financiamentos habitacionais na economia brasileira. As evidências apontam para uma perspectiva favorável ao aumento da oferta de recursos por parte dos agentes financeiros, que obtiveram reduções nos riscos inerentes a suas atividades, ao mesmo tempo em que aumentou a atratividade da busca por *finance* por parte das construtoras. A existência de recursos depositados em cadernetas de poupança, cuja obrigatoriedade de direcionamento não contava mais com a possibilidade de abater os créditos junto ao FCVS, abriu a possibilidade de voltar a oferecer recursos, uma vez que também existia maior confiança na moeda e na legislação que regulamenta os financiamentos habitacionais.

Com a disponibilidade de recursos e a intenção das construtoras em aumentar o nível de atividade, os recursos utilizados como *finance* ajudaram a tornar efetivo um nível mais alto de produção, gerando emprego e renda ao longo da cadeia produtiva. Embora não se tenha feito aqui uma tentativa de quantificar a capacidade real de geração de emprego e renda dos investimentos em construção, são inegáveis os seus

efeitos de encadeamento, e a última matriz de insumo-produto divulgada pelo IBGE (2008) avaliza tal afirmação. Todavia, há que se continuar monitorando os efeitos de encadeamento dos investimentos na construção, pois é possível que aumente cada vez mais a utilização de alguns insumos produzidos no exterior, como componentes elétricos, por exemplo.

A funcionalidade de um sistema financeiro deve ser avaliada não apenas pela capacidade de adiantar os recursos necessários para iniciar a produção de um bem de capital (*finance*), mas também pela capacidade de alongar o endividamento do comprador do bem (*funding*), de modo que este possa explorá-lo. No caso específico dos financiamentos habitacionais, existe pré-disposição para a demanda de residências, ao contrário dos demais bens de capital, que precisam da formação de expectativas favoráveis ao investimento. Considerando que ainda existe um déficit habitacional significativo, e, portanto, uma demanda latente por habitações adequadas, pode-se concluir que as oscilações no número de financiamentos contratados sejam provocadas em maior grau por mudanças na disponibilidade de *funding* por parte dos agentes financeiros do que pela disposição dos candidatos a mutuários. Nesse sentido, as mudanças institucionais identificadas ajudaram a reduzir os riscos dos agentes financeiros, pois a estabilidade da moeda permite avaliar melhor a renda e a capacidade de pagamento do candidato a mutuário; o arcabouço jurídico construído favoreceu os agentes financeiros ao ampliar suas garantias; e as principais fontes de *funding* (FGTS e SBPE) foram beneficiadas pela reestruturação da CEF e pela securitização das dívidas do FCVS.

Em suma, o país apresentava, ao final de 2004, um arranjo institucional capaz de promover o aumento no número de financiamentos. O próprio SFI poderia, a partir de então, colher os frutos que as mudanças institucionais proporcionaram e melhorar seu desempenho no provimento de recursos para os financiamentos habitacionais, o que não aconteceu por não ser este o sistema com as características necessárias para atender a uma demanda que precisa de juros mais baixos que os de mercado. Constatou-se que a retomada aconteceu quando a oferta de financiamentos alcançou as famílias com maior disposição para contratar empréstimos, mas que não tinham o perfil adequado para a tomada de crédito. A política habitacional implantada a partir de 2005 não apenas reforçou o direcionamento como promoveu o ajuste na oferta de *funding* em prol das

famílias com menor renda, adequando a utilização dos recursos do FGTS e SBPE para atender a esse público. Soma-se, ainda, a estratégia para o enfrentamento da crise financeira de 2008, que procurou utilizar a construção de residências como um propulsor do investimento na economia brasileira. As condições fiscais do governo também permitiram ao país voltar a subsidiar a aquisição de casa própria por parte da população dos estratos inferiores de renda, com a diferença de que dessa vez o subsídio vai direto para a família beneficiada, e não para o imóvel, como era no início do SFH. Outra diferença em relação à formatação original é ser o volume de subsídios pré-definido, e não a *posteriori*, como no caso do rombo do FCVS, que precisou ser assumido pelo Governo Federal. Todas essas mudanças ajudaram a recuperar a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro, em se tratando de financiamentos habitacionais, no sentido em que os instrumentos desenvolvidos permitiram encontrar uma solução para cada perfil de família a ser atendida.

Embora não se espere a solução imediata do déficit habitacional, é possível identificar no arranjo institucional em vigor uma funcionalidade que permite que as decisões microeconômicas sejam tomadas e as contrapartidas macroeconômicas sejam favoráveis. Resta aos formuladores de política econômica e política habitacional manejarem seus instrumentos para que sempre exista a possibilidade de obter recursos para os novos empreendimentos e a capacidade de alongar as dívidas do proprietário do novo bem de capital construído. Neste sentido, a supervisão dos sistemas de financiamento é fundamental, pois os bancos podem procurar aumentar a liquidez e reduzir a oferta de empréstimos de mais longo prazo nas situações em que suas expectativas sobre o futuro não sejam favoráveis, ou mesmo quando não estiverem seguros sobre as suas expectativas. Se, por exemplo, ocorrer uma queda no valor dos imóveis que servem de garantias para os financiamentos habitacionais, os bancos podem adotar uma postura mais cautelosa nos novos financiamentos, o que pode acarretar na intensificação da queda de preços dos imóveis.

