

# **Há fragilidade financeira no mercado de crédito no Brasil?**

## **Uma contribuição para a discussão a partir da análise do segmento de crédito imobiliário**

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça e Simone S. de Deos

### **Introdução**

O sistema financeiro e, dentro desse, o sistema bancário, está entre os segmentos da economia mais intensamente regulados e supervisionados. A literatura justifica a regulação especial sobre o setor em função da existência do chamado risco sistêmico, isto é, do fato de que problemas localizados em um banco individual podem se espalhar para o conjunto, contaminando-o amplamente. Além disso, dada a posição que os bancos ocupam na hierarquia dos sistemas de pagamentos e de crédito – isto é, na gestão ampla da moeda e da liquidez – uma crise bancária tende a transbordar para além de suas fronteiras, atingindo fortemente a economia como um todo.

Contudo, se a percepção de que há uma necessidade de regulação especial sobre os bancos é hoje praticamente consensual e ultrapassa fronteiras nacionais, a construção desse consenso foi um produto da história, e seu formato foi reformulado ao longo do que se pode denominar – a partir de Chick (1994) – de diferentes estágios de desenvolvimento do sistema bancário, sempre com características específicas nas diferentes economias.

Neste sentido, a introdução da ótica macroprudencial no aparato principal da regulação pode ser interpretada como um legado da mais recente crise. Nessa mesma perspectiva, e não por coincidência, pode-se interpretar que também foram legados da crise a recuperação e uma certa popularização das ideias de Minsky. No final de 2008, quando a crise financeira atingiu seu auge e os mercados ao redor do mundo paralisaram, o autor ganhou notoriedade, e o momento talvez mais dramático no desenrolar do processo, ficou conhecido como “momento Minsky”.

Contudo, se de fato houve naquela ocasião uma aproximação com as ideias desse autor, talvez o ponto mais relevante não tenha se tornado suficientemente claro. Isso porque, ao contrário do que sugerem muitas das intervenções de então, a contribuição principal e realmente original de Minsky para a economia não diz respeito à análise da crise – momento em que o mercado paralisa, a liquidez desaparece e deflagra-se uma violenta deflação no preço dos ativos. A contribuição seminal de Minsky ilumina muito mais, e de forma bastante original, o processo que se desenrola durante a prosperidade, pois aponta como, ao longo da fase ascendente do ciclo econômico, o que ele denomina de “fragilidade financeira sistêmica” tende a ser criada a partir da geração e disseminação de estruturas financeiras progressivamente mais frágeis. Essas estruturas estão expressas nos balanços tanto dos financiadores (os bancos, na formulação original do autor, trabalhada nesse texto) quanto dos

devedores do sistema bancário, e dizem respeito, sobretudo, à capacidade do devedor de fazer frente ao endividamento a partir da renda e/ou da receita corrente.

Na perspectiva de Minsky, as finanças têm papel central no capitalismo, e não existe dinamismo econômico sem financiamento de gastos e, de forma ainda mais específica, sem a criação de crédito (moeda) por parte do sistema bancário. Na verdade, a abordagem do autor desdobra-se a partir do Princípio da Demanda Efetiva de Keynes, sintetizado na ideia de que os gastos determinam a renda. E Minsky insiste que toda a decisão de gasto é, também, uma decisão de como financiar esse gasto.

Um aspecto que contribuiu para a recuperação das ideias de Minsky e sua inserção no debate nesse contexto foi a percepção acerca das origens da crise no sistema americano, especificamente no segmento de financiamento de imóveis. Como se sabe, a crise financeira recente ficou conhecida como crise *subprime*, dado que se identifica sua origem com o volume expressivo de financiamento destinado a devedores sem histórico de crédito e/ou com um mau histórico, e sem capacidade de comprovar renda. Esses créditos foram ofertados pelo sistema baseando-se não na capacidade dos devedores – as famílias – de enfrentá-los com base na renda corrente, mas na perspectiva de que estes iriam refinanciar a dívida em função da valorização do preço dos imóveis (que serviam como garantia, ou colateral) e de que esses créditos seriam, em algum momento, securitizados.

No início do *downturn*, com a subida da taxa de juros nos EUA e a elevação dos índices de inadimplência no segmento, alastrou-se rapidamente a percepção de que o sistema havia produzido um volume maciço de créditos *non performing* e de que estes, securitizados e reembalados em diferentes produtos, estavam espalhados por várias camadas das finanças, em várias praças. Mas, como foi possível esse movimento passar ao largo da regulação e do seu instrumento principal – o volume de capital sensível ao risco – que em tese deveria inibir operações arriscadas, por torná-las mais custosas?

A crise, enfim, abriu espaço para análises a partir de novas perspectivas, dada a incapacidade da regulação vigente de detectá-la e impedi-la. Nesse contexto, emergiu uma curiosidade acerca das ideias de Minsky que enfatiza que há, ao longo do ciclo econômico, uma tendência de mudança substancial na qualidade do crédito gerada no sistema (se não de forma generalizada, pelo menos de forma expressiva), o que pode torná-lo mais propenso a crises. Essa experiência chamou a atenção, também, para o mercado de financiamento de imóveis para as famílias, e deixou uma questão importante para reflexão: o fenômeno de geração em larga escala de créditos de baixa qualidade, que aconteceu a partir do mercado imobiliário dos Estados Unidos, e que passou ao largo da regulação oficial e da atenção da maioria dos analistas, pode estar se repetindo em outros países?

A partir de 2003, o mercado de crédito no Brasil cresceu de forma expressiva, tendo a relação crédito/PIB se elevado de 21,8%, no início daquele ano, para 54,6% em meados de 2015. Esse crescimento resultou de determinantes de naturezas distintas. Destacam-se questões macroeconômicas, institucionais e, por fim, as relacionadas à implementação da política econômica. Este conjunto de

determinações afetou, em diferentes níveis, a postura de ofertantes e tomadores de crédito, entre os quais as famílias.

Vale observar que nem mesmo a crise financeira interrompeu a expansão do crédito no país, apesar de provocar alterações em seus mecanismos indutores. Entre os anos de 2003 e 2007, o crescimento do crédito foi impulsionado pelas operações com recursos livres, com menor importância relativa dos créditos direcionados. Após a crise, o arrefecimento do ritmo de crescimento do crédito dos bancos privados, compensado pelo movimento dos públicos, com forte participação do crédito direcionado, compensou a perda de dinamismo do segmento de recursos livres (Lundberg, 2011).

O comportamento do crédito à pessoa física é elucidativo desse movimento de expansão. Iniciou-se um processo de crescimento a partir de 2003, sob a liderança do segmento livre concedido pelas instituições privadas e fortemente amparado no crédito consignado. A mudança institucional que consubstanciou esta nova modalidade de empréstimo, marcada pela maior segurança contratual, contribuiu para a decisão das instituições bancárias de expandir a oferta de crédito com recursos livres à pessoa física. Isto sugere o papel essencial de mudanças institucionais para o desenvolvimento de tal segmento.

