

A OFERTA DE CRÉDITO HABITACIONAL BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2003 A 2010

THE OFFER OF BRAZILIAN HOUSING CREDIT DURING THE PERIOD 2003 - 2010

Aulo Pércio Vicente Nardo¹
Renato Martini²

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a liberação de crédito habitacional, focando a atenção sobre os financiamentos liberados pelo Banco Central do Brasil e nos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Estes certificados segundo a teoria econômica que explica o efeito multiplicador podem aumentar o volume de negociações dentro de um país sem alterar a quantidade de moeda em circulação, ou seja, através de especulação de títulos provenientes de financiamentos imobiliários os agentes econômicos negociam no mercado de ações pequenas, ou algumas vezes não tão pequenas, cotas de um imóvel ainda financiado. Esse sistema de financiamento cresceu no Brasil segundo o Banco Central com maior vigor após os anos de 2004 em diante. Por esse motivo, associado ao fato de se configurar o mandato de um único presidente, bem como a disponibilidade de dados, foram selecionados os anos entre 2003 e 2010, com os dados sendo provenientes de sites do Banco Central do Brasil (BCB), da empresa CIBRASEC, da empresa Brazilian Securities e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O aporte teórico é dado pela revisão das principais características do sistema de criação de crédito e o desenvolvimento do Sistema Financeiro Habitacional. Nos resultados e discussões analisa-se o desenvolvimento do Sistema Financeiro Habitacional focado na evolução dos dados sobre a oferta de crédito no período selecionado. Posteriormente volta-se para a evolução dos níveis de endividamento das famílias e empresas. O aumento da oferta do crédito imobiliário associado à redução dos níveis de endividamentos, concomitante a reduzida relação crédito imobiliário/PIB brasileiro em relação a outros países conclui-se que o crescimento do crédito habitacional no Brasil no período de 2003 a 2010 foi sustentável, e sugere-se que há espaço para políticas de estímulo no setor sem o risco de gerar uma bolha especulativa.

Palavras-chave: Crédito. Sistema Financeiro Habitacional. Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Classificação JEL: H3; I38

ABSTRACT

This work seeks to analyze the release of housing credit, with particular attention to financing granted by the Central Bank of Brazil and through Certificates of Real Estate Receivables (CRIs). According to economic theory vis-à-vis the multiplier effect these certificates can increase the volume of trade in a given country without changing the amount of currency in circulation, ie, via securities speculation based on mortgages, economic agents trade quotas of a collateral backed property in smaller, or sometimes not so small, markets. According to the Central Bank, this practice grew at a greater magnitude in Brazil in the years following 2004. For this reason, recognizing both the fact that a single president held power during this period, and the availability of data concerning the topic, the years 2003-10 were selected, gathering data from the websites of the Central Bank of Brazil (BCB), the CIBRASEC Company, the Brazilian Securities Company and the Brazilian Securities Commission (CVM). Theoretical contributions are provided by a review of the main features of credit creation and the development of the Housing Financing System. The results and discussion section analyzes the development of the Housing Financing System, focusing on the evolution of credit supply data over the period. Following this, focus turns to the evolution of household and commercial debt levels. Taking into account increases in the supply of mortgage loans tied to reduced levels of indebtedness, in conjunction with a reduced proportion of mortgages/Brazilian GDP as compared to other countries, the study concludes that the growth of housing credit in Brazil in the period 2003-2010 was sustainable, suggesting that there is room for policy stimulus without the risk of generating a bubble sector.

¹ Doutorando em teoria econômica pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC – Campus Florianópolis/SC, e-mail: aulo.nardo@posgrad.ufsc.br.

² Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual do Oeste do Paraná – UNIOESTE.

1. INTRODUÇÃO

A ampla liquidez existente nos EUA desde 2001, fruto da conduta de uma política monetária expansionista, foi responsável por gerar uma forte onda de valorização dos ativos imobiliários, adquirindo contornos de uma bolha especulativa que eclodiu no segundo semestre de 2007, sendo cunhada de crise de crédito de alto risco (TORRES FILHO E BORÇA JR., 2008).

A crise de crédito de alto risco (*subprime crisis*) no mercado de crédito de alto risco sobre o mercado imobiliário norte americano, chama atenção para a oferta de crédito habitacional brasileiro, no âmbito das modificações ocorridas no sistema de liberação de crédito e também as quantias liberadas na recente história de crédito habitacional brasileiro.

Os condicionantes³ da crise do *subprime* levam a perguntar se o mercado de crédito mobiliário brasileiro tem aumentado sua oferta de forma perigosa e se isso traz risco para a sustentabilidade do mercado de crédito habitacional brasileiro. Com a securitização dos financiamentos em 1997, que pode ser descrito brevemente com a criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), abre-se o mercado habitacional brasileiro para que as “ações geradas” no mercado primário serem negociadas no mercado secundário, no qual são negociados títulos que ainda podem estar sem quitação dos débitos provenientes, ou seja, o título original na maioria das ocasiões não está pago, o que ocasiona uma cadeia de multiplicações sobre seu valor inicial dentro do sistema financeiro (PINHEIRO, 2008).

No Brasil apesar da maior parte da oferta de crédito habitacional ser liberada pelo governo via investimentos diretos liberados pela disponibilidade de poupança e pela utilização do FGTS através da intermediação da Caixa Econômica Federal (CEF), a oferta de crédito habitacional proveniente pelo sistema de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que são equivalentes as hipotecas no sistema de financiamento habitacional dos EUA, devem ser acompanhadas com cautela, para que no futuro não possam comprometer a liquidez do mercado de ações e posteriormente causar uma segunda bolha de créditos imobiliários, porém no mercado brasileiro (BCB, 2013).

Desta forma, questiona-se: como se comportou a oferta de crédito imobiliário via emissões de CRIs pelo meio privado e via financiamento com recursos direcionados pelo Banco Central do Brasil?

Para responder o problema, abordam-se as revisões teóricas da organização das hierarquias do sistema bancário e as principais características do sistema de criação de crédito dentro do sistema econômico do país. Posteriormente discute-se o desenvolvimento do Sistema Financeiro Habitacional desde a sua criação em 1964 até meados do ano de 2010.

A apresentação da análise dos dados conta como auxílio e o acompanhamento de gráficos com dados entre os anos de 2003 a 2010 como se propõe no estudo. Os dados apresentados nos gráficos são provenientes de sites do Banco Central do Brasil (BCB),

³ Para maior detalhamento sobre as questões relativas à eclosão da crise do *subprime* e seus desdobramentos internacionais aconselha-se a leitura de Souza (2008); Ázara, Pessanha e Ázara (2010); Torres Filho e Borça (2008).

do site da empresa CIBRASEC, da empresa Brazilian Securities, da CVM, e criados a partir de coleta secundária de dados.

O período analisado foi escolhido pela disponibilidade dos dados sobre a oferta do crédito imobiliário privado, disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelas empresas emissoras de CRIs, CIBRASEC e Brazilian Securities que correspondem as duas empresas privadas com maior contribuição das emissões de CRIs no mercado brasileiro, compreendendo 24% e 32% respectivamente.

Opta-se por embasar a oferta de crédito habitacional privado por parte do comportamento da oferta de crédito habitacional das empresas CIBRASEC e Brazilian Securities, por dois motivos. Primeiro, pela terceira maior empresa, a RB Capital, responsável por 18% das emissões não disponibilizar os dados. Segundo, há 8 empresas que correspondem entre 4% e 1% das emissões e o restante do mercado é composta por empresas que são responsáveis por cerca de 2% em emissões de CRIs. Estas participações são pequenas em comparação com as duas maiores emissoras o que torna suas avaliações pouco relevantes para a análise proposta.

Sobre a oferta de crédito habitacional por parte do governo, foram utilizados dados do Banco Central do Brasil no período de 2003 a 2010, para a construção dos gráficos. Os financiamentos habitacionais no Brasil podem ser concedida pelos bancos públicos e mistos como a CEF e o Banco do Brasil por exemplo, que podem ser vistos como um intermediário entre os recursos destinados diretamente ao setor habitacional pelo governo através do BCB.