Mesmo reconhecendo o ativismo da firma bancária, que pode atuar nos dois lados do seu balanço, cabem aqui algumas considerações sobre o direcionamento de crédito. Trabalhos acadêmicos apontam que o direcionamento de crédito aumenta o *spread* bancário e, portanto, as taxas de juros cobradas dos tomadores de crédito¹²⁰. De

¹²⁰ Ver, por exemplo, Costa e Nakane (2005) e Cestare (2007).

modo inequívoco, isso pode ser provado em uma análise estática, mas dois problemas podem surgir de políticas que não considerem a importância dinâmica do direcionamento de recursos. Primeiro, baixar a taxa de juros não é, em si, um objetivo da política econômica. Esta deve ser direcionada para garantir o pleno-emprego com estabilidade de preços. Segundo, embora se reconheça que uma taxa de juros mais baixa possa viabilizar o aumento dos investimentos, nada garante que eles irão ocorrer. Portanto, o direcionamento de crédito pode ser mais bem avaliado se for considerado não apenas o seu custo representado pelo aumento da taxa de juros, mas também os benefícios decorrentes da geração de emprego e renda que proporciona.

O próprio FGTS tem sido objeto de discussão e acusado de ser ineficiente sob o argumento de que seria melhor deixar o trabalhador escolher entre as alternativas de aplicação para o seu dinheiro. Novamente, o pressuposto da busca racional para a melhor alocação possível e que seja capaz de propiciar o retorno máximo está em uso. Não se pode esquecer que os objetivos sociais do FGTS não se esgotam na formação do pecúlio individual dos trabalhadores, mas inclui o fomento às políticas públicas que proporcionem habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana. Além dos benefícios sociais que esses investimentos podem propiciar, também é relevante a contribuição relativa na manutenção do nível de investimento agregado e, portanto, do próprio nível de emprego e renda do país. O risco da opção de deixar ao encargo do trabalhador a escolha da aplicação do seu recurso no FGTS é a manifestação da preferência pela liquidez e a insuficiência de *funding* para os investimentos de longo prazo. O critério pós-keynesiano de verificar a funcionalidade do sistema financeiro parece mais adequado para nortear as políticas públicas do que o critério da mera eficiência alocativa microeconômica, pois mesmo com a eficiência decidida em termos microeconômicos, o cenário macroeconômico de curto prazo pode não ser o desejado em termos da geração de emprego e renda.

Assim, os financiamentos habitacionais podem ser utilizados como um instrumento de ajuda ao país no alcance dos objetivos de crescimento econômico com pleno-emprego. Para tanto, é necessário manter e aprimorar a quantidade de informações disponíveis sobre a evolução dos financiamentos habitacionais. Informações estratificadas por valor dos imóveis e pela renda do mutuário ajudariam a verificar se o direcionamento de crédito está atingindo a população objetivo. Outro

cuidado deve estar no monitoramento do nível de preços, pois a oferta demasiada de crédito pode provocar algum ponto de estrangulamento de oferta e pressionar a elevação dos custos de construção. Nesse aspecto é importante lembrar o efeito ambíguo que o aumento dos preços dos imóveis provoca: para os não proprietários o acesso fica mais difícil, enquanto para os proprietários o custo de oportunidade de utilizar o serviço de habitação diminui. Ou seja, mesmo com os preços dos imóveis subindo, a demanda pode continuar alta, o que implica na existência da possibilidade de formação de bolhas especulativas.

A demanda pode ser pressionada pela convenção da “segurança da casa própria”. Nesse sentido, a teoria econômica deve procurar soluções para o problema da oferta de moradias adequadas para a população do país, considerando que as soluções serão inevitavelmente ecléticas e irão exigir mais do que exclusivamente a lógica dedutiva. Felizmente, depois da crise de 2008, existe mais espaço para a ciência econômica evoluir nesse sentido, como evidencia a opinião expressa no principal jornal de finanças do mundo e transcrita na epígrafe deste trabalho. Será preciso compreender o processo de formação das crenças, como, por exemplo, o “sonho da casa própria”. A segurança da população será tanto maior quanto mais capaz for o governo de garantir crescimento econômico, com pleno-emprego, com estabilidade de preços, com equilíbrio externo e com uma distribuição equitativa de renda. Nesse mundo ideal, pode-se deixar ao encargo das famílias a decisão de concentrar grande parte de seus recursos em um imóvel ou optar por diversificar seus ativos e adquirir o serviço de habitação no mercado de locações, por exemplo.

No final da década de 1980, o trabalho do economista peruano Hernando de Soto ganhou repercussão ao apontar para a inexistência de direitos de propriedade como o elo perdido que impedia as economias dos países subdesenvolvidos de encontrarem uma trajetória de crescimento econômico. Em síntese, seu argumento era que a ocupação de moradias irregulares impedia aos seus moradores o acesso aos mercados formais, mais especificamente ao mercado de crédito, na medida em que seus maiores patrimônios não poderiam ser reconhecidos como garantia. Com esse referencial, os países começaram a tomar medidas no sentido de regularizar os imóveis e garantir os direitos de propriedade. As medidas tomadas não apresentaram o resultado esperado, pois, embora importante, o direito de propriedade assegurado sobre a principal riqueza

das famílias não garante a estabilidade financeira, ainda mais se for tomado um financiamento, porque deverá ser considerada a relação entre os custos dos empréstimos e o retorno (não necessariamente monetário) da habitação; ou entre o custo dos empréstimos e a renda recebida pelo mutuário (e não a renda da utilização do bem de capital adquirido).

Portanto, aos formuladores de políticas compete ter o cuidado de procurar uma boa funcionalidade do sistema financeiro, no que tange ao financiamento habitacional, sem cair na armadilha de tentar prover recursos de imediato a toda demanda potencial, pois uma parte pode ser apenas especulativa. Nesse sentido, o atual arranjo demonstra a capacidade de manutenção do nível atual de novos contratos de financiamento fechados mensalmente, sem o peso que a preocupação com a formação de poupança prévia adquiriu nos debates da década de 1990. Se os agentes financeiros alcançarem o limite do direcionamento dos recursos do SBPE, existem alternativas disponíveis, como a redução dos compulsórios ou mesmo uma atuação mais agressiva (ainda que menos lucrativa) dos bancos públicos.