A eclosão da crise, em 2008, não interrompeu tal crescimento. No entanto, seu ritmo de expansão deixou de ser pautado pelo segmento de recursos livres, passando a ser crescentemente explicado pelo direcionado. Após 2008, o crédito direcionado para pessoas físicas – composto sobretudo, mas não unicamente, pelo habitacional – experimentou expansão relevante, e o ritmo arrefeceu somente no segundo semestre de 2013. Este crescimento expressivo e continuado do crédito habitacional entre os anos de 2005 e 2015 é o objeto da análise do presente trabalho, mas será tratado com um propósito específico, que é o de identificar se há, ou não, nessa expansão, geração de fragilidade financeira no sentido Minskyano. Neste sentido, busca privilegiar na análise a decisão tomada do ponto de vista dos bancos, ofertantes de crédito. Nessa reflexão, o conceito de fragilidade financeira, trabalhado nas suas dimensões micro e macro, é crucial e ganha contornos precisos (Tymoigne, 2014; Tymoigne e Wray, 2014). Procura-se, enfim, avançar a partir de Minsky, buscando uma atualização de seus conceitos e uma perspectiva adequada para pensar questões contemporâneas da economia brasileira, em especial a recente expansão do crédito.

Para tanto, esse artigo organiza-se como segue: após esta introdução, a primeira seção discute as peculiaridades do sistema financeiro (em especial do sistema bancário) que o colocam numa posição singular e justificam uma regulação específica e mais complexa, relativamente aos outros segmentos da economia. Aborda, também, pontos centrais da abordagem Minskyana e, de forma especial, a concepção de fragilidade presente no autor, e seus desdobramentos. A seção seguinte apresenta uma proposta de aplicação dessa abordagem para o Brasil, com a análise da expansão recente em um segmento relevante do mercado de crédito – o imobiliário – partindo das especificidades da institucionalidade brasileira (2.1), sua evolução recente (2.2), e discutindo um possível processo de

geração de fragilidade financeira no sentido de Minsky (2.3). As considerações finais trazem uma síntese dos principais pontos analisados e delineiam respostas para as questões centrais que foram levantadas.

### **1. Bancos, regulação e expansão do crédito: rumo à fragilidade Minskyana?**

A necessidade de aparatos regulatórios mais intensos e complexos sobre os bancos está relacionada à peculiaridade das operações realizadas por estes. Estas os tornam particularmente sensíveis não só a riscos individuais, quando comparados a empresas não financeiras (e mesmo não bancárias), mas também à possibilidade de contágio, que pode levar ao risco sistêmico. Os bancos, ao lado da autoridade monetária, são participantes do sistema monetário, receptores e criadores de depósitos à vista, instrumentos plenamente líquidos. Ocupam papel central nos mercados de crédito da grande maioria dos países, sendo importantes mesmo naqueles nos quais há mercados de capitais desenvolvidos. Operam alavancados e, em geral, são transformadores de prazos, dado que as operações do passivo tendem a ser de prazo mais curto que as operações ativas, o que os leva à necessidade constante de refinanciamento. Ademais, operam sob o pressuposto da confiança, pois os contratos financeiros envolvem obrigações e direitos a serem exercidos em data futura. Em sua grande maioria, significam “dinheiro hoje” combinado com a promessa de “dinheiro no futuro” (Mendonça, 2012).

Neste contexto, quebras na confiança dos agentes em determinada instituição podem ocasionar movimentos adversos dos depositantes, bem como de outras instituições que financiam os bancos, entre as quais estão outros bancos. E isto pode resultar em perda de depósitos e/ou na necessidade de venda de posições em situações adversas, aprofundando e alastrando o movimento. Assim, movimentos de contágio podem ser gerados, ocasionando problemas sistêmicos. E problemas de liquidez/solvência no sistema bancário podem transbordar para a economia, dada sua importância no sistema de pagamento e recebimentos, bem como no sistema de crédito (Mendonça, 2012).

Uma dimensão importante de atuação dos bancos centrais contemporâneos é a necessidade de garantir a liquidez e a solidez das instituições bancárias, atuando como *lenders of last resort*<sup>1</sup>. É essa necessidade de agir no caso de uma crise que movimenta as engrenagens da chamada regulação prudencial. Na verdade, há uma rara convergência entre os economistas quanto à necessidade de regulação especial sobre o setor. Contudo, se para grande parte dos autores a regulação se justifica pela existência do risco sistêmico, o conceito central do Minsky para essa discussão não é o de risco sistêmico, mas de fragilidade financeira sistêmica. De fato, e é importante chamar a atenção para esse ponto, esses dois conceitos, para o autor, não são excludentes. Vale dizer: em Minsky, está obviamente presente a possibilidade de que problemas em uma instituição isolada se espalhem para o conjunto (a depender, é claro, do tamanho dessa instituição e de sua conexão com as demais) e que transbordem

---

<sup>1</sup> Há uma outra dimensão dessa discussão que não será tratada aqui mas merece ser apontada, que diz respeito aos chamados instrumentos de proteção, que também fazem parte desse arsenal da regulamentação – como os seguros de depósitos.

para a chamada “economia real”. Mas não é esse o ponto principal, e não é o que diferencia sua abordagem e o coloca numa posição distinta nesse debate.

Efetivamente, o autor busca chamar a atenção para outro ponto: de que há uma tendência dos sistemas bancários de se tornarem propensos a crises (ou ao risco sistêmico) porque posturas financeiras frágeis – no sentido que será discutido a seguir – tornam-se, progressivamente, a “regra do jogo”, e são assumidas por uma parcela expressiva do segmento. Assim se constrói a fragilidade sistêmica Minskyana, e a possibilidade da crise.

Para Minsky, o funcionamento normal das economias capitalistas, dotadas de sistemas financeiros desenvolvidos, apresenta uma tendência de geração de fragilidade sistêmica e, assim, de criação de condições para uma crise. O foco da análise está na evolução das operações “normais” – isto é, não idiossincráticas e não fraudulentas – que são progressivamente geradas por vários agentes financeiros, em seus balanços. Na perspectiva Minskyana, o foco está na evolução cíclica dos balanços entrelaçados de credores e devedores, que tendem a tornar-se progressivamente frágeis durante o período expansivo. O sistema, para Minsky, move-se ciclicamente.

Nesse sentido, tal como apontam Wray e Tymoigne (2014), a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) não explica a formação de “bolhas” de preços de ativos. No dizer dos referidos autores, não se trata de *bubble economics*. O que a HIF aponta é a tendência de crescimento da fragilidade financeira ao longo do período de estabilidade. Uma forma de capturar o argumento no seu limite é afirmar que a estabilidade é, no fundo, a fonte da instabilidade financeira. A estabilidade que afeta e altera o comportamento dos agentes, inclusive dos financiadores, porque interfere nas suas expectativas e muda, substancialmente, a qualidade do crédito gerado no sistema.

Na sua versão original, a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky (1986) apresenta uma discussão centrada na decisão do investimento. O autor chama atenção para o fato de que a decisão do investimento está vinculada à decisão de seu financiamento. E é nessa perspectiva que, originalmente, trabalha as posturas, ou estruturas, financeiras. Para qualificar as unidades (micro)econômicas segundo o grau de fragilidade gerado pela necessidade de financiamento do investimento, Minsky propõe que sejam analisadas a partir de seus fluxos de caixa. Uma firma tem estrutura financeira *hedge* quando o retorno esperado do investimento é mais do que suficiente para fazer frente a todos os seus compromissos financeiros e em todos os períodos em que tenham que ser atendidos, não havendo descolamento de prazo e nem de montante entre ativos e passivos.

Quando os compromissos financeiros são maiores que o retorno esperado para alguns períodos, a unidade econômica que assumiu a dívida tem uma estrutura especulativa, ainda que o valor presente do investimento seja maior que o dos compromissos financeiros. Geram-se estruturas financeiras frágeis quando o financiamento é concedido já contando com a necessidade de refinanciamento. Assim, numa situação típica de financiamento de bens de capital, geram-se estruturas especulativas, com maior grau de fragilidade financeira, quando o prazo de maturação do ativo é superior ao do

passivo, exigindo que este seja refinanciado. O financiamento de projetos de investimento de longo prazo com dívida de curto prazo, que precisa ser refinanciada, tipicamente, gera estruturas financeiras especulativas. Mas dessas empresas que estão investindo é esperado, no futuro, um crescimento das receitas suficiente para fazer frente aos compromissos financeiros, em função da expansão da sua capacidade de produção.

