



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA - UnB
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - FACE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA - ECO
**MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO ECONÔMICA DE FINANÇAS
PÚBLICAS**

CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E O NOVO CENÁRIO ECONÔMICO

ANNELISE RAGONE DE MATTOS

BRASÍLIA

2013

ANNELISE RAGONE DE MATTOS

**CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E O NOVO CENÁRIO
ECONÔMICO**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília (FACE/ECO/UnB) como requisito para obtenção do título de mestre em Economia, área de concentração em previdência

Orientador: Prof. Dr. Roberto de Góes Ellery Junior

BRASÍLIA
2013

ANNELISE RAGONE DE MATTOS

CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E O NOVO CENÁRIO ECONÔMICO

Dissertação **aprovada** como requisito para a obtenção do título de **Mestre em Economia** do Programa de Pós-Graduação em Economia do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (ECO/UnB). A Comissão Examinadora foi formada pelos professores:

Prof. Dr. Roberto de Góes Ellery Junior

(Orientador)

Departamento de Economia - UnB

Prof. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto

Departamento de Administração - UnB

Prof. Antônio Nascimento Júnior

Departamento de Economia - UnB

Brasília

MATTOS, Annelise Ragone de

Crédito Imobiliário no Brasil e o Novo Cenário Econômico.

Brasil/Brasília: Annelise Ragone de Mattos. Brasília; 2013.

p. 48

Dissertação (Mestrado em Economia Profissionalizante) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, (FACE), 2013.

Orientador: Prof. Roberto de Goes Ellery Júnior

1. 2. 3.

AGRADECIMENTOS

À Deus pela oportunidade de completar mais um passo na minha vida acadêmica.

À minha família pelo incentivo e apoio incondicional.

Ao professor orientador pela disponibilidade e paciência.

À Caixa Econômica Federal pelo incentivo e apoio na realização desta pesquisa.

RESUMO

Esta dissertação tem como objetivo realizar uma leitura histórica e analítica do crédito imobiliário, verificar a sua evolução e analisar as variáveis conjunturais que influenciam e demonstram o desenvolvimento deste setor, passando pelo estudo do modelo de financiamento imobiliário no país e abordando algumas experiências internacionais, pelo que têm de êxito e por suas particularidades e o atual cenário do crédito imobiliário com algumas projeções do setor no Brasil.

Palavras-chave: Crédito Imobiliário, Construção Civil, Financiamento Imobiliário

ABSTRACT

This master's degree dissertation aims to perform a historical and analytical review on housing loan market, verifies its progress and analyzes the short-term indicators that influence and show the development of this sector, through the study of housing loan market model in the country and focusing on some international experiences, from its success and its special characteristics and the current scenario of the housing market with some projections of the sector in Brazil.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Total de financiamento do SFH e dos Programas Alternativos no Período de 64 a 84 – (em mil unidades).....	17
Gráfico 2 - Participação do crédito imobiliário no PIB (%).....	26
Gráfico 3 - Valores Contratados – (valores em R\$ milhões.....	32
Gráfico 4 - Unidades financeiras.....	33
Gráfico 5 - Minha casa minha vida.....	34
Gráfico 6 - Crédito imobiliário (% do PIB).....	35
Gráfico 7 - Evolução do PIB.....	36
Gráfico 8 - IBGE: Desemprego e Rendimento Médio (em %).....	36
Gráfico 9 - Crédito total X crédito imobiliário.....	37
Gráfico 10 - Taxa média de juros financiamento imobiliário total – PF.....	38
Gráfico 11 - Prazo médio das concessões de financiamento habitacional – PF.	38
Gráfico 12 - Inadimplência do crédito imobiliário para pessoas físicas.....	39
Gráfico 13 - Taxa de crescimento: construção civil.....	40
Gráfico 14 - PIB Construção Civil: Taxa de Crescimento.....	40
Gráfico 15 - Índice de Confiança da Construção.....	41
Gráfico 16 - Taxa de Desemprego.....	41
Gráfico 17 - Rendimento médio real.....	42
Gráfico 18 - Taxa de aluguel vs retorno NTN-B (10 anos).....	43
Gráfico 19 - Crédito imobiliário/PIB x PIB per Capita.....	44

LISTA DE SIGLA E ABREVIATURAS

BNH	Banco Nacional de Habitação
CEF	Caixa Econômica Federal
CES	Coefficiente de Equiparação Salarial
CCI	Cédulas de Crédito Imobiliário
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CRIS	Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
MDU	Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente
PIB	Produto Interno Bruto
PMCMV	Programa Minha Casa, Minha Vida
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema de Financiamento Imobiliário

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO 2 – A HISTÓRIA DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL.....	13
CAPÍTULO 3 – AS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS.....	24
3.1 Relação investimento em habitação e crescimento	24
3.2 Avanços institucionais.....	27
3.3 Crises e a busca de novos mercados e o subprime.....	28
CAPÍTULO 4 – CENÁRIO DE TRANSIÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO	31
4.1 Avanços no mercado brasileiro	31
4.2 A Criação do Programa Minha Casa, Minha Vida.....	33
CAPÍTULO 5 – O NOVO CENÁRIO ECONÔMICO	35
5.1 Análise Setorial	35
5.2 Projeções e Perspectivas.....	39
CONCLUSÃO.....	45
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47

1. INTRODUÇÃO

O crédito imobiliário é uma importante peça no processo de desenvolvimento econômico de um país. O desenvolvimento do setor habitacional é estratégico seja para manter um ritmo vigoroso de crescimento econômico, seja para atingir níveis mais altos de qualidade de vida da população. Financiar imóveis é apoiar a construção do patrimônio de uma nação.

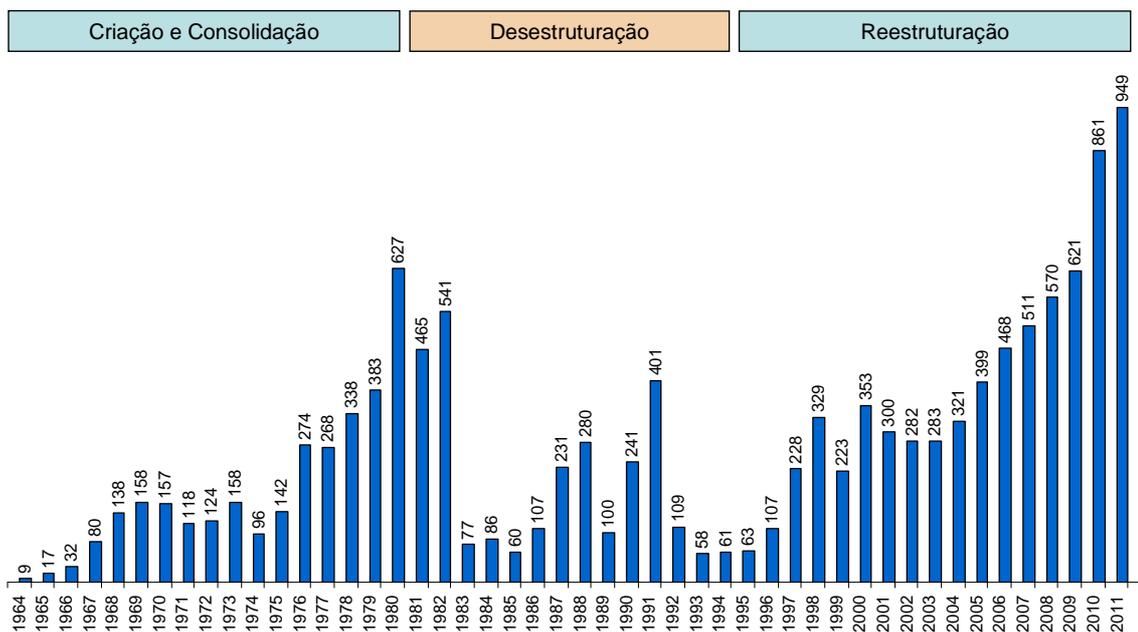
Nos últimos anos, o Brasil tem registrado aumentos consideráveis no número de financiamentos imobiliários, no ano de 2012 o financiamento imobiliário chegou a R\$ 81.481.918.226,00, enquanto 2002 o volume verificado foi de R\$ 1.768.458.956,00.

O investimento habitacional por habitante, no Brasil ainda é muito baixo quando comparado aos outros países e regiões pelo mundo, tanto com relação aos países desenvolvidos, quanto aos emergentes. E isso se deve, em boa medida, ao fato de a relação entre o crédito imobiliário e o PIB ser também ainda muito exígua.

Segundo FGV (2007) hoje, quando todas as atenções estão voltadas para a abertura de uma fase de crescimento sustentado, o estabelecimento de condições para a expansão de todas as formas de financiamento de longo prazo aparece como uma tarefa natural e premente. Desta forma, um esforço de compreensão da dinâmica do crédito imobiliário – de sua história, sua estrutura institucional e operacional e experiências internacionais – é tarefa imprescindível para o fomento das operações de financiamento de longo prazo e, por conseguinte, das condições necessárias ao desenvolvimento econômico e social.

O presente trabalho apresenta uma revisão bibliográfica do cenário de transição do passado recente e o presente e os impactos no crescimento da formação de capital habitacional, com a análise histórica do crédito imobiliário, que pode ser acompanhada no gráfico abaixo.

FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SBPE E FGTS) – Unidades em mil



Fonte: Abecip

Passando pelo estudo do modelo de financiamento imobiliário no país, o trabalho aborda também algumas experiências internacionais, pelo que têm de êxito e por suas particularidades. Depois de visitados os diferentes modelos de crédito imobiliário, o estudo apresenta o atual cenário do crédito imobiliário e algumas projeções do setor no Brasil

O objetivo é fazer uma leitura histórica e analítica do crédito imobiliário, verificar a sua evolução e analisar as variáveis conjunturais que influenciam e demonstram o desenvolvimento deste setor.

2. A HISTÓRIA DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

A questão habitacional brasileira inicia-se com o desenvolvimento manufatureiro-industrial que se deu a partir do século 19. Incipiente ainda, a construção de moradias no Brasil foi de responsabilidade da iniciativa privada durante todo o período anterior à década de 1930. Com a intensificação do processo de industrialização e urbanização, o Estado brasileiro passou a interferir diretamente na construção dos primeiros conjuntos habitacionais e infraestrutura.

Segundo FGC (2007), o atual Sistema Financeiro de Habitação - SFH foi disciplinado em 1964 – tem-se o primeiro marco da história do crédito imobiliário brasileiro. Neste ano foi criado também o Banco Nacional de Habitação (BNH), pela Lei nº 4.380/64 – com a finalidade de incrementar o setor que estava passando por um forte declínio. Até então não havia um mecanismo de crédito habitacional estruturado capaz de articular a oferta e a demanda de recursos necessários para a realização de investimentos habitacionais. Na maioria das vezes, o crédito era obtido de maneira isolada, através do esforço individual. Quando as operações eram intermediadas por bancos, a captação de recursos junto ao público era remunerada com taxas de juros nominais constantes.

Segundo IBMEC (1974), a situação do setor habitacional brasileiro no período imediatamente anterior à entrada em funcionamento do SFH era das mais graves. O crescimento explosivo da demanda por habitações urbanas, em um contexto fortemente inibidor do investimento na área, acabou por gerar um déficit habitacional estimado em oito milhões de habitações.

Segundo Kampel e Valle (1973), o sistema de concessão de empréstimos a valores nominais fixos distorcia o mercado em três aspectos: primeiro, premiava os mutuários, os quais pagavam suas amortizações em cruzeiros desvalorizados. Segundo, afastava a poupança voluntária desse mercado, tendo em vista as taxas reais de juros fortemente negativas. Terceiro, minguava a capacidade de aplicação das poucas instituições existentes.