Enfim, a importância desta tese está em identificar que as mudanças institucionais aqui descritas foram positivas no sentido de aumentar a oferta de financiamento habitacional. Além disso, o método aqui utilizado permite concluir que a situação atual não representa um ponto ótimo que foi alcançado e, sendo a dinâmica uma característica inerente ao sistema econômico, não existe a garantia que o atual arranjo institucional, embora pareça adequado, venha a sê-lo indefinidamente. Assim como o preço da liberdade é a eterna vigilância, o preço da funcionalidade de um sistema financeiro que possibilite o acesso à moradia também deve ser a eterna vigilância das autoridades monetárias, do Banco Central, dos agentes econômicos envolvidos e dos demais pesquisadores que se interessarem por esse tema.

REFERÊNCIAS

ABECIP. **O sistema financeiro da habitação em seus trinta anos de existência: realizações, entraves e novas propostas.** São Paulo: ABECIP, 1994.

_____. SFI um novo modelo habitacional. **Anais** [do] VIII Encontro da ABECIP. Brasília, novembro de 1995. São Paulo: ABECIP, 1996.

_____. **Perspectivas do crédito imobiliário e seus impactos na economia.** Apresentação. São Paulo, 2010. Disponível em <www.abecip.org.br>. Acesso em: 15 jul. 2010.

_____. **Revista do SFI.** Ano 14, nº31. São Paulo, 2010.

ARAÚJO, Victor L. F. C. **Revisitando o desenvolvimentismo brasileiro: o BNDE e o financiamento de longo prazo – 1952/1964.** Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal Fluminense: Niterói, 2007.

ARESTIS, Philip. **The post-keynesian approach to economics: an alternative analysis of economic theory and policy.** Aldershot: Edward Elgar, 1992.

ASIMAKOPULOS, A. Finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk: Sharpe, v. 9, n. 1, p. 79-90, Fall 1986.

ATKINSON, Glen & OLESON JR., Theodore. Commons and Keynes: Their Assault on Laissaez Faire. **Journal of Economic Issues**. Lincoln: Afee, v.32, n.4, p. 1019-1030. December, 1998.

AZEVEDO, Sérgio de e ANDRADE, Luis, A. G. **Habitação e poder: da fundação da casa popular ao Banco Nacional da Habitação.** Rio de Janeiro: Zahar, 1982.

BORTIS, Henrich. **Institutions, Behavior and Economic Theory: A contribution to Classical-Keynesian political economy.** Cambridge (UK): Cambridge Univ., 2006.

BOTELHO, Adriano. **O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário**. São Paulo: Annablume; FAPESP, 2007.

BOWLES, Samuel. **Microeconomics: Behavior, Institutions, and Evolution**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

BRASIL. Lei Nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 11 set. 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4380.htm> Acesso em: 10 jan. 2009.

_____. Decreto-Lei nº 2.291 de 21 de novembro de 1986. Extingue o Banco Nacional da Habitação e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 24 nov. 1986. Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/legislacao/125755/decreto-lei-2291-86>> Acesso em: 21 mar. 2010.

_____. Lei 8.692, de 28 de julho de 1993. **Define planos de reajustamento dos encargos mensais e dos saldos devedores nos contratos de financiamentos habitacionais no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e dá outras providências**. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 29 jul. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8692.htm> Acesso em: 21 mar. 2010.

_____. Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 21 nov. 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9514.htm> Acesso em: 10 jan. 2009.

_____. Lei 10.150, de 21 de dezembro de 2000. **Dispõe sobre a novação de dívidas e responsabilidades do Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS; altera o Decreto-Lei nº 2.406, de 5 de janeiro de 1988, e as Leis nºs 8.004, 8.100 e 8.692, de 14 de março de 1990, 5 de dezembro de 1990, e 28 de julho de 1993, respectivamente; e dá outras providências**. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 22 dez. 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L10150.htm> Acesso em: 23 mar. 2011.

_____. Medida Provisória Nº 2.155, de 22 de junho de 2001. Estabelece o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais e autoriza a criação da Empresa Gestora de Ativos. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 22 jun. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/MPV/2155.htm> Acesso em: 08 ago. 2011.

_____. Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 03 ago. 2004a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.931.htm> Acesso em: 10 jan. 2009.

_____. **Política Nacional de Habitação**. Brasília: Ministério das Cidades. Secretaria Nacional de Habitação. 2004b. Disponível em: <<http://www.cidades.gov.br/images/stories/ArquivosSNH/ArquivosPDF/4PoliticaNacionalHabitacao.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2011.

_____. Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 09 fev. 2005a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm> Acesso em: 14 de out. 2011.

_____. Lei 11.124, de 16 de junho de 2005. Dispõe sobre o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS), cria o Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS). **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 jun. 2005b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11124.htm> Acesso em: 12 jan. 2012.

_____. **Demonstrações Financeiras do FGTS: Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2007**. Brasília: FGTS. CCFGTS. CEF. Ministério das Cidades. Ministério da Fazenda. Ministério do Trabalho e Emprego, [2008a]. Disponível em <<http://downloads.caixa.gov.br/fgts>>. Acesso em: 20 dez. 2010.