Optou-se nessa pesquisa pela escolha dos dados apenas por parte do Banco Central do Brasil, por refletirem a intenção do país com relação a oferta dessa forma de crédito e facilitar a comparação com os governos de países mais desenvolvidos. Também há o fato de maior facilidade de obtenção dos dados por parte do Banco Central do que por parte dos bancos públicos e mistos, pois no caso de bancos mistos e privados não fica muito clara a distinção entre a oferta de crédito feita através de recursos provenientes do capital do banco e recursos provenientes de capital adquiridos com a emissão de títulos imobiliários.

Posteriormente, para a análise da evolução da inadimplência habitacional e da dívida potencial das empresas e famílias utilizou-se dados do BCB entre os anos de 2003 a 2010.

2. O SISTEMA BANCÁRIO E O CRÉDITO HABITACIONAL

Este tópico está dividido em três sub-tópicos. No primeiro sub-tópico, será feita a revisão da organização das hierarquias do sistema bancário, ou seja, como em uma economia são conduzidas as políticas econômicas definidas pelo governo, e como são compostas as funções de alguns dos principais tipos de bancos existentes. O segundo sub-tópico apresenta as principais características do sistema de criação de crédito e sua importância dentro do sistema econômico do país, descrevendo como e por quem pode ser concedido crédito e quais os principais motivos de sua criação e expansão. O terceiro sub-tópico discorre sobre a criação e o desenvolvimento do Sistema Financeiro Habitacional, desde sua criação em 1964 até meados do ano de 2010.

2.1 Sistema Bancário

Os bancos comerciais assumem um importante papel na economia de um país ao auxiliar a política monetária, com uma maior diversidade de opções para o crescimento e desenvolvimento econômico do país. Este processo de abertura de opções se define

por meio de empréstimos concedidos a população bem como pela estruturação de programas de financiamento subsidiados pelo governo.

Cada banco comercial é fiscalizado pelo Banco Central, para possibilitar o controle sobre suas atribuições e para garantir os interesses da economia. As funções do Banco Central podem ser divididas, segundo Carvalho (2007), em quatro principais sendo elas: Emissor de papel-moeda e Controlador de Liquidez, Banqueiro dos Bancos, Regulador do Sistema Monetário e Financeiro, e Depositário de Reservas Internacionais.

No que tange à função de emissor de moeda e controlador de liquidez, conforme Carvalho (2007), cabe ao Banco Central o monopólio de emissão de papel moeda e a determinação da quantidade de moeda em circulação, sendo também responsável pelo tamanho da base monetária⁴, podendo também controlar a emissão de papel moeda pelos bancos comerciais, o que lhe confere a atribuição de controlador da liquidez da economia.

Com respeito à função de banqueiro dos bancos, segundo Costa (1999), o Banco Central detém a função de prestador em última instância. Constitui obrigação de o Banco Central resgatar os bancos e instituições financeiras em dificuldades através de empréstimos ou redescontos de títulos para garantir a sua liquidez que pode até ser entendido como uma punição para os mesmos, pois cobram taxas de juros maiores que as efetuadas no mercado pelo pedido de auxílio.

A operação de redesconto é definida, segundo Carvalho (2007), pela diferença entre o valor de um ativo que o Banco Central disponibiliza a um banco comercial e o valor pelo qual o banco comercial posteriormente revende ao Banco Central.

O Banco Central exerce ainda a função de regulador do sistema monetário e financeiro, ao estabelecer as normas gerais de funcionamento das instituições. Através de fiscalizações e ao determinar os níveis de empréstimos concedidos por cada instituição, na qual pode exigir um capital mínimo para abertura de um novo banco comercial. Toda esta regulação busca garantir a “solvência de cada banco em particular para impedir possíveis crises sistêmicas” (CARVALHO 2007, p. 15).

Por último cabe ao Banco Central a função de depositário de reservas internacionais, que, segundo Hillbretch (1999), é feita através de retenção ou liberação de moeda para garantir a solvência dos títulos em território estrangeiro.

Destaca-se que o Banco Central deve ser regido por políticas econômicas internas ao seu governo, mas também deve seguir políticas internacionais, pois o aval de instituições internacionais implica em maior atratividade para o capital financeiro externo. Isto ocorre porque ao disponibilizar um sistema financeiro em consonância (ou com credibilidade) com as normas internacionais, os investidores externos sentem maior segurança para efetuar investimentos de capitais no país em questão (MENDONÇA et al., 1998).

Uma das instituições internacionais que regem as normas a serem seguidas pelo Banco Central é o Fundo Monetário Internacional (FMI) que, conforme Mendonça et al. (1998), englobava, em 1999, 182 países membros e constituía-se das funções primárias de coordenar as desvalorizações competitivas⁵ e a política monetária a nível

⁴ Para maiores detalhes a respeito da base monetária e dos meios de pagamento ver Costa (1999); Carvalho (2007); Hillbretch (1999); Lopes e Rosseti (1983); Mankiw (2010).

⁵ Segundo Gordon (2000), as taxas de câmbio quando utilizadas pela política fiscal podem ser consideradas como sendo positivas no caso de ser depreciada a moeda nacional para aumentar as exportações, sendo dessa maneira uma desvalorização cambial competitiva, nesse caso sendo balizadas pelo FMI, para que não sejam muito baixas a ponto de existir competição desleal entre mercados de câmbios internacionais, e nem muito altas a ponto de isolar uma economia.

internacional, segundo o regime de câmbio fixo. Conforme Passos (1998) as taxas de câmbio fixas de cada país são determinadas pelo seu Banco Central, sendo que este se compromete a comprar e a vender as divisas a um preço estipulado por ele, na qual em geral ocorre um pequeno diferencial de alíquota entre a compra e a venda para cobrir os custos de transação. O FMI nesse caso auxilia no melhor tipo de câmbio para que cada economia não traga perdas ao seu desenvolvimento e nem ocasione prejuízos a outras economias com seu sistema de câmbio⁶.

Além de seguir políticas relacionadas ao FMI, o Banco Central é regido conforme acordos internacionais que regulamentam o sistema financeiro internacional. Conforme Williamson (1988), em 1944 em Bretton Woods, New Hampshire, foi assinado o acordo de Bretton Woods, que era sujeita a supervisão de novas três “instituições econômicas internacionais: a Organização Mundial do Comércio (OTI)” (WILLIAMSON, 1988, p. 323), o Banco Mundial, e o Fundo Monetário Internacional (FMI). Este acordo pretendia regulamentar as taxas de câmbio e o regime de reservas e das obrigações de ajustamento.

Seguindo a mesma linha do acordo de Bretton Woods, apresenta-se o Comitê de Basileia que, segundo Andrade e Mendonça (2006), apesar de não ter o poder regulador sobre todos os países participantes do Sistema Financeiro Internacional, possui uma forte influência sobre os órgãos supervisores da maior parte do mundo.

O acordo da Basileia ainda foi elaborado em 1988 com a intenção principalmente de:

- i) minimizar os riscos de insucesso dos bancos; ii) garantir a solvência e a liquidez do Sistema Financeiro Internacional; iii) uniformizar normas aplicáveis as instituições financeiras; e iv) estabelecer limites operacionais para os bancos internacionalmente ativos. (ANDRADE e MENDONÇA 2006, p. 315).

Conforme o BCB (2013), o acordo da Basileia foi implementado no Brasil apenas no ano de 1994 pela Resolução 2.099 de 17 de agosto. Este acordo introduziu no sistema brasileiro a exigência de capital mínimo para as instituições financeiras, de acordo com o grau de risco de suas operações ativas.

Em 2004 houve alterações no acordo da Basileia, segundo Andrade e Mendonça (2006), na qual acrescenta as inovações sobre os riscos contemplados sobre o capital e suas mensurações, focando os riscos abrangentes ao cálculo da taxa de capital, além de visar à introdução do risco operacional e os riscos de crédito e de mercado.