À época, a resposta do recém-implantado governo militar brasileiro a esse problema foi a criação do SFH, uma forma de captação de poupança de longo prazo para investimentos habitacionais, onde a aplicação de um mecanismo de correção monetária sobre os saldos devedores e as prestações dos financiamentos habitacionais viabilizaria tais investimentos, mesmo que em uma economia altamente inflacionária.

Segundo VASCONCELOS (1996), em virtude da elevação das taxas de inflação e a fixação do teto dos juros nominais em 12% ao ano as remunerações reais tornaram-se negativas, o que gerou um racionamento de crédito. Era necessário compatibilizar o reajuste das prestações e dos saldos devedores com os juros do financiamento. Logo a reforma financeira instituiu a correção monetária, que permitia ao SFH atrair poupança para o setor e capitalizar o sistema, dando-lhe capacidade de refinanciamento. Posteriormente, houve a criação do FGTS¹, um mecanismo de poupança, “recolhimento compulsório”, de 8% da renda dos trabalhadores formais e a aplicação de correção monetária ao saldo poupado, que se constituía em mais uma fonte de financiamento.

No contexto das reformas bancárias e do mercado de capitais, o SFH foi o principal instrumento de captação de recursos para habitação e permanece até os dias de hoje como o pilar do crédito imobiliário.

Segundo DA SILVA (2008), as cadernetas contribuíram de forma decisiva para a disseminação do hábito de poupar na sociedade. A aplicação dos recursos das cadernetas obedecia a critérios de exigibilidade mínima que variaram em diferentes períodos. Criado com o objetivo de substituir o estatuto da estabilidade no emprego, o FGTS é um fundo de indenizações trabalhistas cuja arrecadação foi destinada à concessão de crédito à habitação e ao financiamento do saneamento básico e infraestrutura urbana.

¹ O FGTS não era exclusivamente destinado para habitação. Os recursos poderiam ser também destinados, dado o art. 8º, inciso II da Lei nº 5.107/66, para aquisição de capital em atividade comercial, industrial ou agropecuária e aquisição e equipamento destinado a atividade de natureza autônoma.

O prazo de financiamento de imóveis poderia chegar a 30 anos, prazo de validade de uma hipoteca, constituindo um grande avanço em relação ao arranjo anterior. As cadernetas de poupança, e os serviços de intermediação financeira eram remunerados pelos juros auferidos nos financiamentos. Tanto os saldos devedores quanto as prestações, eram corrigidos por um indexador do sistema.

Segundo SANTOS (1999), o BNH era responsável pelo gerenciamento do FGTS, pela normatização e fiscalização da aplicação dos recursos das cadernetas de poupança, e pela definição das condições de financiamento das moradias para os consumidores finais. Além disso, tinha a incumbência de garantir a liquidez do sistema diante de dificuldades conjunturais.

Segundo VASCONCELOS (1996), em 1967, foi criado o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) para equilibrar o descompasso entre a evolução dos saldos devedores e das prestações. O sucesso desse instrumento pressupõe um ambiente econômico de crescimento e inflação estável, que caracterizou a década de 70 quando a inflação não alcançava a cifra anual de 45%. Porém, na década de 80, os desequilíbrios atingiram proporções consideráveis, resultado da aceleração inflacionária.

Em 1983, a inflação alcançava 200% ao ano, e a queda dos salários reais provocava um aumento da inadimplência no sistema. Em 1984, houve a criação de um subsídio concedido aos mutuários e financiado pelo FCVS. Em 1985, então, o subsídio foi renovado e generalizado. Os mutuários deveriam aceitar reajustes anteriormente anuais, agora mensais; em troca, o reajuste das prestações com base na inflação do ano anterior, que deveria ser de 243%, seria somente de 112%. Mais uma vez o FCVS assumia o ônus e nenhum recurso orçamentário seria destinado para cobrir parte desse subsídio.

O subsídio também acabou por beneficiar segmentos da população que teriam plenas condições de se auto financiarem, comprometendo recursos para gerações futuras e resultando em um passivo em torno de US\$ 50 bilhões para o FCVS. Além disso, a má administração do FGTS contribuiu para a decadência do SFH. Adicionalmente, em 1969, foi criado o Coeficiente de Equiparação Salarial

(CES), com o intuito de solver resíduos oriundos das diferenças entre os reajustes das prestações (anual) e dos saldos devedores (trimestrais).

Aspecto importante na estruturação do SFH foi a prática de subsídios cruzados, que consistia em cobrar taxas de juros progressivas conforme o valor do financiamento, com o intuito de favorecer famílias de renda mais baixa. Esse sistema, avançado para as condições econômicas e financeiras da época, gerou impressionante volume de fundos para o financiamento habitacional. Em poucos anos de operação, mais precisamente entre 1965 e 1980, o número de unidades habitacionais financiadas passou de 8 mil por ano, em 1964, para 627 mil, em 1980 (FGV PROJETOS,2007), como apresentado no gráfico 1, apresentado abaixo.

O forte crescimento do crédito permitiu que parcela considerável das novas moradias criadas no país contasse com o financiamento habitacional. A taxa de cobertura do sistema, definida como a parcela das novas moradias criadas no período que foram atendidas com financiamento, chegou a 70%, em 1980. Também em seus 15 primeiros anos de operação, a participação dos saldos de financiamentos habitacionais no total dos empréstimos bancários (públicos e privados) para o setor privado saltou de algo em torno de 2% para mais de 20%.

Contudo, em meados dos anos 80 a insuficiência da estrutura de financiamento se mostra com a reversão da trajetória de expansão do crédito habitacional. O sistema passa a mostrar sinais de esgotamento entre os anos de 1987 e 2000 respondendo somente por 14,7% dos novos domicílios urbanos particulares ocupados ante o percentual 33,8% para o período de 1967 a 1986.

Gráfico 1



Fonte: Siveira e Malpezzi (1991, p.93).

Outro insucesso foi a não destinação de recursos à população de baixa renda, pelas próprias limitações de renda dessa parcela da sociedade. Os grupos de renda inferior necessitam de uma política específica para suprir suas necessidades habitacionais. Ao discutir a política de financiamento habitacional brasileira, entre 1964 e 1986, Néri e Carvalho (1999) destacam que o elevado valor do imóvel, em contraste com o prazo máximo do término do contrato, comprometiam excessivamente a capacidade de pagamento das famílias de baixa renda, o que inviabiliza a demanda destas por investimentos habitacionais.

Na fase de expansão e implantação das companhias habitacionais de 1964 a 1969, ocorre um crescimento contínuo do número de unidades habitacionais para as classes de baixa renda, passando de 8,6 mil para 51 mil unidades. Porém, desde 1968, esses contratos passaram a representar menos da metade do total de empréstimos do SFH. Nos anos 1970 até 1974, os contratos representavam, em média, 12% do total do SFH, tendo uma ligeira recuperação entre 1975 e 1978, ano

em que o BNH chegou a financiar quase 200 mil unidades. Portanto, mesmo no auge de operação do sistema, a cobertura para a população de baixa renda foi reduzida. Outra insuficiência do sistema é a reversão do processo de acumulação de capital habitacional no Brasil. Em contraposição ao período 1965 a 1980, momento em que o estoque de capital habitacional per capita apresentava as maiores taxas de crescimento (4,6% ao ano), no período posterior à extinção do BNH o país encontra sérias dificuldades em fazer crescer esse estoque de capital, visto que a taxa média anual se reduziu drasticamente, passando para 2,7% ao ano (1986 a 2003). (FGV, 2007)

Alguns autores como Rebelo (1997) e Castelo (1997) destacam os seguintes acontecimentos como pontos que contribuíram para o baixo ritmo de desenvolvimento habitacional e apresentam os seguintes argumentos:

- (i) taxa de juros fixa;
- (ii) falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais;
- (iii) instabilidade congênita do sistema, ocasionada pelo prazo de permanência incerto dos depósitos nos fundos de financiamento do crédito habitacional; e
- (iv) caráter pró-cíclico.

Como já comentado, a taxa real de juros fixa impede o ajuste entre oferta e demanda por crédito. Entretanto, por de o SFH ser um sistema, sem nenhuma articulação com o mercado de capitais brasileiro, impossibilita que os recursos captados por outros instrumentos financeiros sejam direcionados para a habitação.

Segundo FGV (2007), quando a renda disponível das famílias aumenta, também aumenta a captação líquida do sistema; nos períodos recessivos, os saques tendem a superar os depósitos, assim se explica o comportamento cíclico dos fundos. E o aspecto de instabilidade do SFH é que, apenas um cenário favorável de crescimento econômico possibilitaria o funcionamento pleno de um sistema que capta recursos no curto e médio prazo e empresta-os no longo prazo.

Além dos problemas do próprio sistema, de instabilidade e insuficiência de recursos, contribuem outros fatores, como a instabilidade econômica e a escassez de poupança doméstica. Um fator fundamental para garantir a rentabilidade real da oferta de recursos destinados à habitação era a correção dos empréstimos concedidos.

A crise econômica que ergue-se durante o período entre 1980 e 1990 com a queda do poder aquisitivo, com arrocho salarial, elevação das taxas de juros e a inflação ocasionaram a elevada inadimplência no SFH. Ao passo que a economia apresentava instabilidade, e em razão de políticas oportunistas, o FCVS passou a não suportar mais o saldo residual. O que ocorreu, foi que, a aceleração do processo inflacionário ocasionou reajustes nas prestações inferiores ao dos saldos devedores referentes aos imóveis financiados.

Com o fato de grande parte dos recursos aplicados não ter retornado ao sistema no prazo previsto, o sistema perdeu capacidade de financiamento, em meados dos anos 90, cerca de 75% dos passivos junto ao FGTS haviam sido contraídos pelo setor público em seus diferentes níveis de governo, que se aproveitou de condições favorecidas no alongamento dos prazos de pagamento dos empréstimos, comprometendo a disponibilidade de fundos do FGTS para novos empréstimos.

A intervenção estatal foi causa substantiva na crise do SFH. As sucessivas alterações nas regras de correção dos termos contratuais e a ação do judiciário no sentido de proteger os mutuários, em vez de favorecer os devedores, acabou por introduzir limitações no funcionamento do mercado e elevar a percepção de risco das instituições financeiras, configurando claramente o que se costuma conhecer como restrição de crédito.

Ainda segundo FGV (2007), no início de 1986, o Plano Cruzado incluiu as cadernetas de poupança, o FGTS e as prestações dos financiamentos habitacionais no congelamento de preços. As prestações foram corrigidas segundo o valor real médio dos últimos meses, sendo o número de meses fixado de acordo com o prazo de reajuste de cada contrato. Mesmo voltando a ter correção trimestral e sendo o

único ativo financeiro com prazo de correção inferior a um ano, as cadernetas de poupança registraram captação negativa no período. Isso se deveu a duas razões:

- (i) O grande aumento no consumo dos bens duráveis, que ocasionou uma retirada em massa das cadernetas; e
- (ii) O aumento dos depósitos compulsórios no Banco Central sobre os saldos, que agravou ainda mais a situação de esvaziamento do SFH, apesar de não ter um impacto direto na captação líquida dos contratos.

Essas medidas causaram distorções importantes no equilíbrio econômico-financeiro dos contratos. O SFH passa por uma profunda reestruturação em 1986 com a extinção do BNH. Suas funções foram redistribuídas entre vários órgãos do governo. O Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), responsável pelas políticas habitacionais e de desenvolvimento urbano. O Conselho Monetário Nacional (CMN) coma atividade de orientar, disciplinar e controlar o SFH. O Banco Central do Brasil (BACEN) ficou com a missão de fiscalizar as instituições financeiras que integravam o SFH e de elaborar normas pertinentes aos depósitos de poupança. À Caixa Econômica Federal (CEF) coube a administração do passivo, do ativo, do pessoal e dos bens móveis e imóveis do BNH, bem como a gestão do FGTS.