O limite dessa situação é aquela que o autor chama de *Ponzi finance*. Tomando ainda o caso do financiamento do investimento como ponto momentâneo da reflexão, quando a empresa contrai uma dívida já com a perspectiva de que precisará de refinanciamento para fazer frente não só ao principal, mas também ao serviço da dívida, diz-se que tem uma estrutura financeira Ponzi. Mas esse agente, ainda que super especulativo, é racional no sentido de que o valor presente líquido estimado do seu investimento é positivo pois espera-se, no futuro, uma elevação da receita da empresa, em função da ampliação da sua capacidade de operação. Nos termos de Tymoigne (2014), este seria um típico *income-based Ponzi finance*. Mas essa situação não se repete no caso das famílias, que são unidades que não têm capacidade de elevar sua renda a partir do financiamento, quer para o consumo quer para a aquisição de imóveis. Essas seriam *asset-based Ponzi finance* (Tymoigne, 2014).

Efetivamente, a taxonomia das estruturas financeiras de Minsky tem uma especificidade que é apontada com precisão por Tymoigne e Wray (2014). Ela não trata de uma elevação da alavancagem em geral, ou do grau de endividamento, mas diz respeito a uma mudança na sua qualidade. “*Note that this categorization is not a measure of the use of external funding, i.e., of the size of leverage; but rather, a measure of the quality of the leverage.*” (Tymoigne e Wray, 2014, p. 23). Essa qualidade está relacionada à capacidade do devedor de fazer frente aos compromissos financeiros assumidos a partir de seus fluxos de caixa esperados. Enfim, créditos especulativos ou Ponzi são gerados pelo sistema financeiro quando ele concede financiamento a um agente que não tem condição de fazer frente a este com base em sua renda/receita esperada ao longo do tempo de vigência daquele contrato, contando com o refinanciamento ou, no limite, com a utilização do colateral.

Essa mesma situação, que foi discutida da perspectiva da empresa que financia seu investimento, pode ser tratada a partir da decisão de negócio dos bancos, isto é, de conceder o financiamento. E pode-se compreender a opção do Minsky – de trabalhar a situação, originalmente, do ponto de vista da decisão da empresa que investe – como um desdobramento lógico do seu projeto de releitura de Keynes (Minsky 1975), e do papel privilegiado da decisão do investimento – no sentido da expansão da capacidade produtiva e do emprego – na macroeconomia Keynesiana. Contudo, na sequência dos seus trabalhos, Minsky aponta para o papel ativo dos bancos na dinâmica macroeconômica, dada a necessidade de financiamento do investimento e, no limite, dos gastos em geral (Minsky, 1982 e 1986). Para o autor, enfim, os bancos tomam decisões de negócio e essas envolvem o financiamento não só das empresas, mas também, entre outras, das famílias. No que diz respeito a estas, as decisões envolvem desde o financiamento das despesas correntes (despesas de consumo) até o habitacional.

Feita essa observação, a próxima questão a ser apontada é que a macroeconomia financeira de Minsky apresenta um movimento cíclico caracterizado pela transição entre as estruturas financeiras mencionadas. Para o autor, a participação dos diferentes tipos de posturas (ou estruturas) financeiras no conjunto do sistema determina seu grau de fragilidade e, daí, sua potencial instabilidade. Uma economia na qual haja predomínio de unidades especulativas e Ponzi tem um grau elevado de fragilidade sistêmica.

Como sinalizado anteriormente, o autor trata originalmente essa questão da ótica das empresas não financeiras, que precisam tomar recursos emprestados para financiar o investimento. Mas a questão pode ser tratada do ponto de vista dos financiadores. Estes, encorajados pelo sucesso das operações recentes e pelo ambiente de relativa estabilidade, e engajados na concorrência intercapitalista, na fase ascendente do ciclo tendem a reavaliar as expectativas na busca do seu próprio crescimento.

Uma leitura possível de Minsky, como já sugerido, é que a transição em direção à fragilidade sistêmica é uma movimentação entre posturas, marcando uma diferença qualitativa mais precisa no crédito que vai sendo concedido. No início do ciclo, a postura dominante dos devedores é *hedge*, pois os bancos concedem crédito com base na renda ou receita esperada – assim, os balanços dos financiadores ficam carregados com devedores mais seguros. Na medida em que o ciclo se desenvolve, crescem no sistema posturas mais frágeis, ou especulativas (sendo que a postura Ponzi pode ser tratada como uma postura extremamente especulativa). Como apontado, o que marca, na visão do autor, a construção endógena de fragilidade sistêmica é uma participação expressiva de dívidas constituídas na expectativa de refinanciamento e/ou de utilização das garantias.

Tomando a questão do ponto de vista do credor, fica sugerido nessa leitura que a concessão do crédito passa a se apoiar menos na renda corrente esperada e mais na possibilidade de refinanciamento (*income based Ponzi finance*) e/ou na utilização das garantias (*asset based Ponzi finance*). A fragilidade Minskyana sistêmica só é gerada, assim, quando há uma mutação qualitativa do crédito, no sentido de que estruturas que exigem “*position-making*” (refinanciamento e/ou liquidação de ativos) passam a ganhar importância, fragilizando amplamente o sistema bancário, tornando-o um elemento central a partir do qual crises fortes poderão ser desencadeadas.

Mas há uma outra leitura possível dessa transição a partir de Minsky, mais ampla, e centrada na ideia de “erosão das margens de segurança” ao longo do ciclo de expansão (Minsky 1986, Kregel, 1997). Nessa perspectiva, ao longo da expansão o nível de endividamento aceitável das unidades tomadoras por parte dos credores muda, refletindo a experiência mais recente. Fazendo uso da tipologia anteriormente trabalhada, os créditos foram concedidos numa perspectiva *hedge*, mas essa avaliação foi contaminada por um longo ciclo expansivo (Kregel, 1997 apud Tymoigne, 2014), que levou à superestimação da renda futura. Esse é um caso em que é possível, conceitualmente, a construção de fragilidade financeira com uma estrutura *hedge*.

Se, por outro lado, o volume de crédito se expande, mas esse movimento não está associado a uma transformação dessa natureza na qualidade do crédito – estando mais ligado, por exemplo, a transformações na institucionalidade, ou no volume de *funding* disponível para o segmento, por exemplo – então o sistema não se fragiliza do ponto de vista Minskyano. Ele pode ser atingido exogenamente, por “choques” – elevação dos juros, do desemprego, interrupção das fontes de refinanciamento etc – mas o risco de que estes sejam amplificados, assumam grandes proporções e se transformem num *debt deflation*, é menor.

Uma análise mais apurada dessa situação, com uma hipótese para tratar o movimento recente da economia brasileira e, em especial, do segmento de crédito imobiliário, será trabalhada a partir dos elementos da próxima seção. As seguintes questões se colocam: i) o movimento recente gerou maior fragilidade sistêmica no sentido de que estruturas mais especulativas foram criadas? ii) a expansão recente alterou de forma significativa as margens de segurança do sistema, levando a uma superestimação da renda futura e, em sentido mais amplo, também fragilizando-o?