Essa revisão do acordo da Basileia II, foi implementada no Brasil de forma gradual, através de medidas como, a elaboração de convênios com autoridades monetárias internacionais, acompanhamento dos assuntos internacionais relacionados a supervisão dos organismos competentes, intercâmbio de informações com autoridades estrangeiras, acompanhamento das missões dos supervisores estrangeiros território nacional e também a emissão de informações sobre a supervisão brasileira a nível internacional. (BCB, 2013)

Porém após a crise financeira no ano de 2008 nos EUA, o acordo da Basileia foi revisto e aperfeiçoado novamente, chamado de acordo de Basileia III. Foi formulado com maior rigor com relação a definição de capital, objetivando minimizar e absorver com maior poder as perdas ocorridas durante outra possível crise, além de buscar a harmonização e transparência de capital internacional, bem como a criação de modalidades suplementares para a acumulação de crédito. Estas medidas visavam a busca de recursos disponíveis, ampliação de requerimentos mínimos para objetivar uma

⁶ No Brasil o sistema é de câmbio flutuante ou flexível desde 1999, segundo o BCB (2013).

estrutura de capital, a minimização de riscos, além de introduzir um novo índice de alavancagem mínimo para o requerimento de capital (BCB, 2013).

2.2 Crédito

O sistema econômico é composto por diversos agentes financeiros, dentre eles se encontram empresas, pessoas físicas, comércio, órgãos mais elaborados como instituições financeiras. Segundo Frey (1961), vários desses componentes necessitam aumentar ou mesmo expandir suas propriedades, estoques, ou aumentar sua produtividade através de investimentos de capital.

No sentido de adquirir aportes de capital maiores para expandir seus ganhos, os agentes buscam financiamentos. Ainda segundo, Frey (1961), esses financiamentos podem ser feitos de varias formas, como por exemplo, liquidar ativos já existentes (através de sua venda), recorrer a crédito junto aos fornecedores (com o parcelamento maior de suas compras usufruindo assim de seu maior poder de capital e sustentação econômica), ou através da busca de empréstimos diretamente com instituições financeiras.

No que tange a função de criação desse crédito ainda segundo Frey (1961), esta seria função tradicionalmente do sistema bancário, que além da taxa de redesconto, conta com maior aporte de capital para eficiência de tal função e possui, também, o poder de multiplicar os depósitos a vista, fornecendo dessa maneira uma abertura de crédito ou realizando o efeito multiplicador.

A teoria tradicional seguindo a linha de Frey (1961) pode gerar esse aumento de crédito em uma economia a partir do ponto em que se torne rentável esse processo, ou seja, se a taxa de retorno, no caso os juros cobrados, excederem o efeito de perda dos meios líquidos o sistema bancário ou financiador estará disposto a realizar demanda de crédito, caso contrário, se a taxa de retorno, ou juros, forem menos rentáveis que o poder de liquidez o sistema terá uma oferta de crédito menor.

Segundo Vasconcellos (2011), as taxas de reservas (ou redesconto) são um importante instrumento da política monetária, por propiciarem a possibilidade de aumento ou redução do nível de empréstimos concedidos a certos setores de mercado, como descrito na página 6, para o aumento dos meios de pagamento propiciando dessa maneira um sistema de criação de crédito.

Segundo Singer (1996), a criação de crédito é proveniente de um conjunto de fatores que reúne além das opções disponíveis por qualquer banco individualmente, um conjunto de fatores que é determinado pela política monetária para o melhor aproveitamento dos recursos disponíveis para realizar o efeito desejado para multiplicar os meios de pagamento na medida correta. Desta forma a criação de crédito busca dar maior poder de compra aos agentes econômicos que possuem uma projeção de ganho futuro e desejam comprar um bem que não está dentro de sua possibilidade de pagamento presente.

Ainda segundo Singer (1996), o crédito é uma transação de valores com liquidez de diferentes formatos, ou seja, quando uma pessoa adquire um empréstimo, por exemplo, está substituindo para o órgão que o fez uma liquidez imediata por uma obrigação de pagamento posterior, porém nessa esfera se insere de forma natural o risco do não pagamento da dívida contraída pela pessoa que o fez. Esse risco interfere na taxa de juros cobrada sobre o valor total do empréstimo, que leva em conta o tempo de pagamento total da dívida, o valor total emprestado, o poder aquisitivo da pessoa que fez o empréstimo, entre outros fatores.

Além dos fatores referentes diretamente ao processo de abertura de crédito e os motivos relacionados especificadamente a esse processo existem mais motivos que

envolvem ainda a retenção de moeda e a não disponibilidade dos agentes a ofertar linhas de crédito (SINGER, 1996).

As causas da abertura de crédito ou retenção de moeda, conforme o mesmo autor, podem ser explicadas por vários motivos, porém podem ser resumidos em dois grandes grupos, seriam eles o motivo de demanda por moeda, e o motivo de especulação da moeda.

A demanda por moeda envolve os gastos que cada agente econômico necessita para suas atividades rotineiras, e o motivo para especulação é definido para fins de rentabilidade posterior com a retenção ou com o dispêndio imediato da moeda em troca de uma liquidez posterior em maior valor (SINGER, 1996).

No sentido de abertura de crédito com destinação já definida pelo governo, Passos (1998), descreve as Caixas Econômicas (CE), juntamente com os bancos comerciais, como sendo os mais antigos sistemas de arrecadação de poupança e empréstimos, e também atuando no Sistema Financeiro de Habitação, possuindo ainda a responsabilidade sobre objetivos de: captar as economias populares com incentivos ao hábito pessoal de poupar; conceder empréstimos e financiamentos de ordem assistencial; e operar como Sociedade de Crédito Imobiliário⁷ no setor de habitação; além de ser o principal agente do Sistema Financeiro de Habitação, efetuando dessa maneira o papel de agente controlador da liquidez citado no item 2.1, e regulando o mercado de crédito para que os agentes de menor poder aquisitivo possam realizar aquisições de maior porte, porém de necessidade, como por exemplo, moradias e automóveis, que possuem valor agregado maior que sua renda presente.

Segundo o BCB (2013), o financiamento habitacional, que constitui na oferta de crédito destinado a habitação pode ser adquirido pelo seu requerente para três objetivos: compra, reforma ou a construção de um imóvel. Para a obtenção desse financiamento o cidadão pode obter o crédito de duas formas diferentes, recorrer ao Sistema de Financiamento Habitacional (SFH) ou pela obtenção de crédito através do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

A obtenção de crédito habitacional pelo Sistema de Financiamento Habitacional tem como principal intermediário a Caixa Econômica Federal (CEF), o SFH se utiliza de formas para disponibilizar moeda através do FGTS, da conta poupança, de financiamentos contraídos no país ou fora dele, e até mesmo de letras imobiliárias (títulos de crédito). Os financiamentos podem chegar a 90% do valor do imóvel, e o custo efetivo máximo não pode exceder 12% ao ano, incluindo comissões, juros e os demais encargos (BCB, 2013).

Já a obtenção de crédito através do Sistema de Financiamento Imobiliário permite a obtenção de crédito habitacional concedido com recursos dos próprios bancos ou agentes autorizados pelo Banco Central, tal como sociedades de créditos, bancos comerciais, financeiras, entre outras, sendo nesse momento as taxas de juros negociadas livremente entre as partes componentes do contrato (BCB, 2013).

2.3 O Sistema Financeiro Habitacional

No ano de 1964 foi criado o Sistema Financeiro de Habitação no Brasil, sob a lei 4.380 de 1964, em face às necessidades de um sistema que auxiliasse o desenvolvimento do sistema de financiamento habitacional. Esse sistema foi criado com o intuito de sanar as dificuldades nacionais para arrecadação de fundos para geração de

⁷ Segundo Passos (1998), a Sociedade de Crédito Imobiliário tem como objetivo financiar a construção ou a compra de imóveis com a utilização da caderneta de poupança, além de efetuar a emissão de letras de Letras Imobiliárias para compra e venda no mercado de ações.

crédito imobiliário habitacional, permanecendo como pilar do crédito imobiliário. (BCB, 2013)

Segundo Campos, Simonsen e Aidar, (2007), a criação desse sistema se deu sob a inovação de dois pontos cruciais: (i) a correção monetária dos ativos e passivos, gerando dessa maneira a rentabilidade real das aplicações efetuadas e; (ii) a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), que propiciou a formação de um sistema de agentes financeiros especializados em crédito habitacional.