_____. **Plano Nacional de Habitação. Produto 5. Relatório. Plano de Ação, estratégias e mecanismos de implementação do PlanHab**. Brasília: Ministério das Cidades. Secretaria Nacional de Habitação. 2008b. Disponível em:

<http://www.usp.br/fau/deprojeto/labhab/biblioteca/produtos/planhab_produto5.pdf>. Acesso em 10 out. 2011.

_____. Lei 11.977, de 07 de julho de 2009. Dispõe sobre o Programa Minha casa Minha Vida (PMCMV), a regularização fundiária de assentamentos em áreas urbanas, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 07 jul. 2009a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11977.htm> Acesso em: 03 out. 2011.

_____. **Demonstrações Financeiras do FGTS: Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2008**. Brasília: FGTS. CCFGTS. CEF. Ministério das Cidades. Ministério da Fazenda. Ministério do Trabalho e Emprego, [2009b]. Disponível em <<http://downloads.caixa.gov.br/fgts>>. Acesso em: 20 dez. 2010.

_____. **Portaria Nº 139, de 13 de abril de 2009**. Dispõe sobre a aquisição e alienação sem prévio arrendamento no âmbito do PAR. Brasília, DF: Ministério das Cidades, 2009c. Disponível em: <http://www.cidades.gov.br/images/stories/ArquivosSNH/ArquivosPDF/Portarias/Portaria_139_2009.pdf>. Acesso em: 03 out. 2011.

_____. **Demonstrações Financeiras do FGTS: Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2009**. Brasília: FGTS. CCFGTS. CEF. Ministério das Cidades. Ministério da Fazenda. Ministério do Trabalho e Emprego, [2010a]. Disponível em <<http://downloads.caixa.gov.br/fgts>>. Acesso em: 20 dez. 2010.

_____. **Déficit Habitacional 2008**. Brasília: Ministério das Cidades, 2010b. Disponível em <http://www.cidades.gov.br/ministerio-das-cidades/arquivos-e-imagens-oculto/NOTA_DEFICIT2008_FJP_jul2010.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2010.

_____. **Portaria Nº 140, de 05 de abril de 2010**. Dispõe sobre os critérios de elegibilidade e seleção dos beneficiários do PMCMV. Brasília, DF: Ministério das Cidades, 2010c. Disponível em: <http://www.cidades.gov.br/images/stories/ArquivosSNH/ArquivosPDF/Portarias/Portaria_140_5_4_2010.pdf>. Acesso em: 03 out. 2011.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2002 e 2001.** Brasília, DF. (s.d). Disponível em: <<http://www1.caixa.gov.br/download/asp/download.asp>>. Acesso em: 14 jun. 2011.

_____. **História da Poupança.** Brasília, DF: 2011. Disponível em <<http://www.caixa.gov.br/Voce/poupanca/historia.asp>>. Acesso em: 03 mar. 2011.

CARNEIRO, Dionísio D. e VALPASSOS, Marcus V. F. **Financiamento à habitação e instabilidade econômica:** Experiências passadas, desafios e propostas para ação futura. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.

CARMO, Edgar C. **A política habitacional no Brasil pós plano Real (1995-2002) – diretrizes, princípios, produção e financiamento: uma análise centrada na atuação da Caixa Econômica Federal.** Tese (Doutorado em Economia Aplicada, ênfase em Economia social e do Trabalho). Campinas, SP: UNICAMP, 2006.

CARVALHO, Fernando C. de. **Keynes's concepts of finance and funding, and the structure of the financial system.** Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (Texto para Discussão, nº 344).

_____. Financial innovation and the Post Keynesian approach to the “process of capital formation”. **Journal of Post Keynesian Economics.** Armonk: Sharpe, v. 19, n.3, Spring 1997.

_____. Características essenciais do método de Keynes na Teoria Geral. In: Gentil Corazza. (Org.). **Métodos da Ciência Econômica.** 1 ed. Porto Alegre: Editora UFRGS, p. 175-185, 2003.

_____. et al. **Economia monetária financeira: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CASAGRANDE, Elton Eustaquio. **As teorias keynesianas do investimento.** São Paulo: UNESP, 2002.

CESTARE, André B. **O impacto das políticas de direcionamento de crédito e de depósitos compulsórios no mercado bancário.** Dissertação (Mestrado Profissional). São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2007.

CINTRA, Marcos Antonio M. **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira.** Campinas, SP: Editora da UNICAMP, 1999. (Coleção Teses)

COASE, Ronald H. **The firm, the market and the law.** Chicago. London, University of Chicago Press. 1988.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga Instruções anteriores. Rio de Janeiro, 29 dez. 2003a. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>> Acesso em: 02 de março de 2011.

_____. **Instrução CVM nº 414**, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta de distribuição de CRI. Rio de Janeiro, 30 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst414.htm>> Acesso em: 02 de março de 2011.

_____. **Instrução CVM nº 442**, de 08 de dezembro de 2006. Altera as Instruções CVM nºs 356 e 400. Rio de Janeiro, 29 dez. 2003b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst442.doc> Acesso em: 02 de março de 2011.

_____. **Instrução CVM nº 443**, de 08 de dezembro de 2006. Altera a Instrução CVM nº 414. Rio de Janeiro, 08 dez. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst443.doc> Acesso em: 02 de março de 2011.

CONCEIÇÃO, Octavio A. C. **Instituições, crescimento e mudança na ótica institucionalista.** Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, n. 1, 2001 – (Série Teses FEE).

_____. conceito de Instituição nas modernas abordagens institucionalistas. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v.6, n.2, p.119-146, 2002.

_____. Além da transação: uma comparação do pensamento dos institucionalistas com os evolucionários e pós-keynesianos. **Anais eletrônicos...** Encontro Nacional de Economia – ANPEC, n. 23. João Pessoa, PB, 2004. Rio de Janeiro: ANPEC, 2004 Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A006.pdf>>. Acesso em: 12 abr. 2011.