## **2. Crédito imobiliário e habitacional no Brasil: institucionalidade e movimento recente**

A partir do início da década de 2000, o mercado de crédito no Brasil cresceu de forma expressiva, tendo a relação crédito/PIB se elevado de 21,8%, no início de 2003, para 54,6% em 2015.<sup>2</sup> Mesmo que este indicador seja ainda relativamente baixo quando comparado internacionalmente, é inegável o aumento da importância do crédito no funcionamento da economia brasileira.

Esse crescimento resultou de determinantes de naturezas distintas. Destacam-se: i) questões macroeconômicas, sobretudo a consolidação da estabilidade de preços, a mudança de patamar da taxa básica de juros e o crescimento da renda; ii) questões institucionais, entre as quais, mudanças na segurança jurídica de contratos, criação de novos instrumentos e mecanismos e, em menor grau, alterações nas regras de direcionamento em momentos específicos; iii) e por fim, questões concernentes à implementação da política econômica, pensada aqui de uma forma mais ampla. Este conjunto de questões afetou, em diferentes níveis, a postura dos bancos, ofertantes de crédito – agentes fundamentais em nossa análise e, sobretudo, na estrutura financeira brasileira –, e também dos tomadores de crédito, inclusive as famílias. O quadro de maior estabilidade de preços e crescimento da renda, associado à percepção de menores riscos dada a maior segurança contratual atribuída a novas regras e novos instrumentos, além da queda do patamar da taxa de juros, afetou as expectativas de rentabilidade das operações de crédito, levando à recomposição das carteiras de ativos dos bancos nesse sentido. Por um lado, o crescimento da renda e o alongamento dos prazos potencializaram a capacidade de endividamento das famílias. Por outro lado, a mudança de patamar da taxa de juros básica da economia, associada a novas modalidades de financiamento – mais seguras para o

---

<sup>2</sup> Agosto de 2015. Vale notar uma mudança na metodologia do cálculo desta variável a partir de 2007, o que não inviabiliza a reconstrução do movimento.



emprestador e, assim, mais baratas – possibilitaram a queda do custo do endividamento, mesmo que este ainda seja elevado quando comparado com outras experiências internacionais.

Nem mesmo a crise financeira freou o movimento de crescimento do crédito, apesar de ter provocado alterações em seus fatores indutores. Entre 2003 e 2007, tal crescimento foi impulsionado por operações com recursos livres, levando à queda da importância relativa dos créditos direcionados. Após a crise, o arrefecimento do ritmo de crescimento do crédito dos bancos privados foi compensado pelo movimento dos públicos, com forte participação do crédito direcionado.<sup>3</sup> Tal comportamento minimizou os efeitos da perda de dinamismo do crédito livre (Lundberg, 2011). Como resultado, houve uma queda da participação do crédito livre, de 68,28% (out/ 2008) para 51,27% (jun/2015), o recíproco do aumento do direcionado.

O comportamento do crédito à pessoa física é elucidativo de tal movimento. Iniciou-se um processo de crescimento a partir de 2003, sob a liderança do crédito livre concedido pelas instituições privadas e fortemente amparado no consignado. A mudança institucional que consubstanciou esta nova modalidade de empréstimo, marcada pela maior segurança contratual, contribuiu para a decisão das instituições de expandir a oferta de crédito com recursos livres a pessoas físicas. A introdução do consignado alterou o perfil do crédito pessoal, ao diminuir o patamar das taxas médias – reduzindo os custos para os tomadores – e alongar os prazos, possibilitando uma queda expressiva do valor das prestações e, portanto, do comprometimento da renda dos tomadores de crédito. Isto sugere o papel essencial de mudanças institucionais para o desenvolvimento deste segmento as quais, ao diminuírem o risco para os bancos, contribuíram para a redução dos custos para os tomadores, alongamento do prazo de financiamento e assim, para o aumento do volume financiado (Mora, 2011).

A eclosão da crise em 2008 não inviabilizou a manutenção do crescimento desta modalidade de crédito. No entanto, o ritmo de crescimento do crédito a pessoas físicas deixou de ser pautado pelo crédito livre, passando a ser crescentemente explicado pelo direcionado. Após 2008, o crédito direcionado para pessoas físicas – composto, sobretudo, mas não unicamente, pelo habitacional – teve expansão relevante, ditando o ritmo de crescimento do segmento pessoa física. Não por acaso, a partir do mesmo ano, o crédito habitacional, após contração no início dos anos 2000 e retomada em 2005, experimentou um expressivo e contínuo crescimento, cujo ritmo arrefeceu somente no segundo semestre de 2013.

Esse crescimento do crédito imobiliário, fortemente concentrado em operações com recursos direcionados e para pessoas físicas, se deu em um ritmo muito mais acelerado do que o movimento de crédito total da economia (tabela 1): nos anos de 2009 a 2011, esteve acima do patamar de 40% ao

---

<sup>3</sup> O sistema financeiro brasileiro é marcado pela presença de mecanismos de direcionamento do crédito, organizados em dois formatos: fundos de poupança compulsória e exigibilidades sobre depósitos. O financiamento imobiliário conta com ambos: instrumentos de direcionamento a partir de fundos de poupança compulsória, notadamente o FGTS, e exigibilidades, com o direcionamento de recursos captados por meio de cadernetas de poupança para o financiamento imobiliário. Tais mecanismos e instrumentos serão tratados ao longo do presente trabalho.

ano. A intensidade desse fenômeno requer uma análise mais detida, para a qual é necessária uma apresentação, mesmo que breve, da institucionalidade peculiar do mercado de crédito imobiliário no Brasil, com atenção para as mudanças recentes.

**Tabela 1**

Carteira de Crédito Total e Carteira de Crédito Imobiliário com Recursos Direcionados: volumes<sup>1</sup> (R\$ bilhões correntes) e taxas de crescimento (%)

	Total (\$)	Imobiliário para Pessoa Física (\$)	Imobiliário (\$)	Participação do Imobiliário para PF no Imobiliário (%)	Crédito total (Variação anual - %)	Imobiliário para Pessoa Física (Variação anual - %)
dez/07	943,9	43,5	48,9	89,0%		
dez/08	1.234,0	59,7	68,8	86,7%	30,7%	37,1%
dez/10	1.712,7	131,3	153,7	85,4%	20,6%	55,8%
dez/12	2.368,3	255,4	298,3	85,6%	16,4%	34,8%
dez/14	3.017,5	431,6	497,8	86,7%	11,3%	28,0%
ago/15	3.132,4	482,0	552,8	87,2%	9,6%	20,8%

Fonte: BCB, séries temporais.

1. Dados disponíveis somente a partir de março de 2007.

## 2.1 Institucionalidade do Mercado de Financiamento Imobiliário

Inicialmente, deve ser feita uma qualificação metodológica – a diferenciação entre crédito imobiliário e habitacional. O primeiro considera todas as operações com bens imóveis, destinados à moradia ou não, enquanto o segundo refere-se unicamente à moradia (Mora, 2011). Ao longo do artigo, esta conceituação vem sendo utilizada, respeitando-se os termos apresentados pelos dados do Banco Central<sup>4</sup> e assumindo-se que o crédito imobiliário para pessoas físicas pode ser entendido como crédito para a habitação.<sup>5</sup>

A estrutura do financiamento imobiliário no Brasil organiza-se a partir de dois grandes marcos regulatórios: o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), instituído em 1964, e o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), criado em 1997. O SFH, constituído com o intuito de promover o financiamento habitacional, ampara-se no sistema brasileiro de poupança e empréstimo (SBPE) e nos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). As operações estabelecidas no âmbito deste sistema seguem regras claras, tais como limites máximos do valor do imóvel e percentual a ser financiado, assim como de taxas de juros. Desta forma, dentre suas características centrais encontram-se mecanismos de precificação e de direcionamento. Desde sua criação, introduziu-se a correção monetária de contratos, com o intuito de garantir a vigência de prazos longos, compatíveis com o financiamento imobiliário. A correção, agregada aos limites de taxas de juros, implicou a harmonização da remuneração dos mecanismos de *funding* – caderneta de poupança e FGTS – e dos

<sup>4</sup> As informações acerca dos financiamentos imobiliário e habitacional publicadas pelo BCB referem-se aos realizados com recursos direcionados, com taxas reguladas e taxas livres.