No entanto para o BCB (2013), as dificuldades geradas pelo sistema como, por exemplo, a falta de um mecanismo de correção monetária adequada ao financiamento, que equacionasse o valor das prestações pagas ao aumento da inflação, e a falta de fundos para investimento, ocasionaram em 1986 a extinção do BNH, sob a edição do Decreto-Lei nº. 2.291/86. Suas funções foram atribuídas ao Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), ao Conselho Monetário Nacional (CMN), ao Banco Central do Brasil (BACEN) e a Caixa Econômica Federal (CEF). Da mesma forma autorizavam-se os bancos comerciais a atuarem no segmento de crédito imobiliário por meio de carteiras específicas.

Segundo Rocha (2008), em 1997 foi criado no Brasil o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), sob a Lei 9.514, como objetivo de possibilitar uma maior liquidez dos créditos imobiliários, inspirado no sistema americano, que possibilitou no início dos anos de 1990 grande potencial de criação de crédito destinado a financiamento habitacional. Esse sistema inovou o processo destruindo as barreiras para os valores dos imóveis e removeu o teto máximo para as taxas de juros cobradas pelo serviço de financiamento de imóveis.

Ainda sobre a instituição do Sistema de Financiamento Imobiliário criado em 1997, ABECIP (2013), o sistema anterior (SFH) já não atendia as demandas do mercado de crédito imobiliário nos moldes em que foi desenhado, por motivos como a não atualização com relação às parcelas atreladas ao aumento da inflação e pela não geração de um fundo para garantir a disponibilidade de crédito suficiente para a demanda do mercado.

Uma importante característica do novo sistema SFI é a securitização dos créditos imobiliários. Essas Companhias Securitizadoras,⁸ ainda segundo ABECIP (2013), foram criadas para possibilitar a consolidação de um mercado secundário de créditos imobiliários, que em teoria facilitaria a abertura dessa forma de crédito no mercado imobiliário, efetuando uma nova opção para agentes que não dispunham ou não desejassem utilizar o antigo provedor dos fundos (poupança ou FGTS).

Esse novo formato de criação de meios para o financiamento habitacional é feita através da criação de títulos imobiliários, chamados de CRIs, que tem sua liquidez garantida através de um processo de securitização, por agentes financeiros autorizados pelo BCB.

3. ANÁLISE DOS DADOS DE 2003 A 2010 DE CRÉDITO HABITACIONAL

Este tópico está dividido em três sub-tópicos. O primeiro sub-tópico analisa os índices de emissão de CRIs pelo setor privado entre os anos de 2003 a 2010. O segundo sub-tópico identifica as concessões de crédito habitacional pelo setor público entre os

⁸ Conforme Andrezo e Lima (1999), as companhias securitizadoras são instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedades por ações, cabendo-lhes entre as diversas emissões de certificados as emissões e securitizações dos CRIs, sendo também responsáveis pela colocação dos mesmos no mercado financeiro, desde sua criação no mercado primário e seguindo posteriormente ao mercado secundário onde são negociados os títulos com os investidores e demais agentes econômicos.

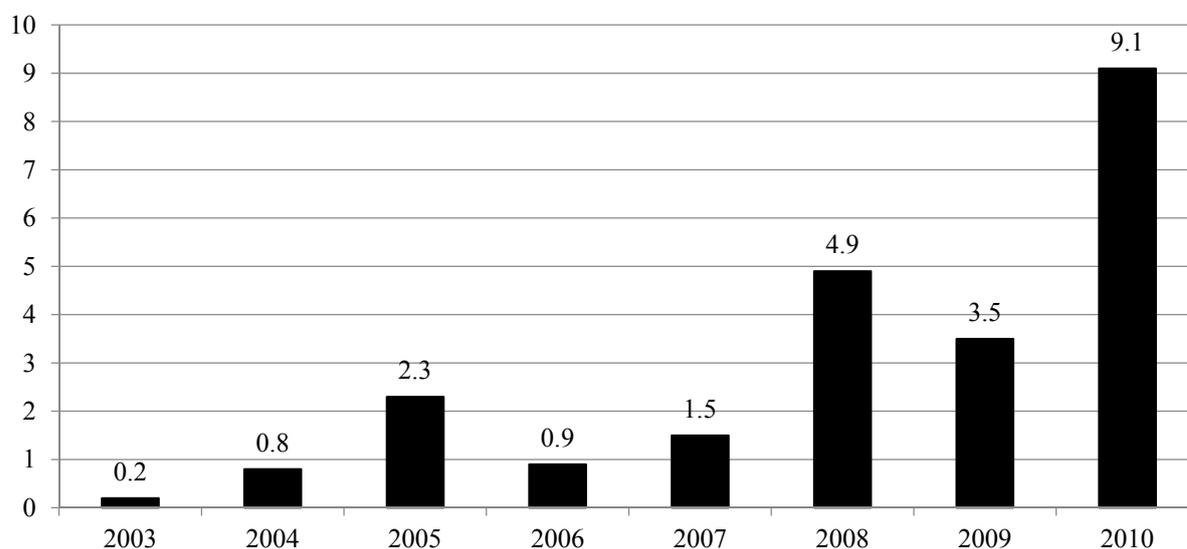
anos de 2003 a 2010 pelo Banco Central bem como destaca a participação desta em relação ao total de crédito habitacional. O terceiro sub-tópico descreve a situação entre os anos de 2003 e 2010 com relação à evolução da dívida das famílias e empresas.

3.1 As emissões de Certificados Recebíveis Imobiliários - CRIs

Os CRIs podem ser encontrados no sistema de crédito imobiliário em maior quantia como Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), pois segundo Sant'Ana (2010) proporcionam maior confiança aos investidores ao propiciar maior rentabilidade devido ao fato da isenção de imposto de renda tanto na fonte. Quanto na declaração para pessoas físicas, e por terem a possibilidade de serem lastreadas em créditos imobiliários via hipoteca ou alienação fiduciária⁹ do bem.

Ao observar o Gráfico 1, que descreve as emissões de CRIs pela companhia CIBRASEC de 2003 a 2010, destaca-se dois momentos distintos, primeiramente um aumento de 287,5% na emissão de novas CRIs no ano de 2005 e posteriormente um grande aumento entre 2008 e 2010, destacando-se 2010 com 9,1 bilhões de reais em emissões de novas CRIs.

Gráfico 1 – Emissões de CRIs em R\$ Bilhões, pela CIBRASEC



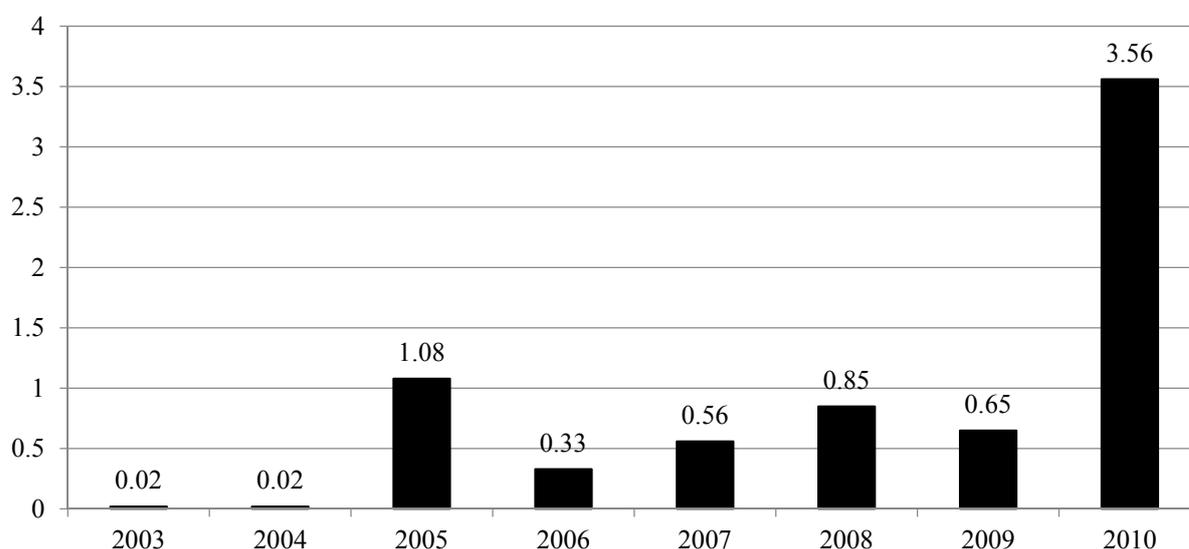
Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados da CIBRASEC (2013).