_____. **Elementos para uma teorização apreciativa institucionalista do crescimento econômico**: uma comparação das abordagens de North, Matthews e Zysman. Porto Alegre: UFRGS, 2005. (Texto para Discussão, n.10).

_____. **Micheal Aglietta**: da teoria da regulação à Violência da Moeda. Porto Alegre: FEE, 2007. (Textos para Discussão, n.11).

_____. A dimensão institucional do processo de crescimento econômico: inovações e mudanças institucionais, rotinas e tecnologia social. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.17, n.1 (32), p. 85-105, abr. 2008.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução 2.458**, de 18 de dezembro de 1997. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Brasília, DF, 18 dez. 1997. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=97252049>>. Acesso em: 21dez. 2012.

_____. **Resolução 2.686**, de 26 de janeiro de 2000. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Brasília, DF, 26 jan. 2000. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=100014921>>. Acesso em: 21 jan. 2011.

_____. **Resolução 2.836**, de 30 de maio de 2001. Altera e consolida normas sobre a cessão de créditos. Brasília, DF, 26 jan. 2000. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=101097269>. Acesso em: 21 jan. 2011.

_____. **Resolução 3.005**, de 07 de agosto de 2002. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Brasília, DF, 07

ago. 2002. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=102132105> . Acesso em: 18 jan. 2011.

_____. **Resolução 3.177**, de 10 de março de 2004. Altera a fração prevista no art. 2º, inciso II, e no art. 3º, inciso II, da Resolução 3.005, de 2002 e a remuneração dos recursos captados em depósitos de poupança recolhidos ao Banco Central, bem como limita a aquisição de LCI e LH pelas instituições integrantes do SBPE. Brasília, DF, 07 ago. 2002. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=104036767>> Acesso em: 13 nov. 2011.

_____. **Resolução 3.347**, de 08 de fevereiro de 2006. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Brasília, DF, 08 fev. 2006. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=106034751>>. Acesso em: 18 jan. 2011.

_____. **Resolução 3.932**, de 16 de dezembro de 2010. Altera e consolida as normas sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Brasília, DF, 16 dez. 2010. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=110105779>>. Acesso em: 18 jan. 2011.

COMMONS, John R. **Institutional Economics**. American Economic Review, vol. 21, p. 648-657, 1931.

COSTA, Fernando Nogueira da. Circuito de financiamento na economia brasileira. **Economia e Sociedade**, v.6, n. 2 (9), p. 69-93. Campinas: UNICAMP, dez.1997.

_____. **Economia monetária e financeira: Uma Abordagem Pluralista**. São Paulo: MAKRON Books, 1999.

_____. Método dinâmico da Escola de Estocolmo. **Revista de Economia Política**, vol.30, nº4 (120), pp. 625-644, outubro-dezembro/2010, (2010a).

_____. **“Crise do subprime” a la brasileira.** Campinas: Fernando Nogueira da Costa, (2010b). Disponível em: <<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2010/02/10/a-crise-do-subprime-no-brasil/>>. Acesso em: 15 fev. 2010.

_____. **“Sobre Castelo de Areia e Tigres de Papel”.** 23/07/2010. Campinas: Fernando Nogueira da Costa, (2010c). Disponível em: <<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2010/07/23/sobre-castelo-de-areia-e-tigre-de-papel/#more-1685>> Acesso em: 23 jul. 2010.

_____. **Projeção de Financiamento Habitacional.** 07/09/2011. Campinas: Fernando Nogueira da Costa, 2011. Disponível em <<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2011/09/07/projecao-de-financiamento-habitacional/>>. Acesso em: 08 set. 2011.

COSTA, Ana C.; NAKANE, Márcio. **Crédito direcionado e custo das operações de crédito livre:** uma avaliação do subsídio cruzado do crédito imobiliário e rural no Brasil. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de economia bancária e crédito – 2005. Brasília, DF: BACEN, 2005.

DAVIDSON, Paul. **Money and the real world.** 2.ed. London : Macmillan, c1978,1985. 427 p. : il.

_____. **Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century.** Cheltenham: Edward Elgar, 1996.

_____. Finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics.** Armonk: Sharpe, v. 9, n.1, p. 101- 110. Fall, 1986.

_____. **John Maynard Keynes.** Hampshire: Palgrave Macmillan, 2007. (Great Thinkers in Economics Series).

DUGGER, William M. Radical Institutionalism: Basic Concepts. **Review of Radical Political Economics.** New York: URPE, v. 20, n. 1 p. 1-28, 1988.

_____. The New Institutionalism: new but not institutionalist. **Journal of Economic Issues**, Lincoln: Afee, v. 24, n.2, p. 423-431, 1990.

ESPINOSA, Marcos E. **Direito à moradia e Ministério das Cidades**: a política de subsídio à habitação de interesse popular (PSH). Dissertação de Mestrado (Direito). São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2007.

FERGUSON, Niall. **The ascent of money: a financial history of the world**. New York : Penguin Press, 2008.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. The concept of uncertainty in the post Keynesian theory and in institutional economics. **Journal of Economic Issues**, Lincoln: Afee , v. 39, n. 3, sep. 2005.

FERREIRA, Thaís Porto. **A concessão de subsídios por meio do sistema financeiro da habitação**. 2004. Dissertação (Mestrado em Economia). Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 2004.

FEYERABEND, Paul Karl. Consolations for the Specialist. In: KUHN, Thomas S. **The Road since structure**. Chicago: The University of Chicago Press, p.33-57, 2000.