Com a instabilidade macroeconômica nas décadas de 1980 e 1990, com o cenário de aceleração inflacionária e queda da renda real o SFH se fragiliza ainda mais, e piorando a situação, parte substantiva dos fundos não voltou ao sistema nos prazos e valores previstos.

Com o objetivo de contornar a crise, buscou-se retomar o modelo de financiamento habitacional no Brasil. Cria-se então o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Criado em 1997, pela lei nº 9.514 (20/11/1997), como complemento ao Sistema Financeiro da Habitação, o SFI tem como principais fundamentos a securitização dos créditos imobiliários e a maior segurança jurídica dos contratos. Ao contrário do SFH, o novo sistema capta recursos no mercado e não dispõe de um

funding direcionado ou taxa de juros determinadas. Os principais instrumentos para a securitização são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). A segurança jurídica seria garantida com a introdução da alienação fiduciária.

Na área residencial, o sistema não obteve expressivos avanços, mas em nove anos da sua implantação, o financiamento de edificações comerciais teve grande êxito. O insucesso na área residencial se deu em parte às altas taxas de juros e os entraves institucionais e jurídicos que permearam a política habitacional, muitos deles ligados à insatisfação com relação aos direitos de propriedade e ao elevado custo de execução de hipotecas. Estando as instituições financeiras sujeitas a regras estritas do SFH, o direcionamento de recursos para financiamento habitacional acaba por limitar a participação dos bancos nesse mercado.

O SFH passou por modificações e aperfeiçoamentos importantes, buscando contornar os entraves nos últimos anos. A principal delas foi a promulgação da lei 10.931, que dispõe, entre outras coisas, sobre o patrimônio de afetação, instrumento este, que permite a criação de um patrimônio próprio para cada empreendimento, este passa a ter a sua própria contabilidade, separada das operações do incorporador-construtor. Com o advento do patrimônio de afetação.

O objetivo deste instrumento é dar maior segurança e transparência ao comprador do imóvel e aos investidores, o patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio do incorporador e somente responde por dívidas e obrigações vinculadas à própria incorporação imobiliária. É um instrumento que pretende dar maior segurança e transparência ao comprador do imóvel e aos investidores.

Outras mudanças vieram a lei 10.931, além de dispor sobre o patrimônio de afetação, trouxe a inclusão da alienação fiduciária no novo Código Civil, o que veio reforçar esse instrumento. Cabe mencionar ainda o aperfeiçoamento da legislação que regula a Letra de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário. Paralelamente, a lei 11.196 que introduziu medidas de desoneração tributária, entre as quais está a isenção das aplicações de pessoas físicas em ativos como as Letras

Hipotecárias, Letras de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários e a discriminação nas petições judiciais do valor contestado, assegurando a continuidade do pagamento da parte da dívida que não é objeto de contestação.

Ainda segundo FGV (2007), todas essas mudanças aperfeiçoaram a estrutura institucional voltada ao financiamento habitacional. A partir de 2005, o sistema começa a ganhar maior dinamismo. No SFH, também ocorreram mudanças que levaram a um aumento na oferta de recursos nos últimos anos. As operações com recursos da poupança cresceram expressivamente a partir de 2004, com a resolução do Banco Central, que determinou uma aceleração na velocidade de exclusão dos créditos do FCVS virtual no cômputo das exigibilidades do sistema. Esses créditos foram incorporados pelas instituições financeiras que assumiram parte dos bancos “quebrados” no âmbito das operações do Proer e permitiam que elas os utilizassem para comprovar as exigibilidades. Por conta da resolução, as operações com recursos da poupança atingiram R\$ 4,8 bilhões em 2005, ou seja, mais que dobraram em relação ao total de 2003. O número de unidades financiadas superou a marca de 60 mil, o que representou um crescimento de 67% em relação a 2003. A partir de princípios de 2005, o sistema passou a operar com metas trimestrais de aplicação de recursos.

O número de unidades financiadas cresceram de forma bastante significativa, tendo alcançado cerca 332,6 mil unidades em 2005, um aumento de 16% em relação a 2000 ou quase o dobro das unidades financiadas em 1997. Com a recuperação e o incremento das operações de financiamento com recursos do FGTS, que começou no início da década de 2000.

É importante observar que a recuperação da capacidade de financiamento do SFH ainda era lenta e os novos números ainda estavam longe dos patamares dos anos 80. A dificuldade de recuperação do SFH está determinantemente relacionada à características do próprio sistema, que vão além da falta de consistência política, da instabilidade macroeconômica ou do patamar da taxa de juros. A captação de recursos de curto prazo para a concessão de empréstimos de duração mais longa é como em toda a história, um fator de instabilidade, além do restrito tamanho de

funding, de poupança, causado pelo modelo de segmentação do crédito imobiliário brasileiro.

3. AS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

O estudo das experiências internacionais na área habitacional (CONSULTORIA ERNEST& YOUNG, 2008) contribui para a elaboração de cenários para o mercado brasileiro, visto que tais experiências mostram as relações econômicas que levaram alguns países a obter sucesso nessa área e indicam as possibilidades de crescimento no Brasil.

3.1 Relação investimento em habitação e crescimento

A Coréia do Sul, um país com carências habitacionais de grande magnitude e que conseguiu equacionar o problema em um espaço de tempo relativamente curto.

A Coréia partiu, em 1985, de um patamar de investimento per capita em habitação de US\$ 308 e chegou a US\$1.320 em 2005. Neste período, os investimentos habitacionais contribuíram com 0,64 pontos percentuais do crescimento econômico de 6,6% ao ano.

Na União Europeia a Espanha é um caso de referência. Entre 1985 e 2005, o investimento habitacional per capita cresceu três vezes. Aumento este acompanhado de um robusto crescimento econômico para o padrão europeu, da ordem de 3,3% ao ano. De 1995 a 2005, o PIB cresceu em média 3,63%, e o investimento residencial foi responsável por 0,53 pontos percentual do crescimento ou por 14,5% do total.

A Irlanda, por sua vez, é um exemplo sem comparativos. O investimento per capita em habitação, entre 1985 e 1995, cresceu mais de oito vezes, o impacto desse aumento no PIB foi igualmente significativo. Entre 1995 e 2005, o crescimento econômico irlandês alcançou uma média de 7,48%, com uma contribuição de 1,21 ponto percentual da área habitacional, isto é, de 16%.

Nos Estados Unidos os investimentos em moradia são um caso em especial pela sua dimensão – representavam 6,2% de seu PIB em 2005 e, na prática, o mercado habitacional americano é superior ao conjunto de 15 países da União Europeia.

O setor de mercado imobiliário cresceu a uma taxa surpreendente no período de 1985-2005, tendo sido responsável por parte expressiva dos excelentes resultados da economia americana.

O investimento imobiliário per capita mais que dobrou e foi responsável por 0,49 pontos percentual, ou 16% do crescimento de 3,1% do PIB. De 1995 a 2005 a contribuição do segmento *housing* foi ainda maior: de 0,60 ponto percentual, ou 18% de uma evolução do PIB de 3,31% ao ano

O México, por apresentar semelhanças socioeconômicas, é o país com mais semelhanças com o mercado imobiliário brasileiro. Os investimentos imobiliário mexicanos ainda são baixos na comparação com as economias desenvolvidas, mas seu contínuo crescimento a partir dos últimos anos da década de 90 permitiu a obtenção de resultados expressivos.

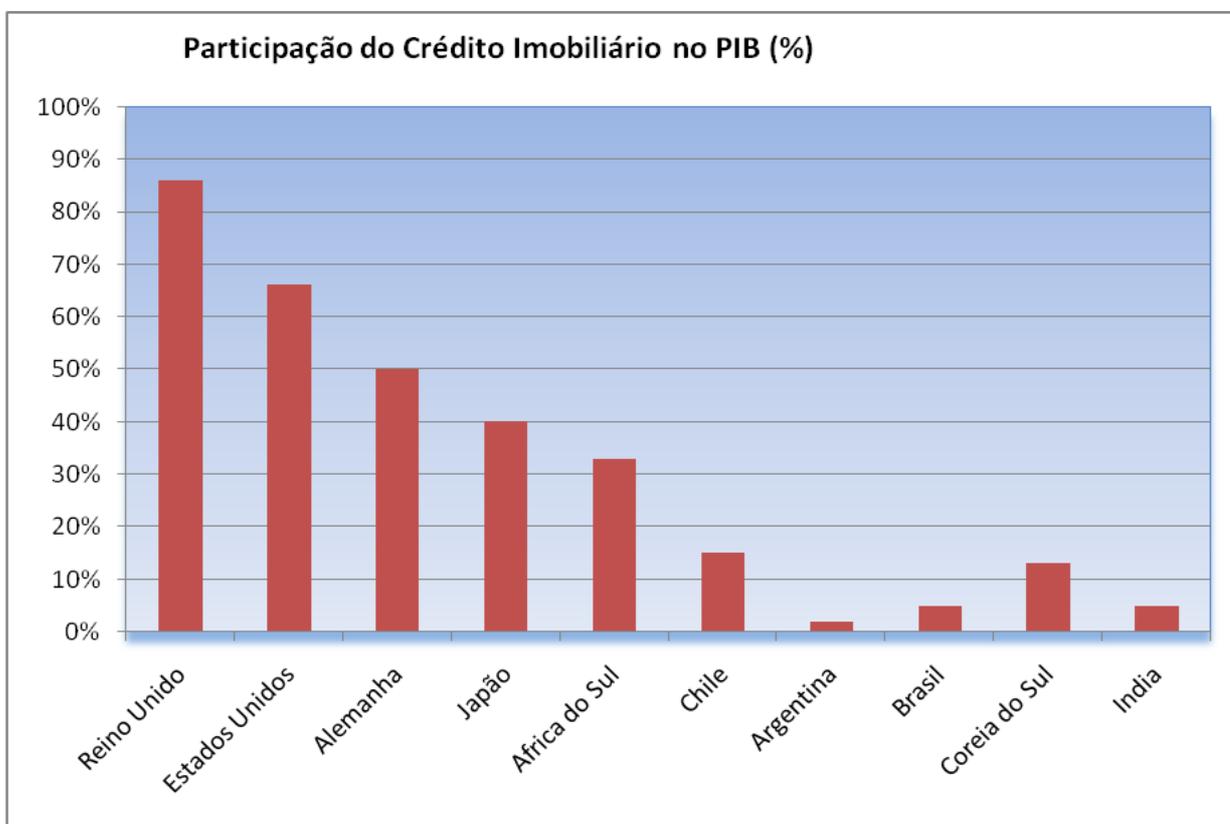
Os investimentos em habitação aumentaram 33% entre 1995 e 2005 e responderam por 0,50 pontos percentuais da taxa de crescimento econômico de 3,62%.

No Brasil a taxa média de crescimento do Brasil entre 1995 e 2005 foi de 2,38%, com uma contribuição de 0,27 ponto percentual dos investimentos em habitação. O estudo mostra que a expansão do PIB mexicano foi superior à brasileira, sobretudo pelo bom desempenho de seu mercado imobiliário.

Analisar o conjunto de países permite uma generalização: economias com maior investimento habitacional sustentam taxas de crescimento mais elevadas.

O gráfico abaixo apresenta a participação do crédito Imobiliário no PIB dos países.

Gráfico 2



Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: Parte dos dados se refere ao final de 2006 e parte ao final de 2004

3.2 Avanços institucionais

Lembrando que em todos os países em que ocorreu o aumento dos investimentos imobiliários, ocorreram previamente mudanças institucionais importantes que possibilitaram uma melhora no funcionamento dos sistemas de financiamento. Esses aperfeiçoamentos aconteceram de forma intensa nos últimos anos, em um contexto econômico mundial favorável que contribuiu para o aumento dos investimentos em habitação. É importante notar que o crescimento da economia global foi alimentado em boa medida pela aplicação de recursos em moradia.