O Gráfico 2 mostra as emissões de novas CRIs pela companhia Brazilian Securities de 2003 a 2010, pois a Brazilian Securities disponibiliza dados apenas a partir

⁹ Segundo Fortuna (2010), a alienação fiduciária do imóvel garante ao credor a propriedade do imóvel até a quitação do valor total financiado, permitindo ao devedor apenas a posse direta do bem, lembrando que ainda pode ser utilizada a alienação fiduciária para outros tipos de bens não apenas imóveis.

do ano de 2003. Nota-se o mesmo padrão de emissões de CRIs que a companhia CIBRASEC demonstrada no Gráfico 1. Tendo um aumento das emissões no ano de 2005 seguido por um declínio nos anos de 2006 e 2007 e posteriormente em 2009, retomando o crescimento em 2010.

Gráfico 2 – Emissões de CRIs em R\$ Bilhões, pela Brazilian Securities.



Fonte: elaborado pelo autores a partir dos dados da Brazilian Securities (2013).

A semelhança entre os dois pontos em ambos os Gráficos (1 e 2) nos anos de 2005 e 2008, sugerem uma paridade no mercado financeiro por parte das empresas emissoras dos CRIs. Esta paridade pode ser explicada em parte pela criação em 2004 dos novos ativos imobiliários (os LCIs e as CCIs), cuja diversificação de títulos securitizados implicou em expectativas positivas, aquecendo dessa forma momentaneamente as negociações dos títulos do mercado imobiliário. Segundo ABECIP (2013) com a criação desses ativos o mercado de títulos esperava no período uma maior quantia de negociações do mesmo. Desta forma, explica-se o maior volume de negociações para o período de 2005 em ambos os gráficos.

Em se tratando das quedas nos anos de 2006 e 2009, uma possível explicação, segundo a CVM (2013), é que após estes momentos de crescimento, nos anos de 2005 e 2008, determinou-se que a fiscalização para os próximos períodos seria mais rigorosa, visando melhorar a eficácia sobre as liberações de direitos para emissões de CRIs, e uma maior análise sobre os níveis de risco encontrados no mercado. Estas medidas embora tragam consigo uma maior segurança aos investidores em um primeiro instante, para as empresas securitizadoras implica em uma menor emissão da quantia de títulos para garantir que seus investimentos sejam de liquidez certa.

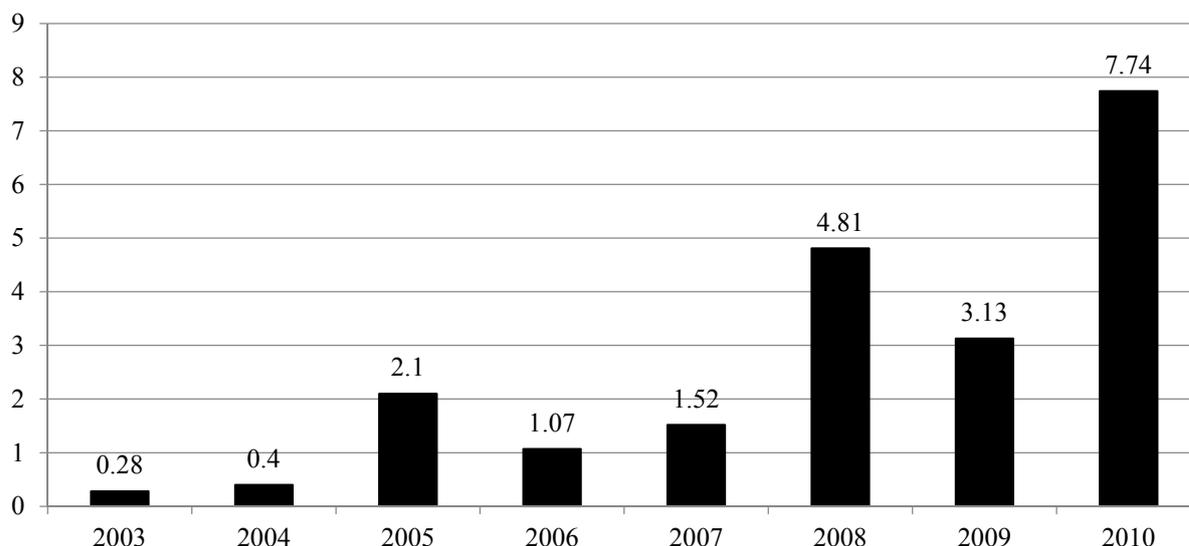
Segundo a CVM (2013), a queda nas emissões de CRIs em 2009, observada em ambos os Gráficos 1 e 2, se deve aos movimentos nos mercados de dívidas para captação em longo prazo, pois estes foram afetados pela Crise de 2008 quando os doadores de crédito estavam mais propensos a realizar operações de curto prazo.

Explica-se o *boom* de emissões de CRIs evidenciado no ano de 2010 em ambas as empresas securitizadoras, segundo o CVM (2013), pela entrada em vigor da Instrução CVM nº482/10, que introduz a figura de emissor de grande exposição ao mercado, com a atuação das empresas privadas autorizadas pelo BCB. Este tem seus pedidos de registro de distribuições públicas apresentados geralmente aprovados em apenas cinco

dias úteis. Anteriormente a cota de emissões liberadas para a emissão sem o consentimento da CVM, era reduzida.

O Gráfico 3, que apresenta as emissões de CRIs que tiveram confirmação de credibilidade aprovada pela CVM, pois conforme a norma CVM nº400, as emissões de CRIs não necessitam obrigatoriamente serem aprovadas para serem emitidas pelas empresas credenciadas, necessitando apenas as empresas emissoras serem responsáveis pela sua liquidez.

Gráfico 3 – Emissões de CRIs em R\$ Bilhões, avaliadas pela CVM



Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados da CVM (2013).

Ao somar as emissões apenas das duas principais empresas citadas nos gráficos 1 e 2 nota-se que o resultado supera as informações contidas no Gráfico 3. No entanto, observa-se que o Gráfico 3 segue os mesmos movimentos encontrados nos Gráficos 1 e 2.

Somando-se as emissões das duas principais empresas do mercado brasileiro o montante será maior em certos anos do que o valor encontrado na CVM, esse fato ocorre devido a não obrigatoriedade das empresas emissoras repassarem todas as suas emissões de CRIs pela avaliação e conferência da CVM, como explicado na página 21.

Com relação ao potencial do mercado brasileiro nas emissões de CRIs, segundo o BCB (2013), há no Brasil espaço para o aumento de crédito, pois este ainda não foi explorado com todo seu potencial. Esta afirmação baseia-se no fato de que os valores de créditos imobiliários no ano de 2006 países como os Estados Unidos, Inglaterra e Alemanha foram de 68%, 75% e 45% de seus PIBs, respectivamente, enquanto que no Brasil esse percentual atingiu 2% do PIB no mesmo ano. Optou-se por esse ano pois, se encontra após um aumento nas emissões brasileiras e fica em torno do meio da análise apresentada.