FRANÇA, Luiz A. Os desafios de mudar o funding. **Revista do SFI**, Ano 14, nº 31. São Paulo: ABECIP, 2010.

FRIZZO, Ovidio Barcelos. **Financiamentos Imobiliários no Sistema Financeiro da Habitação**. Porto Alegre: Síntese, 1997.

GALA, Paulo. A teoria Institucional de North. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n.2 (90), p.89-105, 2003.

GOMES, Fábio Guedes. A Nova Economia Institucional (NEI) e o (Sub) Desenvolvimento Econômico Brasileiro: limites e impossibilidades de interpretação. In: IX Encontro Nacional de Economia Política, 9. São Paulo, 2004. **Anais eletrônicos...** São Paulo. Disponível em: <www.sep.org.br>. Acesso em: 23 out. 2010.

GRANJA, Paulo Roberto S. **Modelo para avaliação do custo burocrático do FCVS: um estudo de caso**. 2008. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial). Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2008.

GRIMES, Orville. F., Jr. **Housing for low-income urban families**. Washington: The World Bank, 1976.

HERMANN, Jennifer. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n.3 (123), pp. 397-414, julho-setembro de 2011.

HODGSON, Geoffrey. Institutional Economics: Surveying the “old” and the “new”. **Metroeconomica**. Bolonha: Nuova Casa Editrice, v. 44, n.1, p. 1-28, 1993.

_____. **Economia e instituições**: manifesto por uma economia institucionalista moderna. Oeiras: Celta Editora, 1994.

_____. From Micro to Macro: The Concept of Emergence and the Role of Institutions. **International seminar “Institutions and Economic Development: Towards a Comparative Perspective and State Reform”**. UFRJ. Rio de Janeiro, Brazil, 12-14, November, 1997.

_____. The Approach of Institutional Economics. **Journal of Economic Literature**. Nashville: American Economic Association, v. 36, p. 166-192, March, 1998.

_____. The Evolution of Institutions: An Agenda for Future Theoretical Research. **Constitutional Political Economy**. Boston: Springer, v. 13, n. 2, p. 111-127, 2002.

_____. What are institutions?. **Journal of Economic Issues**. Lincoln: Afee, v. 40, n. 1, p. 1-25. March, 2006.

_____. Institutional Economics into Twenty-First Century. **Studii e Note di Economia**, Anno XIV, N.1 – 2009, p. 03 – 26. (ANPEC 2009).

_____. **Downward Causation – Some Second Thoughts.** Webnotes, 1 March 2011. <Disponível em: <http://www.geoffrey-hodgson.info/downward-causation.htm>>. Acesso em: 16 set. 2011.

IBGE. **Contas Nacionais Trimestrais.** Rio de Janeiro, 2004. (Série Relatórios Metodológicos, v.28).

_____. **Matriz de Insumo-Produto 2000/2005.** Rio de Janeiro, 2008.

_____. **Pesquisa Anual da Indústria da Construção.** Rio de Janeiro, 2008.

_____. **Sistema de Contas Nacionais – Brasil 2004 – 2008.** Rio de Janeiro, 2010.

_____. **Censo Demográfico 2010: Características da população e dos domicílios – Resultados do universo.** Rio de Janeiro, 2011.

_____. **Censo Demográfico 2010: Características da população e dos domicílios – Resultados do universo.** Rio de Janeiro, 2011a.

_____. **Censo Demográfico 2010: Características da população e dos domicílios – Resultados do universo.** Rio de Janeiro, 2011b. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/censo2010/aglomerados_subnormais/agsn2010.pdf>. Acesso em: 11 dez. 2011.

KEYNES, KALECKI & OHLIN, [artigos de 1937], **Clássicos da Literatura Econômica**, Rio de Janeiro, IPEA-INPES, 1988, pp. 291-341.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment Interest and Money.** New York: Harcourt, 1964, [1936].

_____. **The general theory and after: preparation.** London: Macmillan, 1973a. (The collected writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, vol. 14).

_____. **The general theory and after: defence and development.** London: Macmillan, 1973b. (The collected writings of John Maynard Keynes, edited by D. Moggridge, vol. 14).

KÖHLER, Marcos. Financiamento habitacional no Brasil: muitos subsídios, poucos pobres. **Revista da Informação Legislativa.** Brasília, ano 40, nº157, Jan./Mar. 2003.

KREGEL, J. A. A note on finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics.** Armonk: Sharpe, v.9, n.1, p. 91-100, Fall, 1986.

KUHN, Thomas S. Commensurability, comparability, communicability. In:_____. **The Road since structure.** Chicago: The University of Chicago Press, p.33-57, 2000.

LIMA, Antonia P. Crédito imobiliário: aperfeiçoamento do ambiente regulatório. In: **Anais** [do] Seminário Internacional de Crédito Imobiliário: as contribuições das experiências dos sistemas imobiliários da Espanha e do México para o aperfeiçoamento do modelo brasileiro; [organizado pela ABECIP]. Rio de Janeiro: Publitetto, 2007.

LIMA JR., João; MONETTI, Eliane; e ALENCAR, Cláudio T. **Real Estate: fundamentos para análise de investimentos.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LUCENA, José Mário Pereira de. **O mercado habitacional no Brasil.** Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1985. 185 p. : il.

MACARINI, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro":** a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. Campinas: IE/UNICAMP, set. 2006 (Texto para Discussão, n.112).

MACEDO, Bernardo G. A Nova Economia Institucional: considerações sobre a obra de Douglass North e seu contraponto à Economia Política Cepalina. In: Encontro Nacional de Economia Política, 12, São Paulo, 2007. **Anais...** São Paulo: SEP, 2007.