<sup>5</sup> No que concerne aos dados acerca de financiamentos à “habitação”, Lundberg (2011) destaca que são operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais, não contemplando as operações habitacionais realizadas por pessoas jurídicas, que constam como créditos à “indústria” (setor privado) (Lundberg, 2011).

mecanismos de aplicação dos recursos do sistema – empréstimos imobiliários, sobretudo habitacionais. Assim, em princípio, as operações neste sistema são realizadas a taxas reguladas.

O direcionamento, por sua vez, estabelece uma relação direta entre os recursos captados por meio de caderneta de poupança e o crédito imobiliário, assim como de recursos do FGTS para o financiamento habitacional e da infraestrutura urbana. Dentro das regras vigentes na presente década (Resolução n. 3.932/2010), do saldo da caderneta de poupança do SBPE, 65% devem ser direcionados ao financiamento imobiliário, dos quais 80% devem ser utilizados como *funding* das operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH e 20% podem ser utilizados em operações imobiliárias a taxas de mercado, com a restrição de que ao menos 50% destas operações sejam necessariamente direcionadas à habitação (BCB; Cagnin, 2012). Com todas as peculiaridades e fragilidades experimentadas ao longo de sua história, ainda é no âmbito deste sistema que hoje ocorre parte importante do financiamento habitacional no Brasil.<sup>6</sup>

Criado no final dos anos de 1990, o SFI tinha como intuito estabelecer um modelo de financiamento imobiliário alternativo ao SFH, pautado no entendimento de que aquele se mostrava não somente insuficiente, como esgotado (Cagnin, 2012; Costa, 2008). A proposta era organizar um sistema de financiamento de mercado, marcado por contratos mais flexíveis, livremente precificados e pactuados entre os agentes envolvidos. Inspirado no modelo adotado por diferentes países, como EUA e Chile, propunha a criação de instrumentos de dívida securitizada para viabilizar os necessários recursos de longo prazo, aproximando os mecanismos de financiamento habitacional do mercado de capitais. Além disto, este novo marco legal trouxe em seu bojo uma mudança institucional que viria a ter papel relevante na posterior retomada de financiamentos imobiliários: a alienação fiduciária. A possibilidade de manutenção da propriedade do bem financiado e, assim, a facilitação da realização do colateral, passou a garantir uma maior segurança jurídica às instituições financeiras, especialmente quando comparada à garantia hipotecária. Ademais, ao propiciar a separação de ativos que funcionam como lastro de operações de instrumentos securitizados – como os certificados de recebíveis imobiliários (CRIs) – do patrimônio de seus emissores, aumentou a segurança dos compradores destes instrumentos.

Em 2001, novas modificações foram publicadas no mesmo sentido, isto é, de estimular o financiamento imobiliário dentro do novo marco legal estabelecido. Neste segundo momento, as mudanças foram na mesma direção: maior segurança jurídica dos contratos, na figura do patrimônio de afetação, e instituição de mais instrumentos securitizados. O patrimônio de afetação possibilitou a separação dos recursos captados para o financiamento de um determinado projeto imobiliário do

---

<sup>6</sup> Entre os problemas do sistema, Lundberg (2011) destaca que, na década de 1980, com a aceleração inflacionária, o sistema passou a mostrar sinais de esgotamento em razão de problemas no FCVS – fundo que garantia os desequilíbrios financeiros que decorriam da diferença entre os índices da correção dos salários e dos saldos devedores dos créditos habitacionais. Isto porque os créditos deste fundo passaram a se acumular no ativo das instituições como créditos habitacionais não amortizados, limitando a realização de novas operações.

patrimônio da incorporadora por ele responsável, reforçando assim a segurança deste tipo de contrato. Novos instrumentos foram estabelecidos – letras e cédulas de crédito imobiliário (LCI e CCI) – alargando o leque de ferramentas por meio das quais as instituições financeiras atuantes no mercado imobiliário poderiam captar recursos, respaldados em operações de crédito imobiliário.<sup>7</sup>

Desta forma, no início dos anos 2000, o sistema de financiamento imobiliário brasileiro contava com dois marcos legais: um herdado da década de 1960, marcado pela presença importante de direcionamento e controle de taxas de juros; outro dos anos 1990, menos restrito e amparado em instrumentos de mercado de capitais, fruto das transformações mais amplas vivenciadas pela economia brasileira no período.

Nos primeiros anos da década de 2000, o sistema de financiamento imobiliário assim estruturado foi consolidado e passou por alterações que implicaram mudanças institucionais – de níveis distintos – que aliadas ao ambiente macroeconômico e a decisões de políticas públicas explicam o elevado crescimento do financiamento habitacional a partir de 2005. A promulgação da Lei 10.931, de 2004, teve um papel central: consolidou os instrumentos securitizados criados em 2001 – LCIs e CCIs – e possibilitou que créditos concedidos também no âmbito do SFH fossem securitizados, ampliando desta forma o espaço de captação no âmbito deste sistema, além de ter promovido a desoneração tributária destes títulos. Ademais, permitiu que o uso da alienação fiduciária pudesse também permear os contratos estabelecidos dentro do SFH (Martins et al, 2000). Esta mudança na segurança jurídica dos contratos assumiu papel muito relevante.<sup>8</sup> Desta forma, mecanismos do SFI foram incorporados ao SFH, implicando uma interligação entre eles – o que parecia, em princípio, um avanço, tendo em vista a argumentação recorrente de inoperância do SFH. Cabe lembrar, contudo, que a despeito de características menos restritivas e mais próximas de práticas de mercado, o Sistema Imobiliário não teve o desempenho esperado, seja no tocante ao volume de financiamentos ou de emissão dos certificados (CRIs).

Outras mudanças importantes ocorridas na institucionalidade afetaram heranças do passado e/ou alteraram possibilidades futuras. Entre essas destacam-se o tratamento do FCVS, a adequação às regras de Basileia II e as mudanças no FGTS. Martins et al (2011) afirma que sem a resolução dos esqueletos do FCVS, a retomada das operações de financiamento imobiliário não ocorreria. Neste sentido, teriam sido essenciais as resoluções do CMN que restringiram, no tempo, a utilização dos créditos do FCVS novados para o cumprimento das exigibilidades de financiamento habitacional. Apesar de pouco discutida pela literatura que trata do movimento recente do crédito imobiliário, a introdução das regras de Basileia II possibilitou, dentro do modelo padronizado, a diminuição do nível de capital exigido para financiamento imobiliário – de 50% para 35%. De natureza muito distinta, mas

---

<sup>7</sup> Estas mudanças, apresentadas por medida provisória em 2001, foram incorporadas pela referida Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004.