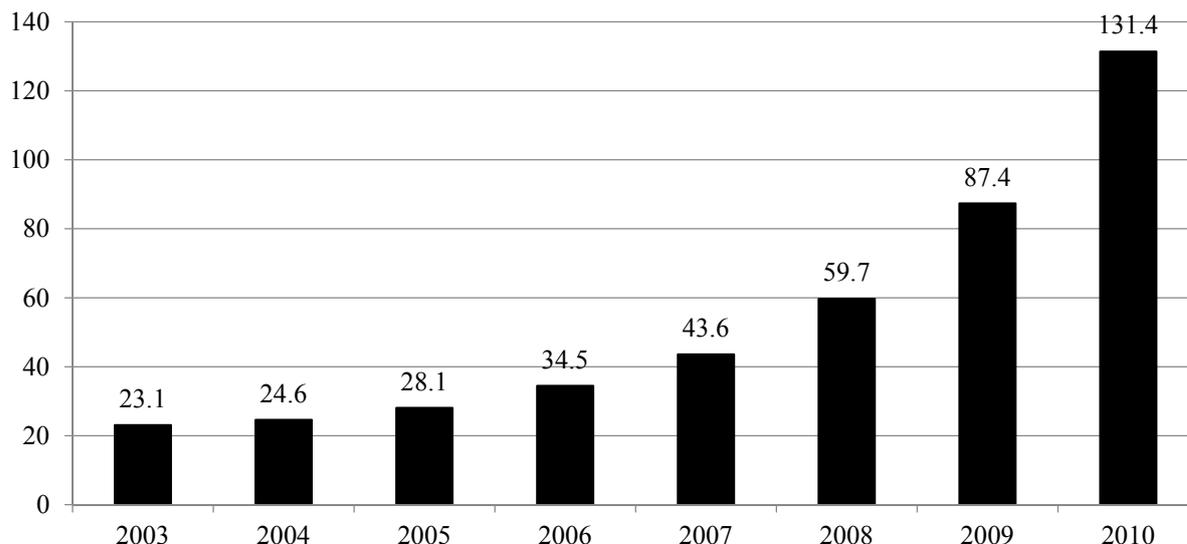
3.2 Os Financiamentos liberados pelo Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil disponibiliza créditos direcionados especificamente para o financiamento habitacional, seja ele para construções, ou mesmo para a compra de imóveis já prontos. Essa disponibilidade é feita através de intermediários como a CEF, e o Banco do Brasil, por exemplo, onde um cidadão pode requerer um empréstimo para adquirir sua casa própria. Porém nesse pedido de empréstimo são levados em conta pelo intermediário, fatores que possam aferir as condições de pagamento desse agente

econômico, tais delas segundo o BCB (2013), seu salário, sua estabilidade financeira, seu nível de endividamento entre outras, e se esse agente já não é um inadimplente.

Com relação à oferta de crédito habitacional por parte do governo, o Gráfico 4 traz informações a respeito da evolução do crédito direcionado a habitação nos anos de 2003 a 2010 por parte do Banco Central, que disponibiliza seus recursos para o financiamento habitacional por meio de empréstimos baseados em poupança e nos recolhimentos de FGTS, e efetivados estes empréstimos via intermédio de bancos como a CEF e o Banco do Brasil, por exemplo.

Gráfico 4 – Evolução do crédito direcionado a habitação em R\$ Bilhões.

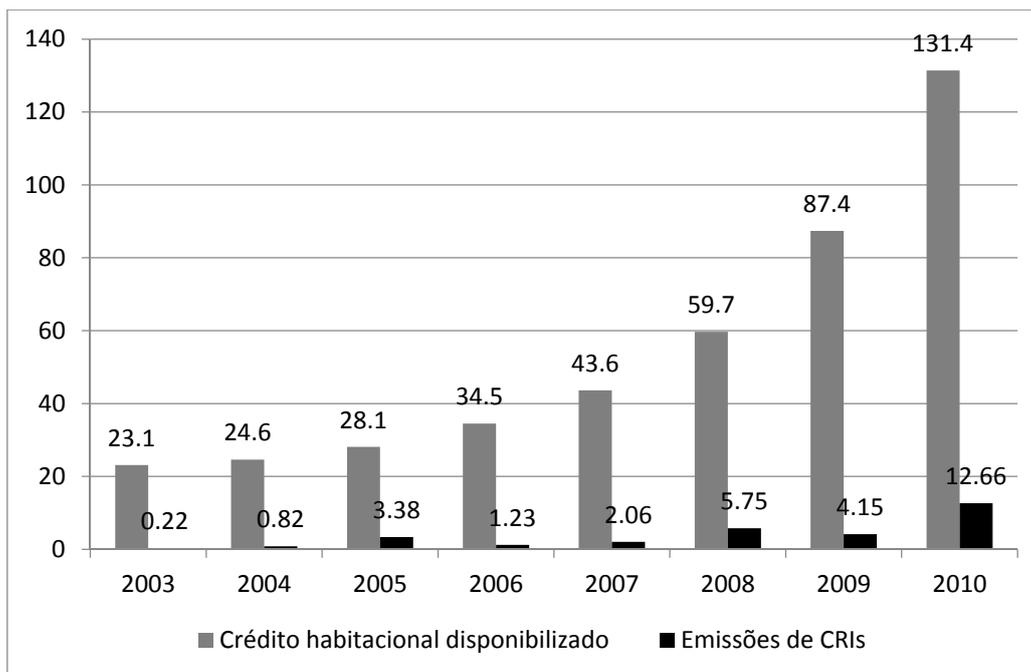


Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados do BCB (2013).

Analisando o Gráfico 4, observa-se a partir de 2003 o crescimento constante do crédito habitacional até 2010 por parte do governo brasileiro através de investimento direcionado especificamente a habitação. É plausível associar estes movimentos ao bom desempenho da economia brasileira até 2008, decorrentes do desempenho do comércio mundial e do aumento dos preços das commodities no período, que implicaram em um bom desempenho do PIB brasileiro. E a partir de 2009, apesar do cenário internacional adverso, explica-se a manutenção da elevação do crédito habitacional pelos estímulos governamentais que se mantiveram elevados, tais como isenções de IPI para o setor automotivo e para produtos da “linha branca” visando minimizar os efeitos adversos das crises internacionais sobre o consumo interno.

Comparando-se os Gráficos 1, 2 e 4, se obtém o Gráfico 5, onde pode ser observado que a disponibilidade de crédito habitacional pelo Banco Central não sofreu a influência de variações no mercado como as empresas emissoras de CRIs. Vale ressaltar que o Banco Central disponibiliza os recursos para o financiamento imobiliário via empréstimos bancários, feitos através dos intermediários financeiros como a CEF e o Banco do Brasil, por exemplo, e não por emissões de certificados sobre os valor de propriedades, por esse motivo os valores são discrepantes e as causas do aumento constante por parte das disponibilizações do Banco Central também.

Gráfico 5 – Evolução do crédito direcionado a habitação e Emissões de CRIs em R\$ Bilhões.



Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados do BCB (2013), CIBRASEC (2013) e Brazilian Securities (2013).

Sugere-se ainda que a diferença de comportamento na disponibilidade de crédito habitacional entre o Banco Central e as companhias emissoras de CRIs se dê pela própria função de caráter nacional do Banco Central, enquanto um órgão alinhado (embora independente) aos interesses do governo de manutenção da estabilidade e crescimento econômico do País. (BCB, 2013)

Complementa o BCB (2013), ao afirmar que a disponibilidade de crédito habitacional via Banco Central não foi afetado bruscamente pelos impactos da crise de 2008 graças a medidas tomadas pelo governo como o provimento de moeda estrangeira via leilões realizados pelo Banco Central e de liquides de moeda nacional, por intermédio da liberação de recursos provenientes dos recolhimentos compulsórios.