MARICATO, Ermínia. **Política habitacional no regime militar: do milagre brasileiro à crise econômica.** Petrópolis: Vozes, 1987.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de Economia**: tratado introdutório: Natura non facit saltum. [3.ed.] São Paulo: Nova Cultural, 2v., 1982.

MARTINS, Bruno S. Housing credit in Brazil: institutional improvement and evaluation of recent developments. **IV Seminário sobre Riscos, Estabilidade Financeira e Economia Bancária do Banco Central do Brasil**. São Paulo. Agosto de 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SEMRISC4>>. Acesso em: 10 out. 2011.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Obras escolhidas**. São Paulo: Alfa-Omega, v.2, c1961.

MINSKY, Hyman. Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies. **Journal of Economic Issues**. Lincoln: Afee, v.30, n.2, p. 357-368, jun. 1996.

_____. **John Maynard Keynes**. New York : McGraw-Hill, 2008.

_____. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MORAES, Daniel C. **O SFI: a securitização como instrumento de fomento de crédito imobiliário**. Dissertação (Mestrado em Administração). São Paulo: Universidade de São Paulo, 2008.

MUSGRAVE, Richard A.. **Teoria das finanças públicas: um estudo de economia governamental**. São Paulo : Atlas, 1974. 2 v.

NELSON, Richard R. Institutions and economic growth: sharpening the research agenda. **Journal of Economic Issues**, Lincoln: Afee, v.41, n.2, p.313 – 323, 2007.

NOGUEIRA, Fábio e BRASILEIRO, Fernando. Implementação do SFI e Securitização no Brasil. In: Seminário Internacional de Crédito Imobiliário, 2010. **Anais eletrônicos...** São Paulo: ABECIP, SECOVI, ORDEM DOS ECONOMISTAS DO BRASIL. 05, ago. 2010. Disponível em: <<http://abecip.org.br/default.asp>>. Acesso em: 12 dez.2010.

NORTH, Douglass. C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge (UK): Cambridge University. 152p., 1990.

_____. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**. Nashville: American Economic Association, v. 84, n.3, p. 359-368, jun, 1994.

PAULA, Luiz Fernando R. de,. Teoria da Firma Bancária. In: LIMA, G.T., SICSÚ, J., PAULA, L. F. (Org.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

_____. Riscos na Atividade Bancária em Contexto de Estabilidade de Preços e Alta Inflação. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre: UFRGS, Ano 18, n. 34, p. 93-112, setembro 2000.

_____. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem pós-keynesiana**. (Tese de professor titular). Rio de Janeiro: UERJ, 2011. Disponível em: < <http://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2011/11/sistema-financeiro-bancos-e-financiamento-da-economia-tese.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2011.

PINHO, Osmar R. Concentração dos ônus na matrícula. In: Seminário ABECIP - Panorama do Mercado Imobiliário Brasileiro: oportunidades e desafios. 2., 7 de Novembro de 2011, Brasília. **Anais eletrônicos...** São Paulo: ABECIP, 2011. Disponível em <http://www.abecip.org.br/imagens/painel2_osmar_roncolato.pdf>. Acesso em: 14/11/2011.

PONTUAL, Ricardo. A questão habitacional no âmbito do sistema financeiro da habitação. In: **Relatório de indicadores sociais: uma análise da década de 1980**. Rio de Janeiro: IBGE, 1995.

POSSAS, Mario Luiz. **A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica**. São Paulo : Brasiliense, 1987. 352 p.

QUIGLEY, John M. **Transaction Costs and Housing Markets**. Berkeley: University of California, 2002. (Working Paper N. W02-005).

QUIGLEY, John M. and HARSMAN, Bjorn. **Housin Markets and Housing Institutions: an international comparison**. Boston: Kluwer Academic: 1991.

QUIGLEY, John M. and RAPHAEL, Steven. Is Housing Unaffordable? Why Isn't More Affordable? **Journal of Economic Perspectives**. Pittsburgh: AEA Publications, v. 18, n. 1, p. 191 – 214, Winter, 2004.

REVISTA CAPITAL ABERTO. **Tolerância Zero**. São Paulo: Editora Capital Aberto, ano 5, n. 52, novembro-dezembro de 2007.

REZENDE, Teotônio C. Sustentabilidade do crédito imobiliário: algumas contribuições do Governo Federal e da Caixa. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO, 2., 2010, Fortaleza. **Anais eletrônicos...** Brasília: BCB, 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/evento/arquivos/2010_3_21/2010_3_17_Painel_III_Teotonio_Rezende.pdf>. Acesso em: 18 out. 2010.

_____. O papel do financiamento imobiliário no desenvolvimento sustentável do mercado imobiliário brasileiro. In: Seminário Abecip – Panorama do mercado imobiliário brasileiro: oportunidades e desafios, 2., Novembro de 2011, Brasília. **Anais eletrônicos...**, São Paulo: ABECIP, 2011. Disponível em: <<http://www.abecip.org.br>>. Acesso: 14/11/2011.

RODRIGUES, Luiza B. P. **Crédito para habitação no Brasil: histórico e desafios**. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2009.

ROMERO, Cristiano e TRAVAGLINI, Fernando. A disputa do crédito imobiliário. São Paulo: **Jornal Valor**, edição do dia 12 de maio de 2011.

ROSETTI, José P. “Quand le bâtiment va, tout va”.In: ABECIP. **Revista do SFI**. São Paulo: ABECIP, Ano 14, n. 32, 2010.

ROSSBACH, Ana Cláudia M. C. **Financiamento Habitacional no Brasil**. 2005. Dissertação (Mestrado em Economia). São Paulo: PUC, 2005.