<sup>8</sup> No segundo semestre de 2013, perto de 95% das operações de financiamento imobiliário contavam com alienação fiduciária como garantia (BCB, 2013).

fulcral para se entender o movimento recente do crédito habitacional, sobretudo por meio da política habitacional e no período após crise, a criação do Sistema e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS e FNHIS) possibilitou a retomada das operações de financiamento da população de baixa renda.<sup>9</sup> Entre os mecanismos centrais de *funding* para estas operações estão recursos orçamentários e fundos, como FAT, FGTS e outros. O FGTS passou a prever, em suas peças orçamentárias, não somente recursos para o financiamento desta categoria, como também a concessão de descontos para tais operações.

## **2.2 Financiamento Imobiliário: Ciclo Recente**

As mudanças na institucionalidade, delineadas acima, juntamente com o contexto macroeconômico e as decisões dos *policy makers* acerca da implementação de políticas anticíclicas e de crescimento do emprego e da renda, estão no bojo das explicações do intenso movimento de crescimento imobiliário a partir de 2005, descrito a seguir.

Após décadas de estagnação do crédito habitacional no Brasil, os financiamentos imobiliários para pessoas físicas voltaram a apresentar crescimento contínuo, e muitas vezes intenso, a partir de meados de 2005 – um quadro que parece ter se revertido somente em 2015. Dentro do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que concentra se não a totalidade, pelo menos parcela fundamental do financiamento de imóveis no Brasil, entre dezembro de 2004 e dezembro de 2014 o estoque de financiamento habitacional saltou de R\$ 29,3 para R\$ 412 bilhões, enquanto o financiamento imobiliário a taxas de mercado foi de R\$ 13,1 para R\$ 119,8 bilhões, representando aumentos nominais de 1.305% e 813%, respectivamente. Apesar de relevantes, os efeitos da crise financeira internacional sobre o mercado de crédito brasileiro não abortaram tal movimento, mas afetaram seus determinantes, sobretudo a partir da atuação dos bancos públicos. A observação mais próxima das informações de fontes e usos do SBPE possibilita melhor qualificação desse movimento, contribuindo para a construção de hipóteses acerca de seus motores e de uma proposta de periodização (Tabelas 2).

Uma primeira etapa teria se iniciado em 2005 com o crescimento das operações de financiamento habitacional e imobiliário, marcada pela importante participação dos bancos privados, que emprestavam em ritmo mais intenso que os públicos, sobretudo nos anos de 2006, 2007 e 2008.<sup>10</sup> Este comportamento dos bancos certamente refletiu as alterações na estrutura institucional, sobretudo referentes à segurança jurídica dos contratos, e no ambiente macro, assim como as mudanças nas exigibilidades.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Que concentra a maior parcela do déficit habitacional. Segundo a Fundação João Pinheiro, em 2007, 90% do déficit verificava-se entre as famílias com renda de até 3 salários mínimos.

<sup>10</sup> O crescimento dos financiamentos nos anos de 2003 e 2004 não foi irrelevante. Deve-se lembrar, no entanto, que o volume de financiamento habitacional havia caído de forma importante em 2001, tanto nos bancos públicos - fruto da transferência de ativos da Caixa para a EMGEA – e, ainda mais intensamente, nos privados. Só no início de 2005 voltou, em termos nominais, para o patamar de 2001.

<sup>11</sup> Ademais, no que concerne ao volume de recursos, é importante notar o crescimento mais intenso dos depósitos de poupança em 2007.

A situação se alterou de forma importante em 2009, inaugurando uma segunda fase que se estendeu até o final de 2014, na qual o ritmo de expansão dos financiamentos habitacionais foi mais intenso que o do crédito total da economia, e passou a ser ditado pelos bancos públicos (Tabela 1). Essas instituições tiveram uma atuação anticíclica e, quando do aumento da incerteza e da preferência pela liquidez nos últimos meses de 2008 e 2009, posicionaram-se diante da forte diminuição da concessão de crédito pelos bancos privados. Em um segundo momento, tendo como pano de fundo as mudanças institucionais e o contexto macroeconômico de elevação do emprego, uma atuação mais incisiva dos bancos públicos na criação de emprego e renda ganhou força. Isso se deu de forma especial, mas não unicamente, por meio de programas específicos do governo federal para o setor de habitação, como o Minha Casa Minha Vida, cuja primeira etapa foi lançada em abril de 2009.

O crescimento das operações de crédito habitacional das instituições públicas se deu de forma mais célere, relativamente ao das privadas: se em 2009 o volume de crédito habitacional dos dois grupos era similar, ao final do período em tela as instituições públicas tinham um volume 3,4 vezes superior. O mesmo não se observou nas operações de financiamento imobiliário a taxas de mercado, consideradas menos restritivas no que se refere aos juros e aos volumes financiados. Neste segmento, a atuação mais relevante dos privados se intensificou, passando a quase dois terços do total das operações em dezembro de 2014. Neste mesmo momento, e no mesmo sentido, é interessante notar o volume de crédito imobiliário dos privados era de pouco mais de 80% do volume do crédito habitacional, o que certamente reflete estratégias adotadas por tais instituições. Ainda com relação aos usos, a possibilidade – restrita em volume, mas perpetuada para o período – de manter parte das exigibilidades em títulos imobiliários, certificados ou letras, não apresentou importância sistêmica. Tampouco pode-se detectar um movimento claro nesse sentido, com a possível exceção das letras, que tiveram participação crescente nas carteiras dos bancos privados.

No que concerne às fontes, o comportamento das instituições públicas e privadas foi também bastante diverso. As públicas, sobretudo – e certamente em função do descompasso entre os ritmos de captação de depósitos de poupança e de realização de operações de crédito habitacional – alargaram e diversificaram os mecanismos de *funding*.<sup>12</sup> Destaque deve ser dado ao elevado crescimento dos repasses e refinanciamentos, que representavam quase 30% do total das fontes no final do período, refletindo a importância dos programas governamentais de financiamento habitacional. Ademais, também fizeram, sobretudo nos últimos anos, um grande esforço de captação por meio da emissão de instrumentos securitizados.

As instituições privadas, por sua vez, acentuaram a importância relativa dos depósitos de poupança enquanto principal instrumento de *funding*: estes passaram de 36,6% em 2009, para 82,58% em 2014.

---

<sup>12</sup> Esta restrição foi apontada por Cagnin (2012), que destacou os limites do SFH explicitados pelo comportamento do financiamento habitacional entre 2005 e 2011, uma vez que o ritmo de expansão do saldo da caderneta de poupança se mostrava inferior ao crescimento do financiamento habitacional desde meados de 2005.

É possível, neste caso, que os mecanismos de direcionamento tenham ocupado papel central na determinação das operações de crédito habitacional. Importante destacar, também, a intensificação da emissão de títulos securitizados por tais instituições.

O vigoroso crescimento das operações de crédito habitacional a taxas de mercado teve seu ápice em 2011 (2010 para o imobiliário), observando-se desde então uma desaceleração, em que pese o ritmo ainda elevado. E a despeito da atuação das instituições privadas – em especial na faixa menos regulada, atuação motivada por questões concorrenciais em segmentos específicos, pelas estratégias de composição de carteira e, sobretudo, pelas exigibilidades – a dinâmica do mercado de crédito imobiliário no período em tela explica-se pelo comportamento das públicas.

Por fim, cabem alguns comentários acerca da estrutura regulatória e seus impactos sobre esse movimento. De um lado, deve-se apontar que de alguma forma ela contribuiu para essa expansão, uma vez que os financiamentos habitacionais e imobiliários foram poupados das restrições ao crédito para pessoas físicas. De outro lado, o forte crescimento suscitou um acompanhamento mais próximo por parte do Banco Central, levando à maior abertura das informações acerca do valor das dívidas e de seus colaterais, e ao estabelecimento, entre outros, de limites máximos para o Loan-to-Value (LTV) nas operações dos SFH.