Para visualizar a participação tanto do crédito habitacional via Banco Central quanto via companhias securitizadoras elaborou-se o Gráfico 5, que representa a diferença entre os valores de crédito em bilhões disponibilizado pelo Banco Central ao crédito habitacional e as emissões de CRIs por parte das empresas CIBRASEC e a Brazilian Securities, entre os anos de 2003 a 2010.

Analisando o Gráfico 5, nota-se a maior participação do crédito disponibilizado pelo Banco Central, o que caracteriza uma participação efetiva do Estado nesse mercado. Pode-se observar que no período de maior emissão de CRIs que foi em 2010, o valor de emissões representa apenas 9,63% do valor total disponível de crédito habitacional, e o percentual dessa diferença ainda é maior nos anos anteriores. Por exemplo, no ano de 2007 as emissões de CRIs representaram apenas 4,72% do total disponibilizado pelo Banco Central. Isto porque a participação das empresas securitizadoras era praticamente inexistente.

Levando em consideração os dados analisados em 2010 em comparação com o valor do PIB do mesmo ano que segundo IBGE (2013), foi de R\$ 3,675 trilhões de reais, os valores destinados a investimento em crédito diretamente liberados pelo Banco Central que foi de 0,003576% em comparação com o PIB de 2010, e o valor de emissões de CRIs, pelas duas principais empresas emissoras, a CIBRASEC e a

Brazilian Securities, que representa 0,000344% em relação ao PIB de 2010, nota-se um potencial ainda não explorado no mercado de créditos habitacional brasileiro.

Em suma, observa-se que a participação das empresas securitizadoras no total da disponibilidade de crédito habitacional no país era quase inexistente no início do século XXI. Embora ainda pequena em 2010, houve aumento da participação das empresas securitizadoras, e deve-se ter em mente o aumento considerável da disponibilidade de crédito habitacional por parte do Banco Central no mesmo período.

3.3 A Inadimplência no Setor Habitacional

A fim de enriquecer a análise da evolução do crédito habitacional brasileiro, procurou-se neste tópico analisar o comportamento da inadimplência habitacional para o período de estudo.

A inadimplência é uma das variáveis que afetam a oferta de crédito pois segundo o BCB (2013), os valores que são ofertados e não são pagos por mutuários de créditos habitacionais, são quitados com certas restrições pelo Déficit Global do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS). De acordo com Brasil (2013), o FCVS representa as obrigações de cobrir com o saldo devedor total ou parcial em caso de morte, ou invalidez permanente do mutuário, efetuar a quitação das despesas sobre danos físicos ao imóvel se for comprovada a isenção do construtor, liquidar as operações remanescentes do extinto seguro de crédito.

No entanto, além de levar em consideração esses valores para avaliar sua oferta de crédito habitacional, o BCB leva em conta os contratos que possam vir a apresentar certos problemas posteriores em pagamentos, ou seja, o endividamento potencial, avaliando o estado de cada contrato e de cada endividado. Desta forma, o Banco Central utiliza os dados de endividamento potencial como um “termômetro” da inadimplência (BCB, 2013).

Segundo Marques e Frade (2003), o endividamento é definido como sendo o saldo restante sobre um montante ainda não quitado, ou seja, um agente econômico se apossa de certo valor real acrescido normalmente com juros e correções monetária, para obter algo que deseja e ainda não possui o capital próprio suficiente para obtê-lo por conta própria, esse compromisso estabelecido entre dois agentes se torna posteriormente a não quitação desse empréstimo, uma dívida.

Acrescenta Tolotti (2007), que uma pessoa pode ser considerada endividada quanto não consegue cumprir com suas obrigações financeiras por um a três meses de oscilação de sua dívida, sendo que esse pode ainda se encaixar entre dois tipos de endividado sendo estes compostos em endividamento passivo e endividamento ativo.

O endividado passivo trata-se da pessoa que se torna endividado por algum motivo que seja contra sua vontade como, por exemplo, morte, doenças desemprego, separação. Já o endividado ativo, que é caracterizado pela má gestão financeira, e não por sua falta de escolha, é endividado, pode ser dito, por suas próprias escolhas feitas, de forma que esse tipo de endividado deixa pouca ou nenhuma reserva para se precaver de possíveis incidentes, como doenças perda de emprego, acidentes pessoais, e então se caso ocorre algum evento que necessite de um investimento emergencial o agente endividado se obriga a subtrair o valor necessário de um de suas despesas (TOLOTTI, 2007).

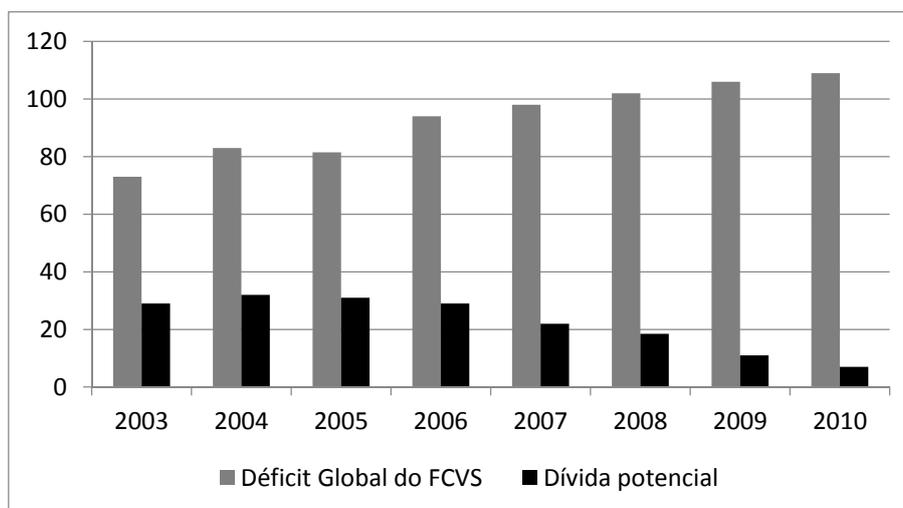
Ou seja, é importante ressaltar que um agente inadimplente é um agente endividado, porém um agente endividado só se torna inadimplente a partir do momento em que não cumprir com suas obrigações financeiras, sobre os endividamentos o BCB (2013) define como inadimplentes, ou que contém dívidas, as pessoas físicas ou jurídicas com mais de 90 dias de atraso com suas obrigações. Ainda segundo a definição

de inadimplência, Trento (2010) a caracteriza pelo não cumprimento de uma obrigação no prazo acordado entre as partes, este descumprimento, seja ele total ou parcial, ocorre quando são restringidas as normas contratuais e são punidos através de multas, juros e outros encargos.

Para o BCB (2013) a dívida potencial se associa ao fato de ser uma possível inadimplência pelo fato dos valores analisados já serem parte de um agrupamento de contratos que já possui uma forma de previsão de atraso em parcelas posteriores. Estas previsões são elaboradas com base de atrasos em pagamentos anteriores, na redução da renda do agente que é o mutuário principal do contrato, e outros motivos relacionados à renda do agente endividado, que possa converter conforme definido por Tolotti (2007) o endividado em um inadimplente. Por esses motivos o BCB avalia o nível de endividamento potencial como sendo uma possível inadimplência e conseqüentemente, uma variável importante na tomada de decisões de concessão de crédito habitacional.

Sobre esse ponto o Gráfico 6 demonstra os dois tipos diferenciados de inadimplência. Na coluna mais clara, apresenta-se o déficit global do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), que são as obrigações do Estado de cobrir com o saldo devedor total ou parcial em caso de morte, ou invalidez permanente do mutuário. Já a coluna escura apresenta outra forma de análise da inadimplência que são as dívidas em potencial, estas referentes a contratos ainda em aberto com possíveis atrasos, ou com dívidas já conhecidas e ainda não pagas.

Gráfico 6 – Evolução da inadimplência habitacional, comparando as dívidas passadas com as dívidas em potencial, em R\$ Bilhões.



Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Com relação ao nível de Déficit Global do FCVS ter valores distintos entre o período de 2003 a 2010 é pelo fato de serem somados os contratos ativos mais os contratos liquidados, com obrigações em atraso, que considera os níveis de inadimplência desde o ano de 1986 até o ano de 2010. Por exemplo: se o contrato teve início em 1990 e término em 2000, porém ainda existem pendências que não foram pagas pelo mutuário, essas dívidas são descritas no Déficit Global do FCVS.

Analisando apenas os contratos em andamento, ou seja, a dívida potencial, verifica-se no Gráfico 6 uma queda contínua no período entre 2004 e 2010. Segundo o BCB (2013), esse fato se deve a incorporação do fator risco a cobrança das taxas de juros relativas aos empréstimos bancários, sendo também os períodos anteriores seguidos de um cenário favorável e promissor ao empréstimo com recursos direcionados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo procurou compreender o comportamento da oferta de crédito habitacional brasileiro entre os anos de 2003 a 2010. Para tanto, apoiou-se no referencial teórico a organização das hierarquias seguidas no sistema bancário e nas principais características do sistema de criação de crédito e sua importância dentro do sistema econômico do Brasil.

Ao analisar os dados da disponibilidade do crédito habitacional brasileiro, levando em consideração a história e o seu formato, notou-se que existiram várias tentativas que não conseguiram suprir o crescimento da demanda pelo mercado consumidor com eficácia, entre os motivos mais citados pelos órgãos competentes destaca-se a não atualização dos valores das parcelas em conformidade com a inflação, dessa forma fazendo com que as parcelas pagas não agregassem o valor inflacionado do imóvel.

Relacionando as emissões de CRIs por parte das duas maiores empresas emissoras do Brasil, a Companhia Brasileira de Securitização CIBRASEC e a Brazilian Securities, observou-se que houve um crescimento acentuado da participação do crédito habitacional privado no período analisado, salvo reduções pontuais que acompanharam os movimentos de mercado. Como explicado pelo BCB, as reduções pontuais nas emissões de CRIs seriam em parte por inovações nas regras gerais para esses tipos de créditos, e o crescimento a partir de 2004 se deu pela implantação de novos ativos imobiliários (os LCIs e as CCIs), facilitando dessa forma a negociação dos CRIs nos mercados secundários.

Por parte do Banco Central, notou-se um aumento constante na liberação de crédito já desde o ano de 2003, sendo essa disponibilização independente do volume de crédito concedido pelas emissões de CRIs. Este aumento tem relação com os interesses da política ativa de estímulos macroeconômica do Estado enquanto provedor e/ou mantenedor do crescimento econômico do país. Vale ressaltar que a variação do crescimento habitacional via Banco Central superou o das empresas securitizadoras, implicando em uma participação reduzida do setor privado.

Paralelo ao crescimento da oferta do crédito habitacional, ao analisar-se apenas os contratos em andamento (ou seja, apenas a dívida potencial, por esta ser um bom termômetro da inadimplência) verifica-se uma queda contínua no período entre 2004 e 2010, decorrentes da incorporação do fator risco a cobrança das taxas de juros relativas aos empréstimos bancários bem como o cenário favorável e promissor ao empréstimo do período analisado.

Em suma, o aumento da oferta de crédito habitacional acompanhado de reduções dos riscos de inadimplência bem como o fato de que os valores de créditos imobiliários em outros países como os Estados Unidos, Inglaterra e Alemanha representam 68%, 75% e 45% de seus PIBs, (consecutivamente no ano de 2006), enquanto que no Brasil esse percentual chega apenas em 2% no mesmo ano, sugerem que ainda há espaço para o crescimento do crédito habitacional brasileiro sem este implicar em riscos de se tornar uma bolha especulativa.

REFERÊNCIAS

ABECIP, Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, Crédito Imobiliário, SFI. Disponível em: < www.abecip.org.br> Acesso em: 29 de set. de 2013.

ANDRADE, R. P. de.; MENDONÇA, A. R. R. de. **Regulação bancária e dinâmica financeira**: evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basileia. Campinas, SP: Unicamp. IE, 2006.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro**: Aspectos históricos e conceituais. Ed. Pioneira: São Paulo, 1999.

ÁZARA, L. N. de.; PESSANHA, G. R. G.; ÁZARA, L. N. de. **Os efeitos da crise de 2008 sobre a volatilidade dos retornos das ações bancárias no Brasil**. 2010. Disponível em: < www.ead.fea.usp.br >. Acesso em: 09 de mai. de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Supervisão do Sistema Financeiro Nacional, Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acessado em várias datas 2013.

BRASIL. MINISTÉRIO DO TESOURO NACIONAL. **Fundo de Compensação de variações salariais – FCVS**. Disponível em: < www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 31 de out. de 2013.

BRAZILIAN SECURITIES. **Evolução Anual de Emissões**. 2013. Disponível em: < www.bfre.com.br >. Acesso em: 08 de out. de 2013.

CAMPOS, C. C.; SIMONSEN, R.; AIDAR, A. C. **O Crédito Imobiliário no Brasil Caracterização e Desafios**. FGV/PROJETOS. 2007. Disponível em: <www.abecip.org.br>. Acesso em: 03 de jun. de 2013.

CARVALHO, F. J. C. de. **Economia monetária financeira**: teoria e política. Ed. Elsevier: Rio de Janeiro, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 01 de out. de 2013.

COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO (CIBRASEC). **Evolução de Mercado**. 2013. Disponível em: < www.cibrasec.com.br >. Acesso em: 04 de out. de 2013.

COSTA, F. N. da. **Economia Monetária e Financeira**: Uma abordagem Pluralista. Ed. Makron Books: São Paulo, 1999.

FORTUNA, E.; **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. Ed. Qualitymark: Rio de Janeiro, 18º Ed, 2010.

FREY, L. **Desenvolvimento econômico e estrutura de mercado**. Ed. Zahar Editores: Rio de Janeiro, 1961.

GORDON, R. J. **Macroeconomia**. Ed. Bookman: Porto Alegre, 7º Ed, 2000.

HILLBRETCH, R.; **Economia Monetária**. Ed. Atlas: São Paulo, 1999.

LOPES, J. do C.; ROSSETI, J. P.; **Moeda e bancos**: uma introdução. Ed Atlas: São Paulo, 3ª Ed. 1983.

MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. Ed. LTC: Rio de Janeiro, 2010.

MARQUES, M. L. M.; FRADE, C. **Regular o endividamento**. Ed. Coimbra: Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, 2003.

MENDONÇA, A.; FAUSTINO, H. C.; BRANCO, M.; FILIPE, J. P., **Economia Financeira Internacional**. Ed. L^{da} McGraw-Hill: Portugal, 1998.

PASSOS, C. R. M.; **Princípios de Economia**. Ed. Pioneira: São Paulo 1998.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. Ed. Atlas: São Paulo, 4^a Ed. 2008.

RB CAPITAL. Disponível em: <www.rbcapital.com.br>. Acesso em: 24 de set. de 2013.

ROCHA, Fernando Pinho da. **O sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil: Uma análise da oferta de crédito imobiliário do período 1994-2006**. 2008. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia293371>>. Acesso em: 01 de jun. de 2013.

SINGER, P. **Curso de Introdução à Economia Política**. Ed. Forense Universitária: Rio de Janeiro, 16^o Ed, 1996.

SOUZA, N. A. **A natureza da crise estadunidense: o déficit trigêmeo e o endividamento**. 2008. Disponível em: <www.sinal.org.br>. Acesso em: 10 abr. de 2013.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JR., G. R. Analisando a crise do subprime. **Revista do**

BNDES, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

TRENTO, A. J. **Crédito e cobrança para micro e pequenas empresas**. Ed. Unicentro: Guarapuava, 2010.

VASCONCELLOS, M. A. S. de. **Economia: micro e macro**. Ed. Atlas: São Paulo, 4^o Ed, 2011.

WILLIAMSON, J.; **A economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de economia internacional**. Ed Campos: Rio de Janeiro, 1988.