Na União Europeia, a unificação dos mercados de capitais foi contribuição decisiva, ao criar um ambiente de maior mobilidade de poupanças. Esse processo levou à criação de novos produtos e à redução das taxas de juros, o que favoreceu o mercado de crédito hipotecário.

A partir de meados da década de 1980, no âmbito de cada país, foram postas em prática políticas que possibilitaram o bom desempenho do mercado imobiliário. Na Espanha, o governo privilegiou a desregulamentação do mercado hipotecário agilizando o processo de registro dos imóveis. Os países da União Europeia, de forma geral, eliminaram os controles sobre as taxas de juros.

Mesmo em um mercado consolidado como o americano, cujo modelo de financiamento habitacional serve de referência para boa parte do mundo, implantou, nesse período, transformações em seu sistema de hipotecas securitizadas.

Inovações tecnológicas deram origem a ferramentas mais rápidas de aprovação do crédito que, em conjunto com a redução das taxas de juros, conseguiram popularizar sua utilização e favoreceram o boom verificado até 2005.

Entre os ensinamentos dos países desenvolvidos, está a importância da construção de um aparato regulatório confiável. Há questões de consenso e outras

nem tanto. Em algumas nações as alíquotas de juros são flexíveis, em outras não se alteram ao longo do contrato, isto é, são rígidas. Portanto, em algumas economias, o Estado possui um papel mais forte como garantidor dos empréstimos, além de ser provedor de parte dos recursos destinados à moradia das famílias de baixa renda. Em outras, sua atuação é bem mais discreta.

Responsável por elevar os fundos do sistema, um aspecto que está presente em quase todas as boas soluções é a existência de um mercado secundário sólido de títulos. Outra característica comum é a existência de conjunto de medidas para assegurar um acesso rápido e desburocratizado ao crédito e ao mesmo tempo, proporcionam garantias sólidas aos investidores.

A presença do Estado é indispensável para atender as famílias de baixa renda, isso é verificado na experiência histórica.

3.3 Crises e a busca de novos mercados e o subprime

O crescimento da demanda por imóveis verificado no período de 1985-2005 foi algo inédito na história recente de boa parte das economias desenvolvidas. A rigidez inicial da oferta imobiliária favoreceu a elevação dos preços nesses países, embora em magnitudes distintas. Esse aumento estimulou a construção de novas moradias e a concessão de crédito, mas trata-se de uma rota por vezes pontuada por percalços.

Em muitas nações, a elevação dos preços dos imóveis alcançou níveis insustentáveis. A partir de meados de 2006, o crescimento expressivo da oferta acabou por levar a uma queda de preços. A “bolha” começou a estourar a partir do maior mercado imobiliário, os Estados Unidos. A enorme facilidade na obtenção de crédito e o processo de valorização dos imóveis contribuíram para aumentar o risco do crédito hipotecário americano.

Na configuração da crise, pesou o fato de a valorização momentânea dos imóveis ter atribuído contabilmente um valor de garantia real das dívidas hipotecárias superior à importância que poderia ser obtido num futuro próximo.

A situação se agrava porque a concessão de empréstimos se deu em detrimento da qualidade do crédito, o que fomentou a inadimplência dos bancos. Tal circunstância redundou na explosão do segmento do mercado de maior risco, o chamado *subprime*.

Mediante a análise da crise americana, fica evidente que seu mercado habitacional sofreu uma interrupção no processo de crescimento por problemas relacionados à forma de concessão dos créditos. Ou seja, é uma crise financeira que não está vinculada ao esgotamento do mercado habitacional em si, mas que determinou uma profunda redução dos investimentos residenciais. As boas perspectivas para a economia dos Estados Unidos no percurso futuro indicam uma retomada do investimento à medida que o ajuste dos valores de ativos seja absorvido pelo mercado.

Num contexto de globalização de capitais a crise não ficou restrita às fronteiras americanas. Na União Europeia, em países como a Espanha e a Irlanda, os preços dos imóveis também começaram a declinar, ainda que não dramaticamente como ocorreu nos Estados Unidos. A maioria dos países europeus possui sistema fixo de taxa de juros, o que reduz o impacto de sua elevação nos contratos em andamento.

Além do aspecto estritamente financeiro, o declínio que se começa a observar na Europa está relacionado com o esgotamento da demanda. O crescimento populacional vem se estabilizando em diversos países – as projeções mostram a redução da população alemã, por exemplo. Nos principais mercados da União Europeia, o fim do boom era questão de tempo.

Pode-se afirmar que o grande ciclo de expansão dos investimentos habitacionais nos países desenvolvidos está chegando ao fim. Se nos Estados Unidos a crise é mais conjuntural, na Europa há aspectos estruturais que indicam algo mais duradouro. Isso explica por que os investidores procuram novos mercados em países como o México, Brasil, China e Índia. Ao alocar seus capitais, eles levam em consideração a estabilidade econômica, o nível de renda, a expectativa de desenvolvimento econômico, as tendências de crescimento populacional, os sistemas de financiamento e o ambiente institucional e jurídico. O Brasil oferece boas condições em todos esses aspectos.

4. CENÁRIO DE TRANSIÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

4.1 Avanços no mercado brasileiro

Ainda acompanhando o estudo da CONSULTORIA ERNEST& YOUNG, 2008, o sistema de financiamento habitacional brasileiro tem se aprimorando, contudo do plano legal e esses aperfeiçoamentos promoveram uma regulamentação, importante e fortaleceram as garantias oferecidas para os investidores.

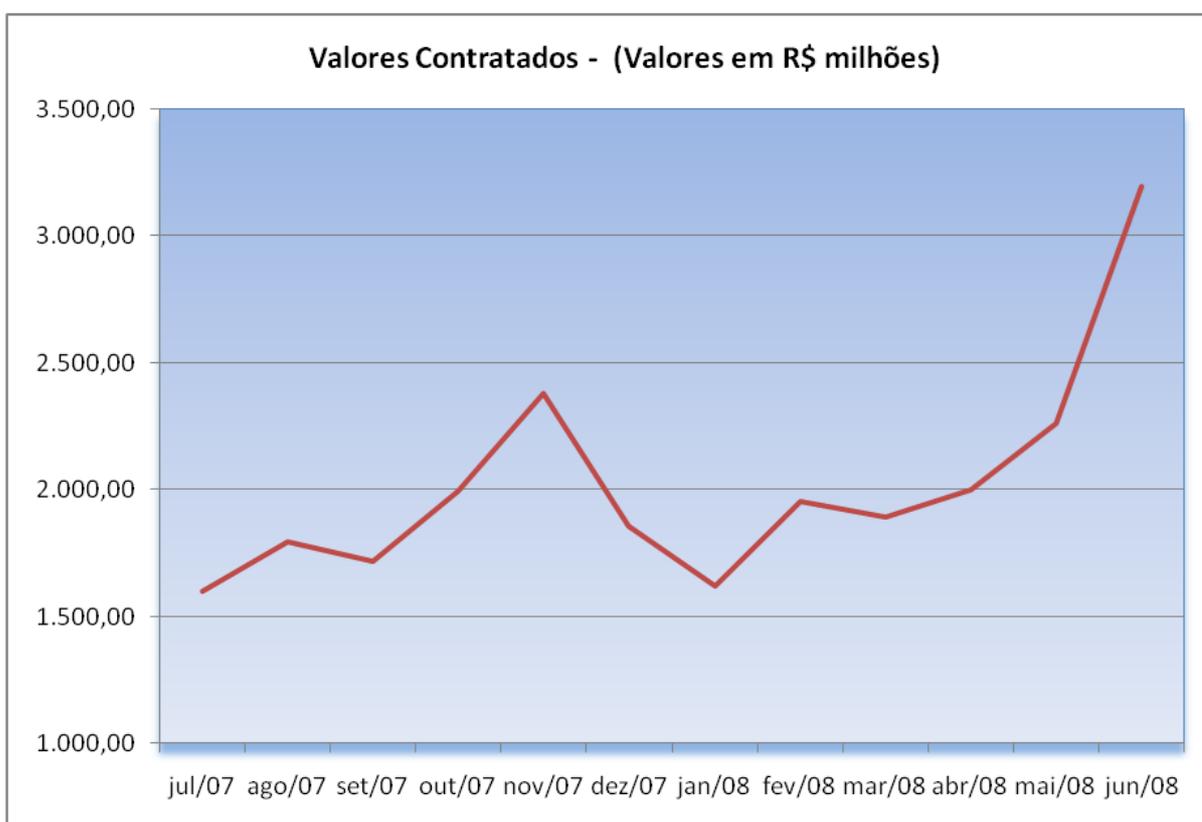
Em 1997, quando instituído o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), foram criadas as companhias securitizadoras de créditos imobiliários (Cris) e introduzida a alienação fiduciária de bens imóveis com a Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. E em 2004 com o aprimoramento do Patrimônio de Afetação, na Lei 10.931, de 2 de agosto de 2004, o adquirente de imóveis passou a se sentir mais protegido, a lei também estabeleceu para os casos de disputa judicial a continuidade de pagamento da parcela da prestação sob a qual não há discordância.

Essas evoluções associadas ao crescimento da renda e à queda dos juros expandiram a oferta de crédito e atraíram o capital externo. Entre 2002 e 2007, o fluxo anual de crédito imobiliário passou de R\$ 4,8 bilhões para R\$ 25 bilhões atraindo o investidor estrangeiro que identifica uma excelente oportunidade de entrar no mercado. Mesmo com o *subprime* nos Estados Unidos, em 2007, o setor imobiliário brasileiro continuou recebendo recursos do exterior, num volume de R\$ 8,3 bilhões.

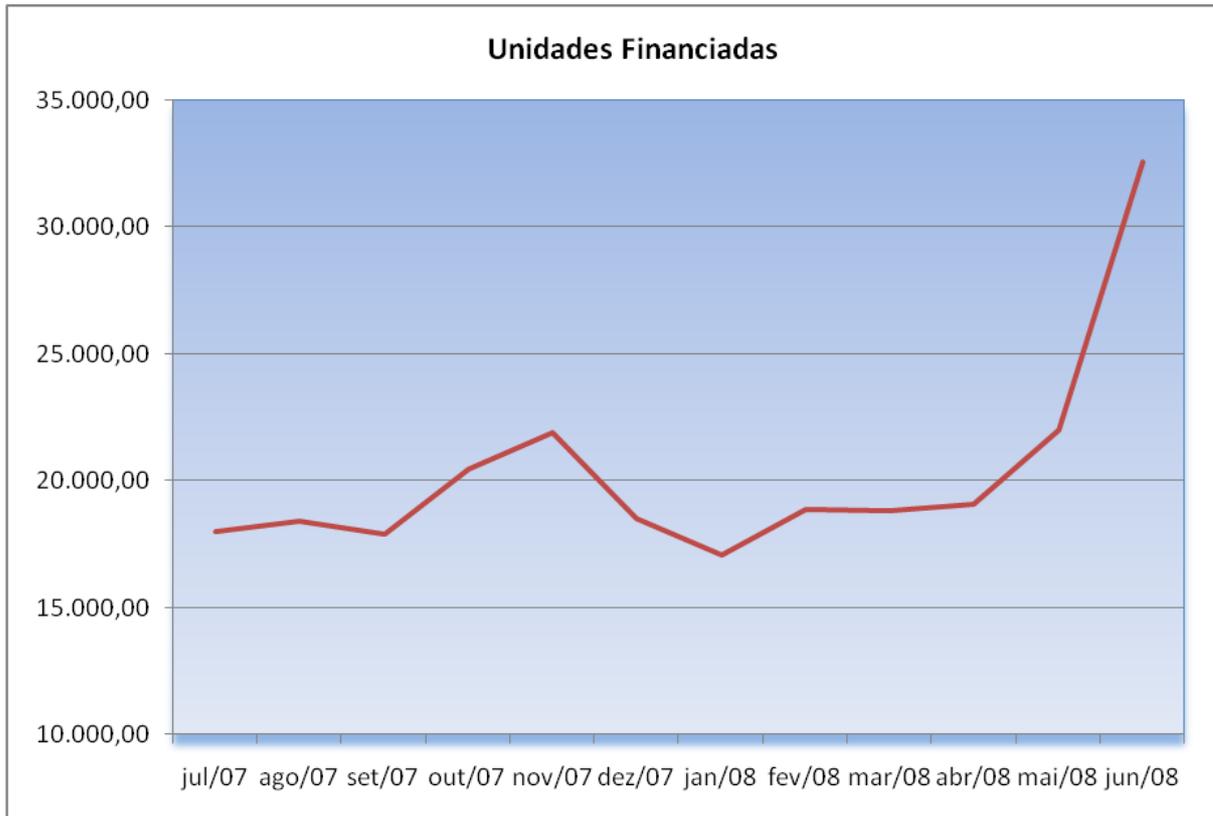
Isso se deu pelo fato de que os fatores de risco que desencadearam a crise imobiliária nos países desenvolvidos não estão presentes no Brasil, onde existe uma demanda reprimida e as condições de concessão de crédito habitacional são bem mais restritivas. E de olho no que acontecera nos mercados norte-americano e europeu, que o Brasil afirma sua condução do mercado de crédito e política habitacional e se credencia a um rápido crescimento.