Uma terceira etapa, de reversão do crescimento das operações de crédito imobiliário, teria se iniciado em 2015, influenciada pelo agravamento de condições já observadas no final de 2014: forte deterioração do ambiente macroeconômico, com o desaquecimento da já combalida economia, piora expressiva das condições do mercado de trabalho e redução da confiança de famílias e empresas. Este movimento foi marcado não só pelas elevadas taxas de juros, com uma contração da política monetária, mas também por uma política fiscal mais rigorosa. Neste contexto, observou-se um arrefecimento na demanda por crédito e uma postura mais conservadora na decisão de emprestar, sobretudo por parte dos bancos privados, o que levou a uma diminuição do ritmo de crescimento do crédito em geral (REF, 2015b).

É dentro desse quadro que se insere o movimento recente de queda do ritmo de variação do saldo dos financiamentos habitacional e imobiliário, no âmbito do SBPE, e redução nas concessões de crédito imobiliário para pessoas jurídicas e físicas, com destaque para as primeiras. Para sua compreensão é importante notar que neste período, a Caixa, banco público com a maior participação no referido segmento, alterou as regras de concessão, promovendo elevação das taxas de juros cobradas e diminuição do valor de cada imóvel a ser financiado. Tal queda suscitou a publicação pelo Banco Central (BCB), a partir de diretrizes colocadas pelo Conselho Monetário (CMN), de um conjunto de medidas de estímulo ao segmento de crédito imobiliário, com mudanças nas regras de direcionamento e de compensação das exigibilidades.

#### **Tabela 1**

##### **Direcionamento de Recursos no SBPE**

Saldos de Fontes e Aplicações (R\$ bilhões correntes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>4</sup>
<b>Usos</b>															
Financ. Habitacion.	30,0	20,0	24,0	29,3	36,7	45,0	56,0	76,0	100,5	136,0	188,0	243,8	314,0	412,0	440,5
Privadas	15,5	9,2	11,2	13,9	17,4	22,3	30,1	41,6	50,4	62,5	67,4	71,8	81,7	93,1	94,1
Públicas	15,3	11,6	13,7	15,4	19,2	23,0	26,7	34,9	50,1	74,2	121,1	172,0	233,3	319,4	346,5
Financ. Imobiliário <sup>1</sup>	0,3	12,0	12,0	13,1	14,7	16,3	17,2	22,0	30,0	43,0	57,0	74,0	96,0	119,8	126,7
Privadas	0,3	5,9	6,9	7,4	8,5	10,5	11,7	15,0	19,0	25,5	37,2	49,9	59,3	75,9	81,6
Públicas	0,0	6,2	6,0	5,7	6,2	5,9	5,5	7,1	12,0	17,7	20,3	24,7	37,1	43,9	45,1
FCVS	43,0	28,0	31,0	33,0	34,0	37,0	38,0	39,0	38,0	31,0	29,0	29,0	31,0	35,0	36,6
CRI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	4,6	5,0	3,0	2,3
Letras imobiliárias	2,0	0,6	0,8	0,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	0,7	2,7	4,9	4,0
Fundos e Outros	5,0	5,0	2,0	2,0	3,0	9,0	16,5	27,0	35,7	48,0	56,0	58,0	66,0	70,0	75,8
Compulsório	14,0	22,4	23,0	25,1	26,7	29,2	36,3	42,9	50,4	59,7	65,7	77,4	93,0	104,2	102,0
Total Usos	97,0	90,0	94,0	104,0	117,2	137,0	166,0	208,5	256,0	319,0	401,0	494,0	610,0	751,0	788,4
Privadas	45,3	32,8	33,9	38,8	45,1	55,0	70,6	93,0	111,9	140,2	165,6	187,9	224,2	270,4	279,6
Públicas	52,2	57,6	60,7	65,2	72,1	82,8	95,5	115,5	144,7	179,6	236,1	300,6	386,2	480,8	508,8
<b>Fontes</b>															
Recursos Poupança	97,1	112,0	115,0	126,9	135,5	150,0	188,6	215,4	253,0	299,0	330,6	391,0	466,0	522,0	507,6
Privadas	52,8	59,8	60,0	65,1	67,5	74,7	93,9	102,3	123,1	147,7	156,3	186,7	228,7	255,4	248,3
Públicas	44,4	52,6	55,3	61,8	68,1	76,1	94,7	113,1	130,5	152,2	174,3	201,9	238,1	266,9	259,3
Repasse <sup>2</sup>	1,5	4,0	7,0	9,0	12,1	15,7	18,0	24,0	33,0	48,0	71,0	95,0	123,0	139,9	150,9
Privadas	0,0	0,5	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Públicas	1,4	4,0	6,5	8,9	12,1	15,7	18,7	24,5	33,5	48,5	71,9	94,4	123,0	139,9	150,9
Letras imobiliárias <sup>3</sup>	12,7	10,6	13,5	12,9	11,4	9,9	9,0	10,0	16,0	29,0	46,0	59,0	88,0	137,1	173,5
Privadas	2,3	1,3	2,3	0,9	1,2	2,9	2,8	9,0	13,5	19,9	30,3	32,6	35,1	48,4	52,0
Públicas	10,4	9,3	11,1	11,9	10,2	7,0	6,5	1,6	2,5	9,6	16,0	28,1	53,4	88,7	121,4
Total Fontes	111,3	149,0	135,7	149,0	159,0	176,0	216,0	250,0	303,0	377,0	448,0	546,0	678,0	799,0	832,0
Privadas	55,1	61,6	62,8	66,4	68,7	77,5	96,7	111,3	136,5	167,6	186,6	219,3	263,9	303,7	300,3
Públicas	56,2	65,9	72,9	82,6	90,3	98,7	119,8	139,2	166,6	210,3	262,1	324,5	414,5	495,5	531,7

Fonte: BCB.

## Tabela 2

### Financiamento imobiliário a pessoas jurídicas e físicas

Concessões semestrais ( taxa de variação com relação ao mesmo semestre do ano anterior)

	Taxas de mercado PJ	Taxas reguladas PJ	Total PJ	Taxas de mercado PF	Taxas reguladas PF	Total PF
1s2012	130,6%	59,0%	69,7%	42,4%	72,9%	69,0%
2s2012	57,9%	10,8%	20,2%	35,8%	21,1%	22,9%
1s2013	27,9%	-4,3%	2,3%	93,4%	33,9%	40,3%
2s2013	37,2%	8,9%	16,3%	34,3%	23,1%	24,6%
1s2014	215,5%	-7,0%	49,6%	-25,6%	9,5%	4,4%
2s2014	56,0%	-9,7%	10,6%	-5,2%	10,8%	8,5%
1s2015	<b>-35,6%</b>	<b>-22,7%</b>	<b>-29,6%</b>	<b>29,7%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-3,2%</b>

Fonte: BCB, Séries temporais.

### 2.3 Financiamento Imobiliário: houve geração de fragilidade financeira Minskyana?

A avaliação dos possíveis efeitos desse processo de crescimento do crédito habitacional sobre a higidez do sistema bancário demanda algumas considerações. Um primeiro conjunto de considerações diz respeito à natureza das operações e ao embasamento das relações de dívida. Tratam-se, basicamente, de compromissos financeiros assumidos por famílias, compromissos estes a serem enfrentados pela renda obtida por meio de relações de trabalho, o que significa que os fluxos de renda estão fortemente amparados no nível de emprego e de atividade da economia.