ROYER, Luciana de O. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**. 2009. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). São Paulo: USP, 2009.

RUDGE, Luiz Fernando e AMENDOLARA, Leslie. **Desvendando a rede dos financiamentos imobiliários**. São Paulo: Pini: O Nome da Rosa, 1997.

RUTHERFORD, Malcolm. **Institutions in economics: the old and new institutionalism**. Cambridge : Cambridge University Press, 1996.

SAMUELS, Warren J. The present state of institutional economics. **Cambridge Journal of Economics**. Cambridge: Harvard University, v. 19, p. 569-590, 1995.

SANTOS, Cláudio H. M. **Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964/1998**. Brasília: IPEA, jul. 1999. (Texto para discussão n°654).

SCHULMAN, Maurício. Os financiamentos imobiliários no contexto de uma economia estabilizada e desindexada. In: Encontro da ABECIP. SFI um novo modelo habitacional, 8., Brasília, novembro de 1995. **Anais eletrônicos...** São Paulo: ABECIP, 1996.

SEPURB. **Política Nacional de Habitação**. Brasília: 1996.

_____. **Política de Habitação: Ações do Governo Federal de jan/95 a jun/98**. Brasília, 1998.

SHIMIZU, Júlio C. **Projeção de impactos econômicos do Programa Minha Casa, Minha Vida: uma abordagem de equilíbrio geral computável**. 2010. Dissertação (Mestrado em Economia). Belo Horizonte, MG: CEDEPLAR, 2010.

SILVA, Antonio Carlos Macedo e. **Macroeconomia sem equilíbrio**. Campinas, SP: FECAPM, 1999.

SIQUEIRA, Ana Lúcia de S. **Quem tem direito à moradia?** Uma análise da política nacional de habitação e dos programas de habitação de interesse social (2003 – 2005). 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais). Natal: UFRN, 2006.

SKIDELSKY, Robert. Ideas and the world. **The Economist**. London, November 23, 2000.

SOUZA, Nali de Jesus de. **Desenvolvimento econômico**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

STANFIELD, James. The Scope, Method, Significance of Original Institutional Economics. **Journal of Economic Issues**. Lincoln: Afee, v.33, n.2, p. 231-255, jun, 1999.

STIGLITZ, Joseph e GREENWALD, Bruce. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

STUDART, Rogério. **Saving, Financial Markets and Economic Development: Theory and Lessons from Brazil**. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1994. (Textos para Discussão, n. 306).

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, G.T., SICSUÍ, J., PAULA, L. F. (Org.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

TEIXEIRA, Luciene P. e CARVALHO, Fátima M. A. A construção civil como instrumento do desenvolvimento da economia brasileira. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, n. 109, p. 09-26, 2005.

TENERELLO, Décio. In: ABECIP. SFI um novo modelo habitacional. **Anais** [do] VIII Encontro da ABECIP. Brasília, novembro de 1995. São Paulo: ABECIP, 1996.

TENERELLO, Décio. A evolução do crédito imobiliário no Brasil. In: **Anais** [do] Seminário Internacional de Crédito Imobiliário: as contribuições das experiências dos sistemas imobiliários da Espanha e do México para o aperfeiçoamento do modelo brasileiro; [organizado pela ABECIP]. Rio de Janeiro: Publitetto, 2007.

TORRES FILHO, Ernani T. e PUGA, Fernando P. (organizadores). **Perspectivas de investimentos 2007/2010**. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

TRIANA FILHO, Antonio. **Habitação popular no Brasil: análise do modelo operacional de financiamento pelas agências oficiais**. 2006. Dissertação (Mestrado em Arquitetura e Urbanismo). Brasília: UNB, 2006.

UNITED NATIONS (Org.) **System of National Accounts 2008**. New York, 2008. Disponível em: <<http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>>. Acesso em: 20 jan. 2011.

UN-HABITAT. Housing Finance Mechanisms in Brazil. **The Human Settlements Finance Systems Series**. Nairobi: Quenya. 2010.

UQBAR. **Anuário: Securitização e Financiamento Imobiliário 2011**. Rio de Janeiro: Uqbar, 2011. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_FI_11.jsp>. Acesso em: 21 ago. 2011.

VIANNA, Vera Lúcia M. A Caixa Econômica Federal no contexto da política habitacional. In: **Anais** [do] Seminário Internacional de Crédito Imobiliário: as contribuições das experiências dos sistemas imobiliários da Espanha e do México para o aperfeiçoamento do modelo brasileiro; [organizado pela ABECIP]. Rio de Janeiro: Publitetto, 2007.

WALRAS, Léon. **Compêndio dos elementos de economia política pura**. 3. ed. São Paulo : Nova Cultural, 1988. 237 p.

WHALEN, Charles J. John R. Commons's Institutional Economics: a Re-Examination. **Journal of Economic Issues**. Lincoln: Afee, v.33, n.2, p. 443-454, jun, 1989.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarchies, analysis and anti-trust implications: A study in the economics of internal organization**. New York: Free Press, 1975.

_____. Transaction cost economics and organization theory. **Industrial and Corporate Change**. Oxford; Oxford University Press, v.2, n.2, p.107-156, 1993.

_____. The Institutions of Governance. **The American Economic Review**. Nashville: American Economic Association, v. 88, n.2, p. 75-79, may, 1998.

_____. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. **Journal of Economic Literature**, Nashville: American Economic Association, v.38, p.595-613, 2000.

WORLD BANK. **Building Institutions for Markets**. New York: Oxford University Press, 2002

ZYSMAN, John. How institution create historically rooted trajectories of growth. **Industrial and Corporate Change**. Oxford: Oxford University Press, v.3, n.1, p. 243-283, 1994.