Segundo França (2008), as operações do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) atingiram o recorde histórico de R\$ 3,2 bilhões em junho de 2008, consolidando o primeiro semestre como um dos momentos mais favoráveis da história do setor – em fase de crescimento sustentado e segundo prevê a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip).

Gráfico 3



Fonte: ABECIP e Banco Central do Brasil

Gráfico 4

Fonte: ABECIP e Banco Central do Brasil

O aumento é explicado pelo aumento de renda, bem como pela ampliação dos prazos de financiamento e o acesso de maiores contingentes da população à casa própria. Em 2004, o mutuário que quisesse adquirir um imóvel de R\$ 80 mil tinha de ter além da poupança de 20%, uma renda mensal de 12 salários-mínimos, para pagar o financiamento em 10 anos. Hoje, um imóvel de mesmo valor pode ser adquirido no prazo de 25 anos, por um mutuário com renda inferior a sete salários-mínimos.

4.2 A Criação do Programa Minha Casa, Minha Vida

O Programa Minha Casa, Minha Vida

Lei nº 11.977, 7 julho de 2009 pela qual foi implantada o PMCMV

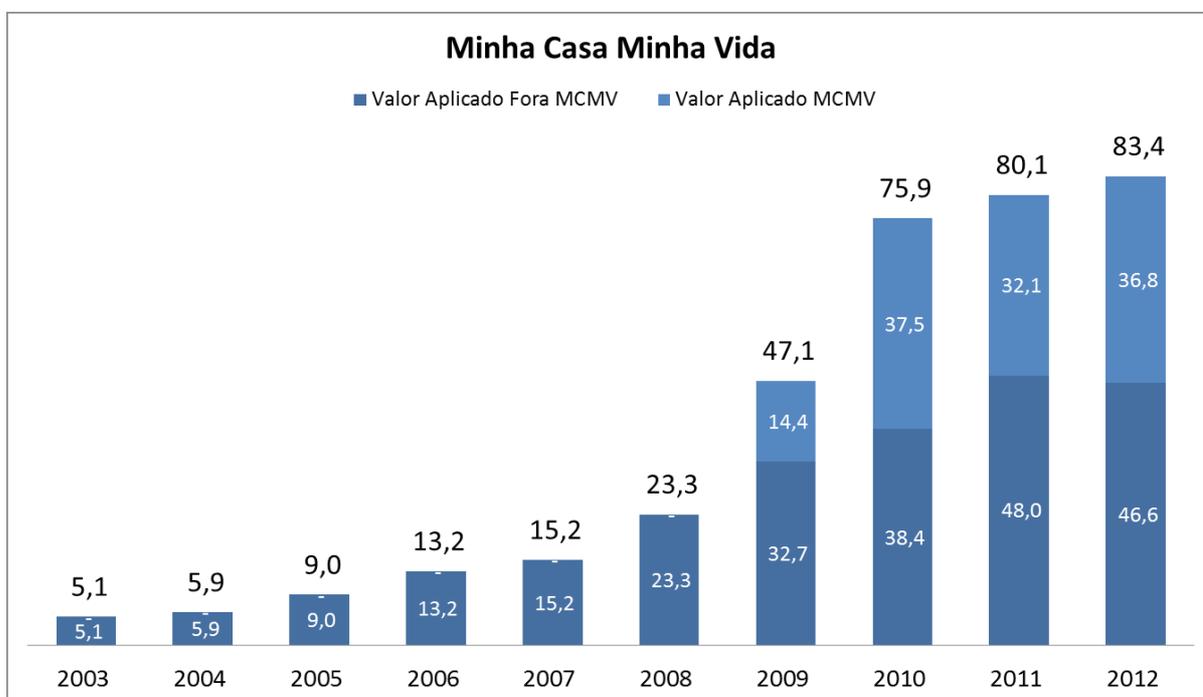
Artigo 2º: O PMCMV tem como finalidade criar mecanismos de incentivo à produção e à aquisição de novas unidades

habitacionais pelas famílias com renda mensal de até 10 (dez) salários mínimos, que residam em qualquer dos Municípios brasileiros.

Na tentativa de solucionar os problemas habitacionais do país e promover o desenvolvimento econômico, reduzindo o déficit habitacional viabilizando o acesso à casa própria, aumentando o investimento na construção civil e fomentando a geração de emprego e renda, o governo implanta em março de 2009 o Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV).

O Programa impulsionou ainda mais o crédito imobiliário no país. Na carteira da Caixa Econômica Federal, detentora de aproximadamente 70% do *market share*, em 2012 os créditos do PMCMV representaram 44% do crédito imobiliário total da empresa.

Gráfico 5

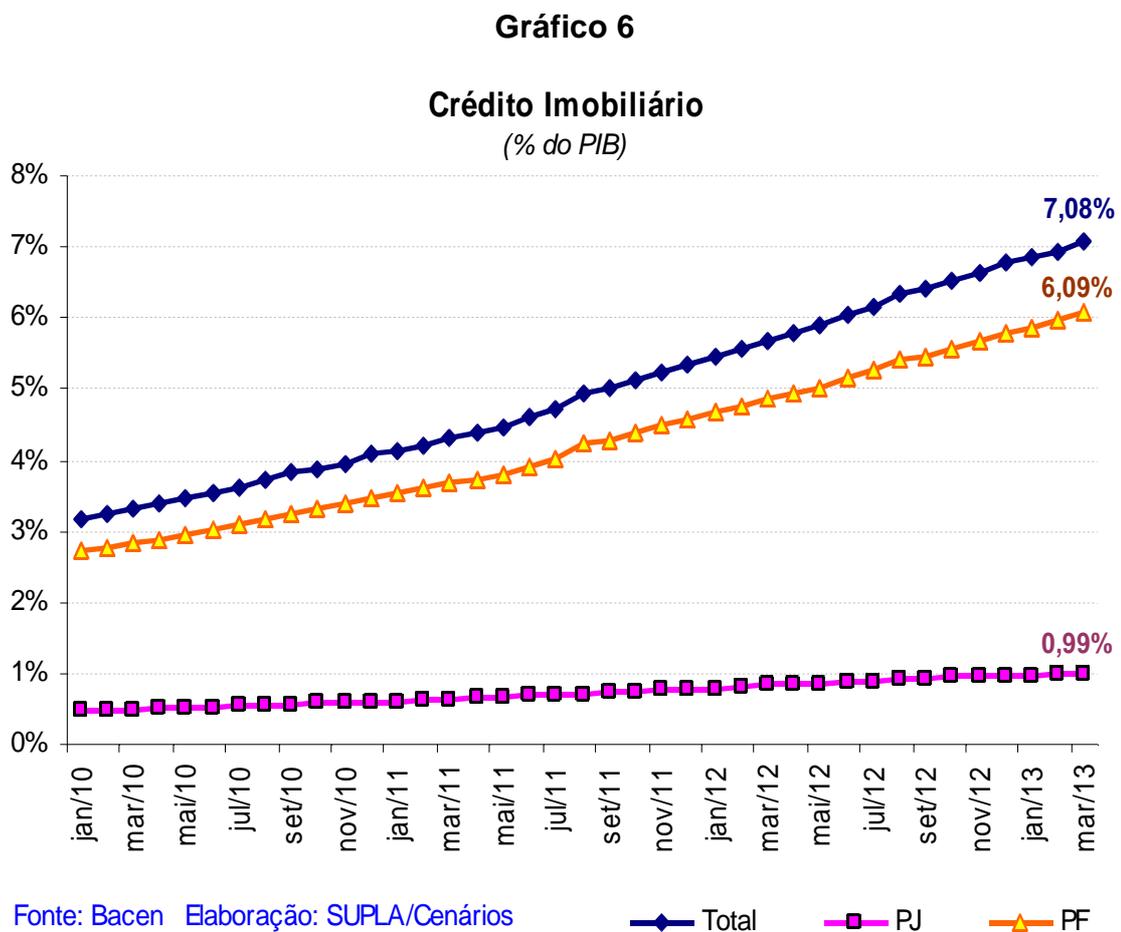


5. O NOVO CENÁRIO ECONÔMICO

5.1 Análise Setorial

O setor imobiliário apresentou expansão nos últimos anos impulsionado pelo crescimento do crédito e pelas condições favoráveis do mercado de trabalho como a evolução do PIB, a queda do índice de desemprego e o crescimento do rendimento médio da população.

O gráfico 6 apresenta o crescimento do crédito para pessoa jurídica, pessoa física e o total do crédito imobiliário brasileiro.

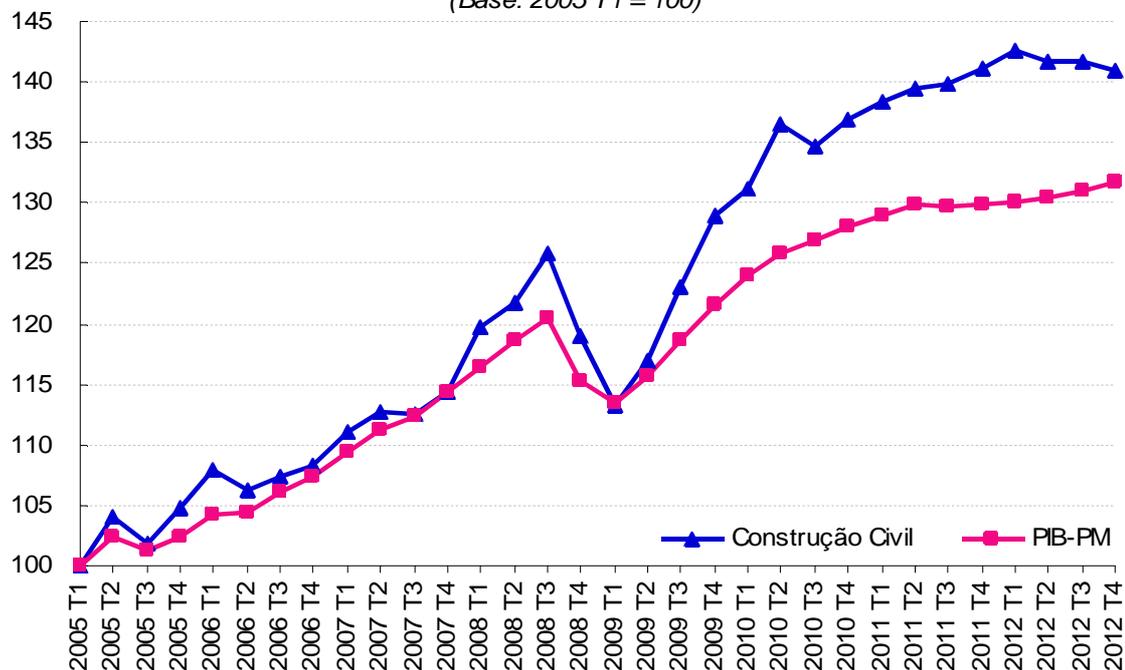


O gráfico 7 ilustra que o crescimento da construção civil foi superior ao PIB brasileiro.

Gráfico 7

Evolução do PIB

(Base: 2005 T1 = 100)



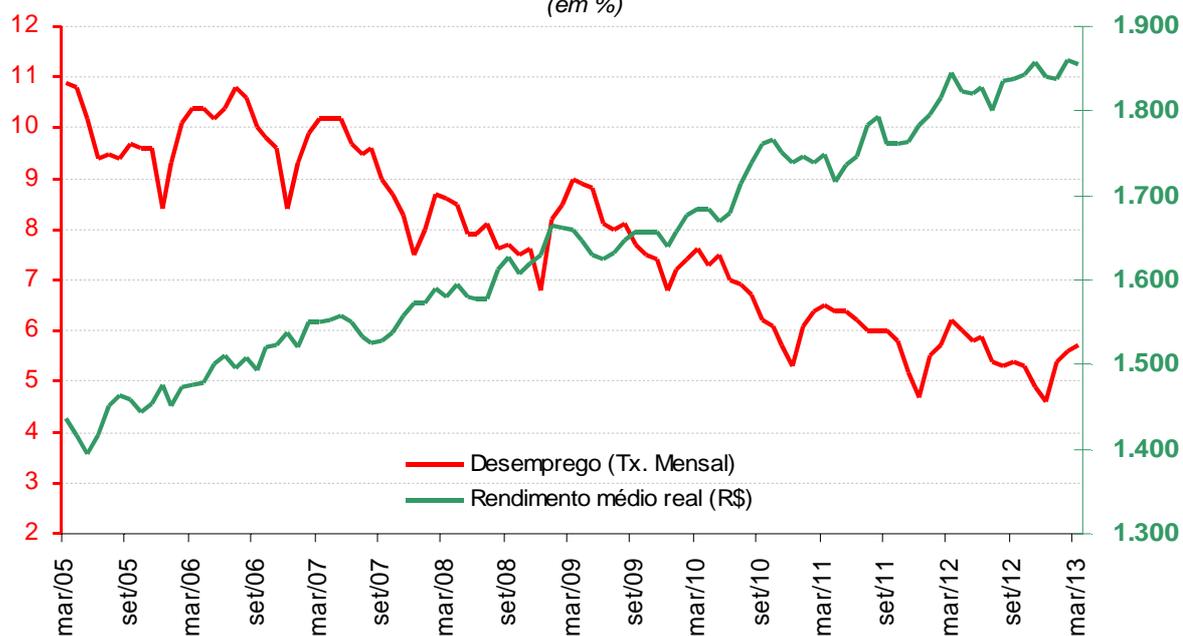
Fonte: IBGE Elaboração: CAIXA/SUPLA/Cenários

Abaixo, no gráfico 8 é possível observar que com o desenvolvimento da economia o desemprego diminuiu e a renda média aumentou.

Gráfico 8

IBGE: Desemprego e Rendimento Médio

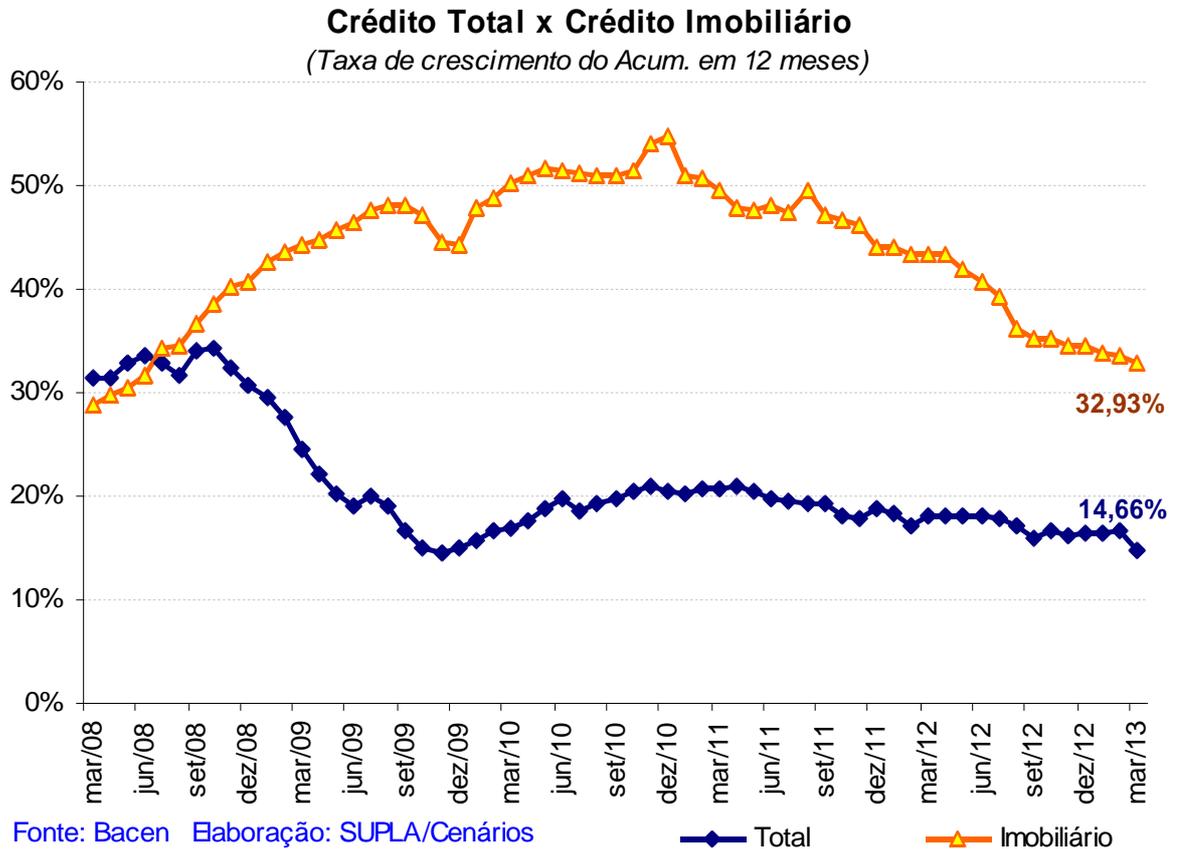
(em %)



Fonte: IBGE Elaboração: SUPLA/Cenários

Nos últimos anos a expansão do crédito imobiliário tem sido mais vigorosa do que a do crédito total.

Gráfico 9



Esta expansão do crédito ocorre em um contexto de redução dos juros, alongamento dos prazos e patamar reduzido de inadimplência.

Gráfico 10

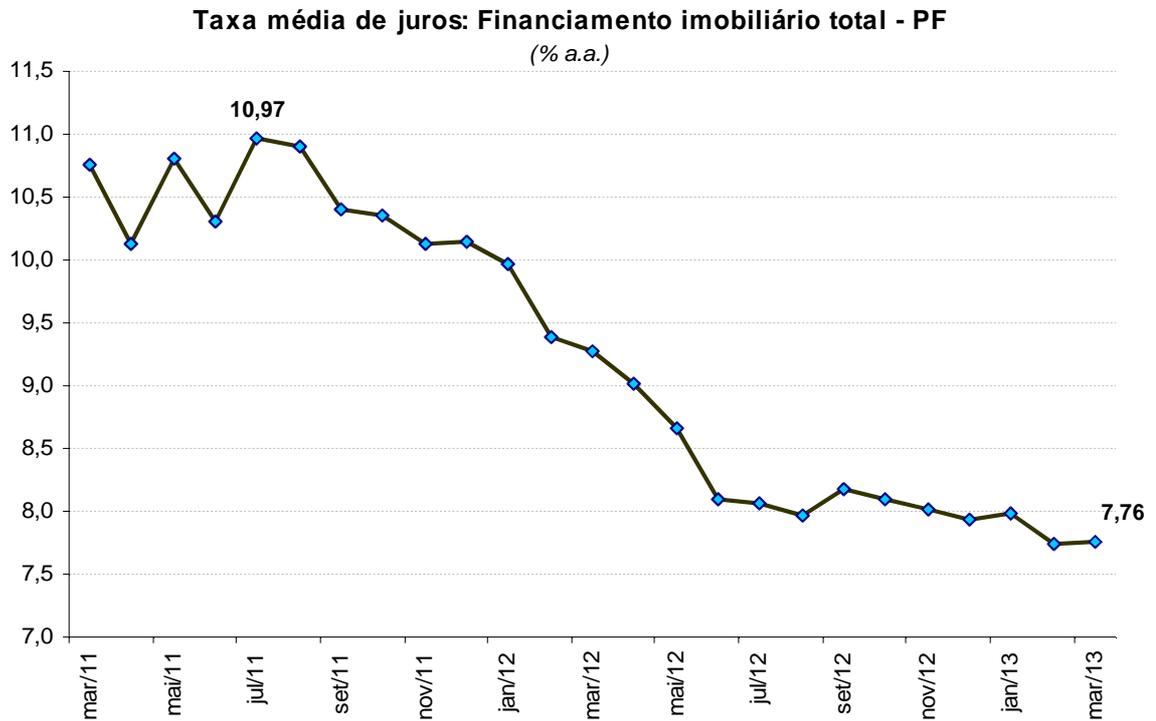


Gráfico 11

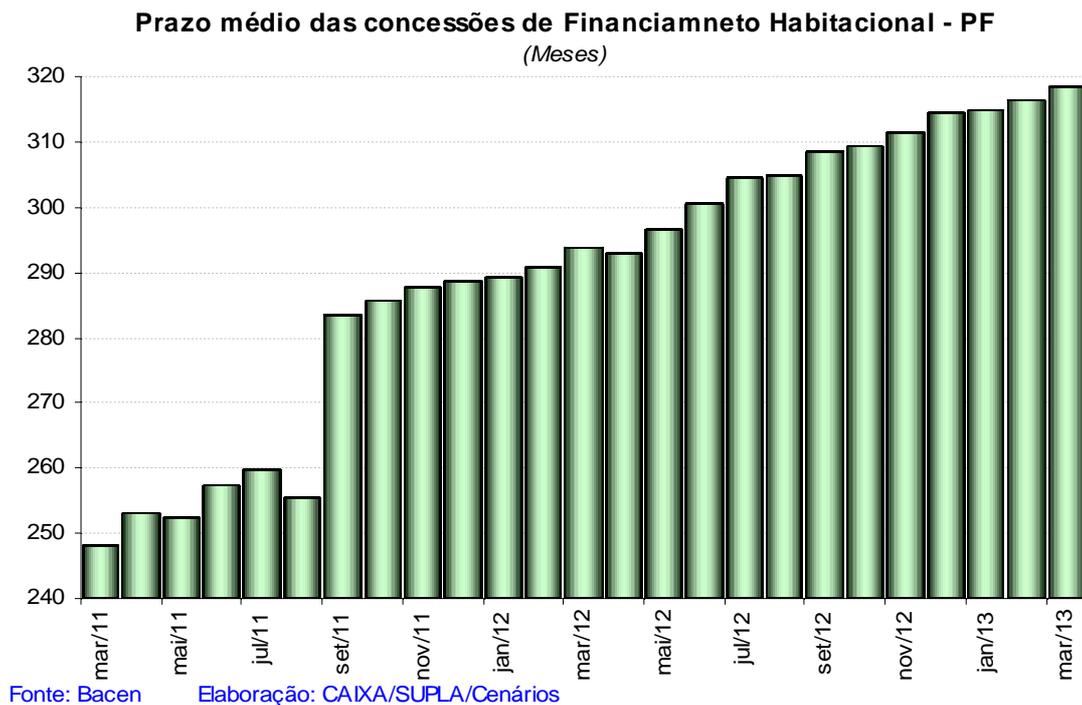
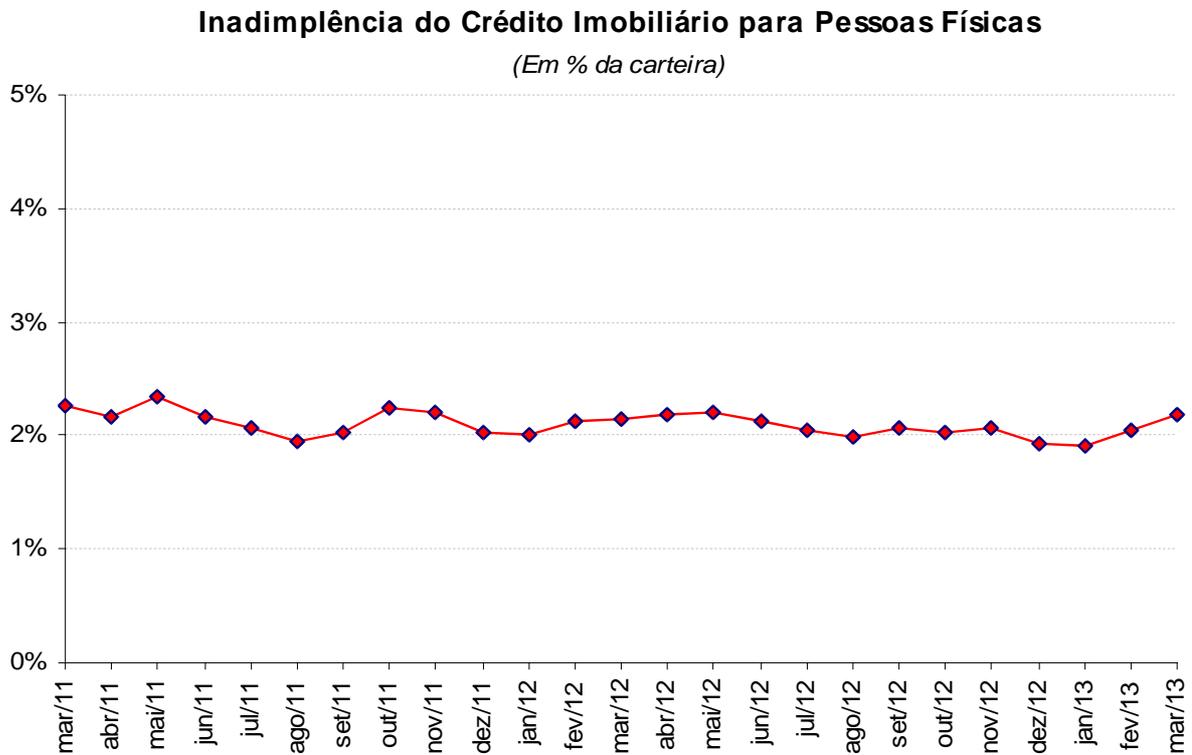


Gráfico 12

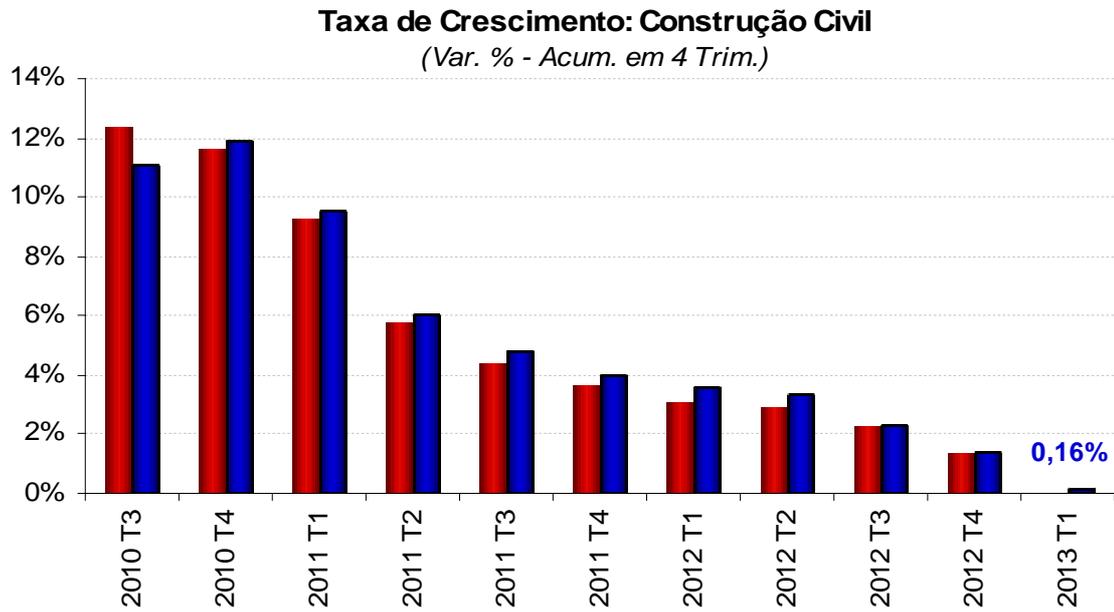


Fonte: Bacen Elaboração: CAIXA/SUPLA/Cenários

5.2 Projeções e Perspectivas

Em que pese a moderação recente no setor, fundamentos apontam para perspectivas positivas conforme projeção da FGV. Apesar da desaceleração a expectativa dos empresários da construção civil é otimista e projeta-se a estabilidade do índice de desemprego acompanhado do aumento do rendimento médio real.

Gráfico 13



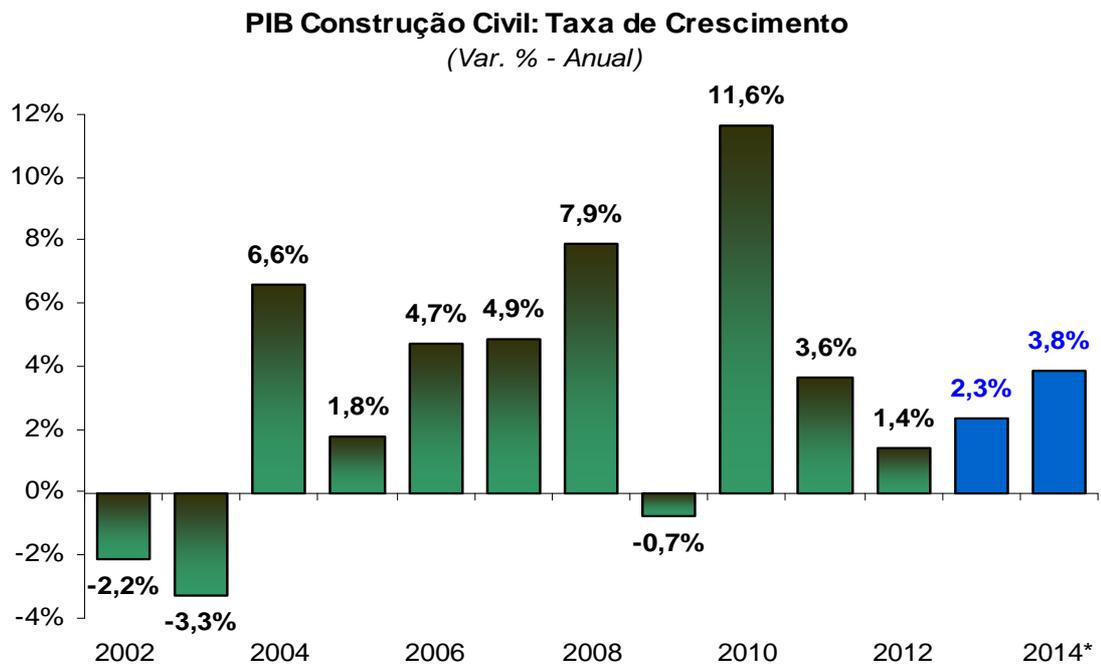
Fonte: IBGE

Elaboração: CAIXA/SUPLA/Cenários

■ PIB Construção Civil

■ Insumos Típicos da Construção Civil

Gráfico 14



Fonte: IBGE Elaboração: CAIXA/SUPLA/GECEM

* projeção LCA

Gráfico 15

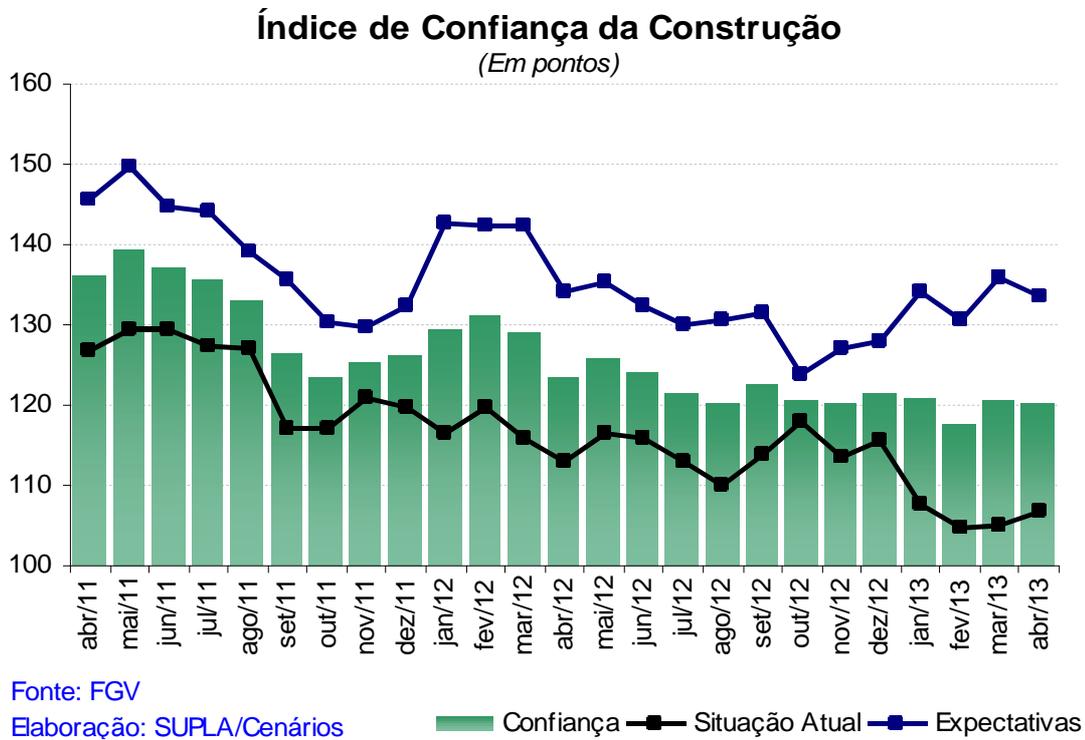


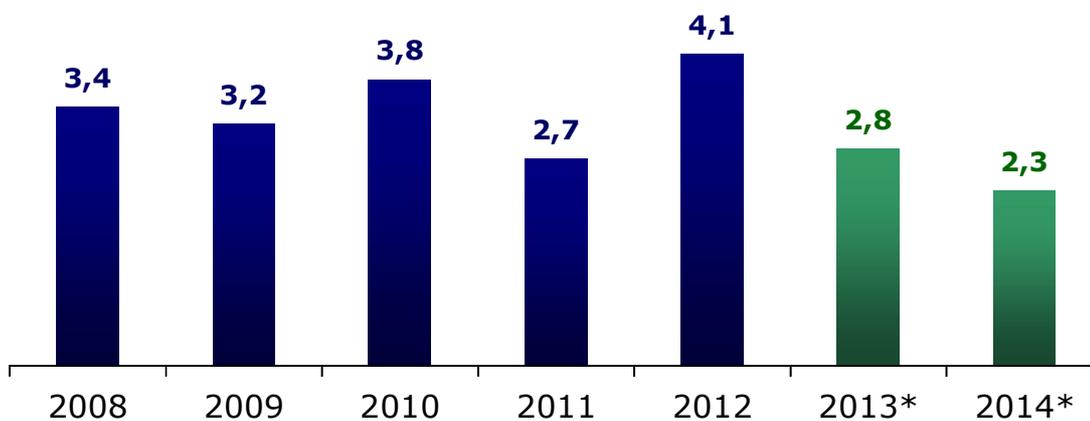
Gráfico 16



Fonte: IBGE
Elaboração: Caixa/Supla/Cenários

*Projeções: SUPLA/Cenários

Gráfico 17

Rendimento Médio Real
(Var. Acum. Em 12 Meses)

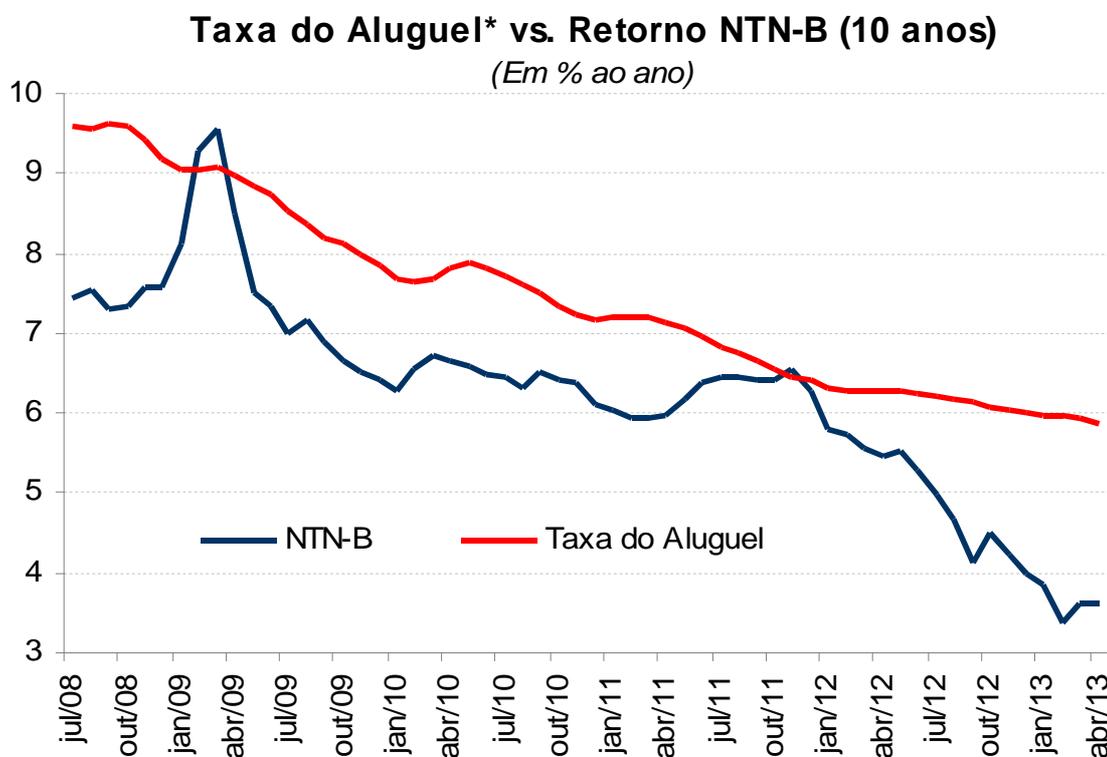
Fonte: IBGE

Elaboração: Caixa/Supla/Cenários

*Projeções: SUPLA/Cenários

Outra análise relevante é do rendimento dos imóveis que seguem superiores quando comparado com outros ativos, livres de risco, indicando que os preços dos imóveis mantém um crescimento sustentável.

Gráfico 18



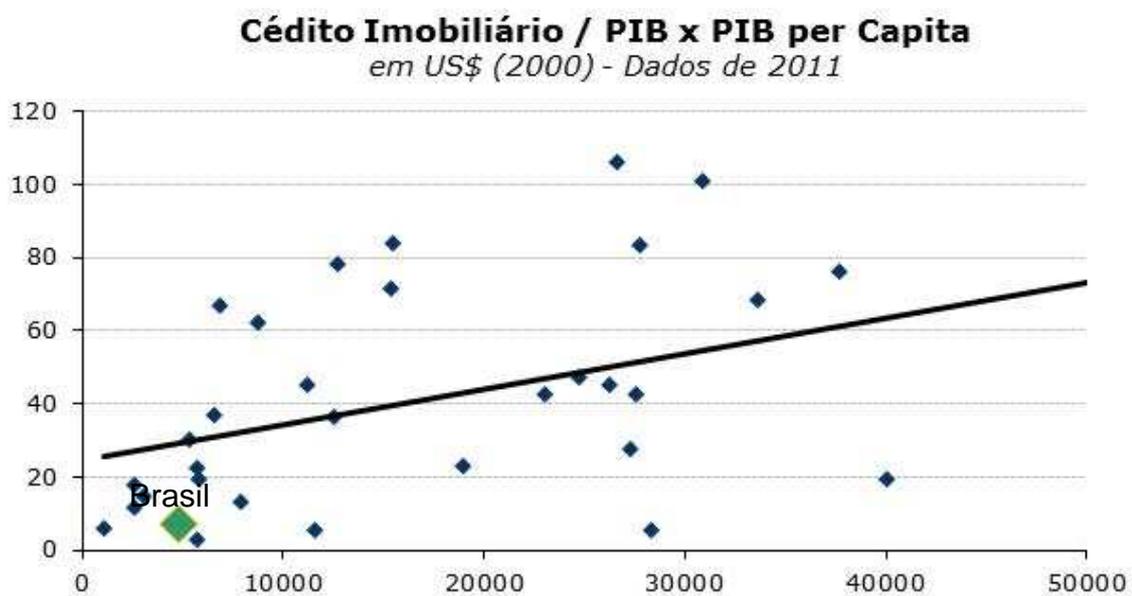
*Razão: preço de locação / preço de venda em %, para a cidade de São Paulo

Fonte: Anbima e FipeZap Elaboração: Supla/Cenários

Além disso, a experiência internacional indica que há espaço para crescimento do crédito imobiliário, lembrando que como já citado anteriormente, em alguns países o Crédito imobiliário representa até 80% do PIB nacional.

No gráfico de dispersão apresentado abaixo, que relaciona o crédito imobiliário sobre o PIB e o PIB per capita, o Brasil se apresenta abaixo da linha de tendência.

Gráfico 19



Fonte: Bloomberg e Banco Mundial Elaboração:

CONCLUSÃO

O crédito, como um dos principais instrumentos de política econômica, é variável determinante para estimular o crescimento econômico. Através do crédito é possível alcançar maior eficiência da utilização da renda disponível e portanto maior crescimento.

O financiamento habitacional pode ser uma alavanca para a formação de capital e instrumento para a melhoria do quadro socioeconômico nacional. No entanto a estabilidade macroeconômica é importante para os investimentos de longo prazo, pois reflete sobre o custo do crédito e grau de riscos.

Devido a uma conjunção de fatores, como a consolidação da estabilidade dos preços, melhora dos indicadores conjunturais como queda do desemprego, aumento da renda, o crédito para aquisição e construção de imóveis apresentou crescimento exponencial nos últimos 10 anos.

Entretanto, a dinâmica do crédito imobiliário nem sempre foi tão favorável. Entre 1964 e 1980, da criação à consolidação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), o crédito imobiliário atendeu à demanda anual de 600 mil unidades, atingido em 1980. Depois disso, ainda houve desempenho expressivo em 1981 e 1982, mas sem continuidade.

A instabilidade monetária, desemprego, inflação do INPC próxima de 2.500%, em 1993, tornaram o período 1981/1994 marcado pela desestruturação do SFH, em que apenas 63 mil unidades foram financiadas em 1994, 10% do que havia sido financiado em 1980.

Foi com a estabilização, em julho de 1994, que iniciou-se uma lenta, porém constante reconstrução do ambiente econômico. No ciclo econômico pós-Real houve abrupta queda da inflação e rápida retomada do crescimento e maior distribuição de renda.

Nesse contexto, aumentou o número de unidades financiadas anualmente, mas em patamar inferior ao de 1980/1982, ainda tido como o período de ouro do SFH. Mas, em proporção ao PIB, o saldo de crédito imobiliário ainda se mostrou pequeno (1,8% do PIB, em 2001).

Outro elemento também veio a contribuir para a retomada do crédito à moradia, o surgimento, em 1997, da alienação fiduciária de bens imóveis, que conferiu mais segurança às operações de crédito.

O resultado dessa combinação de fatores foi o salto das contratações de R\$ 4,9 bilhões, em 2001, para R\$ 115 bilhões, em 2011.

Em março de 2013, o saldo das carteiras de crédito imobiliário representou 7% do PIB, crescimento expressivo que evidencia o dinamismo do segmento, que cresceu inclusive quando maiores eram as turbulências no mercado financeiro internacional, desde 2008.

Mesmo com o bom desempenho do crédito imobiliário, em relação aos demais países, o Brasil ainda está distante dos primeiros colocados.

Mantidas as condições satisfatórias de nossa economia, a participação do crédito imobiliário no PIB tende a evoluir dos atuais 6% do PIB para 10% ou mais, em três anos. O que já será um patamar importante para um País que está percorrendo o longo caminho de conquista da estabilidade macroeconômica.

O indicadores mostram que apesar da pequena e inexpressiva participação do PIB brasileiro, o mercado de crédito imobiliário vem crescendo e garantindo um mercado sólido, a história recente mostra que a prioridade é a qualidade do crédito e não a quantidade, ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos e na Europa. A qualidade de nossas carteiras imobiliárias pode ser medida pelo comportamento dos indicadores de inadimplência de 2,0%, que considera o percentual de contratos com mais de três prestações em atraso.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP www.abecip.org.br

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Sistema Financeiro da Habitação.**

BARROS, Mendonça. Mercado imobiliário tem tudo para deslanchar. **Revista do SFI** ano 12, n 27. São Paulo: 2008.

CONSULTORIA ERNEST & YOUNG. **Brasil Sustentável: Potencialidades do Mercado Habitacional.** São Paulo, 2008.

DA SILVA, Rosana Nascimento. **A Evolução do Financiamento Imobiliário.** Rio de Janeiro, Universidade Candido Mendes, 2008.

FGV PROJETOS. **O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios.** São Paulo: 2007.

FRANÇA, Luiz Antônio. Mercado imobiliário tem tudo para deslanchar. **Revista do SFI** ano 12, n 27. São Paulo: 2008.

GARCIA E CASTELO. **O Sistema Financeiro da Habitação: Problemas Estruturais e Diretrizes para uma Reforma.** Sinduscon - SP: 1997.

IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais). **Sistema Financeiro de Habitação** -Rio de janeiro: 1974.

KAMPEL, Luiz C.; VALLE, Maria T M. **Sistema Financeiro de Habitação.** 1 ed. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974

NERI E CARVALHO. Demanda por moradia, financiamento habitacional e comportamento financeiro das famílias. **Estudos Econômicos da Construção**, v 3. São Paulo:1999.

SANTOS, Cláudio Hamilton M. Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964/1998. Brasília: IPEA, 1999

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

VASCONCELOS, José Romeu de, TD 0410 – **Problema Habitacional no Brasil: Déficit, Financiamento e Perspectivas**. Brasília: 1996