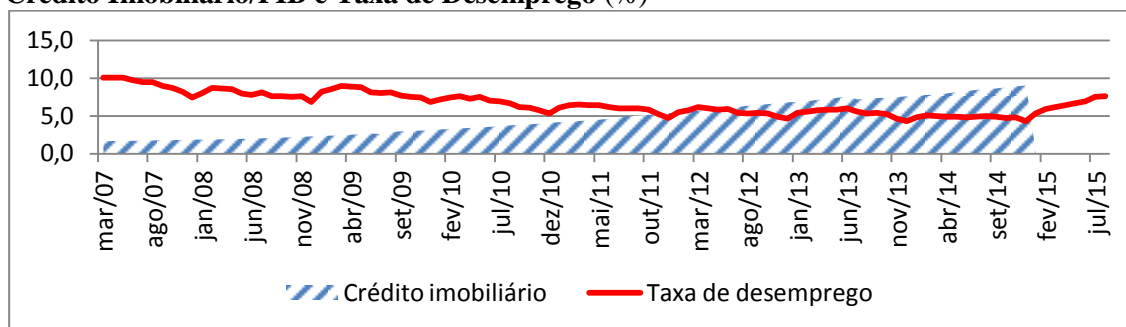
Uma qualificação importante deve ser feita aqui: a avaliação da capacidade de enfrentamento dos compromissos financeiros que emanam da dívida a ser estabelecida – e, portanto, a decisão dos bancos de concederem financiamento habitacional – é embasada no fluxo de renda esperado dos tomadores, ao longo da vigência do contrato de dívida. Entende-se que o papel dos colaterais – no caso em questão, o próprio bem financiado – é mais o de proporcionar segurança contratual para o enfrentamento de situações adversas.

Assim, na estrutura analítica proposta por Minsky, e discutida anteriormente nesse trabalho, em que há três níveis de posturas financeiras que se constroem a partir da contratação das relações de endividamento, vigoraria neste mercado, quando do estabelecimento dos contratos de financiamento, a *hedge*. No entanto, não se pode deixar de notar que, mesmo sendo esta a situação quando do estabelecimento do contrato, a própria relação de endividamento torna os fluxos de renda e os compromissos financeiros mais sensíveis a flutuações em variáveis macroeconômicas.

Isso nos leva a um segundo conjunto de considerações, referentes à institucionalidade e ao ambiente macroeconômico no qual se deu o crescimento das operações de crédito habitacional no Brasil. No que concerne à sensibilidade dos balanços de tomadores e emprestadores a variações das taxas de juros, duas questões se colocam: custos de financiamento e efeitos macroeconômicos sobre a renda. Parte importante do crescimento do crédito se deu no âmbito do sistema brasileiro de poupança e empréstimo, que opera com taxas de juros reguladas. Isso, se não torna esse sub sistema indiferente a variações no nível geral da taxa de juros, certamente o deixa menos vulnerável. Por outro lado, o nível de emprego e renda da economia é sensível ao movimento da taxa básica de juros, a qual é determinada, dentro do atual arcabouço no qual a política monetária é desenhada, pela busca de estabilidade de preços. Desta forma, a sensibilidade à taxa de juros se expressa mais no âmbito do fluxo de renda esperado do que no dos compromissos financeiros.

No que tange ao ambiente macroeconômico no qual o forte crescimento do crédito habitacional se deu, esse foi marcado pela redução do desemprego. E alterações neste ambiente, sobretudo na trajetória do emprego, podem significar mudanças importantes na relação entre fluxos de entrada e saída dos tomadores e, por esta via, podem afetar os balanços bancos. No caso brasileiro, as mudanças no ambiente macroeconômico, que se explicitaram com força no início de 2015, podem apontar neste sentido. Adicionalmente, deve ser considerada a hipótese de que o ciclo de expansão da renda e do emprego, tenha afetado positivamente as avaliações feitas por emprestadores e tomadores acerca do fluxo esperado de renda (Gráfico 1). Quer do ponto de vista do credor, quer do ponto de vista do devedor, o compromisso foi gerado numa perspectiva *hedge*, mas essa avaliação foi contaminada pela expansão, que levou à superestimação da renda futura. A preocupação que se coloca aqui, enfim, refere-se à possibilidade de mudança no “padrão de qualidade” das dívidas, e não simplesmente em seu volume, sendo a qualidade aqui entendida a partir da relação entre os fluxos de renda esperados – no caso em tela, renda das famílias – e os compromissos financeiros assumidos a partir do estabelecimento da dívida.

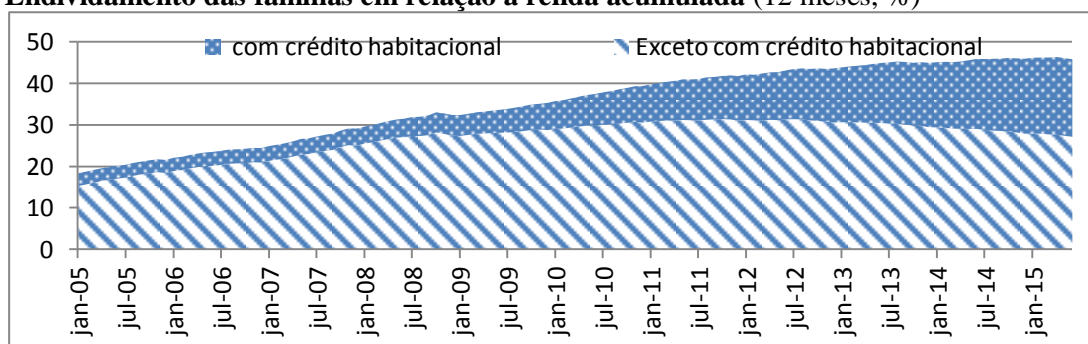
**Gráfico 1**  
**Crédito Imobiliário/PIB e Taxa de Desemprego (%)**



Fonte: BCB, séries temporais e IBGE apud Ipeadata.

A evolução dos níveis de endividamento e do comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida pode ajudar a elucidar o problema em questão<sup>13</sup>. Como não poderia deixar de ser, dado o forte crescimento do crédito, um aumento importante do endividamento se deu no período em análise (2005/2015)<sup>14</sup>, o qual se explicita na relação entre dívida e renda. Esta cresceu de 18 % no início de 2005, para 45,81% em meados de 2015, enquanto o endividamento habitacional das famílias saltou, no mesmo período, de 2,69% para 18,67%. Observa-se assim, com força e como esperado, um expressivo aumento da participação do habitacional no endividamento das famílias, que tem ditado o ritmo de crescimento do endividamento ao menos desde 2009.

**Gráfico 2**  
**Endividamento das famílias em relação à renda acumulada (12 meses, %)**



Fonte: BCB, Séries Temporais

No que concerne ao comprometimento da renda – que, dentro de nosso arcabouço de análise, ocupa papel destacado, uma vez que a renda dos tomadores é necessária para fazer frente aos compromissos de endividamento assumidos – o mesmo movimento se observa. Enquanto o serviço da dívida total elevou-se de 15,77% para 21,93% da renda das famílias, o comprometimento da renda com amortizações e juros da dívida habitacional subiu de 0,45% para 2,32% (Gráfico 3). Apesar do elevado crescimento, a participação do serviço da dívida habitacional no serviço total ainda é pequena. Isso certamente reflete o prazo relativamente mais longo desta modalidade de dívida – e, portanto, o

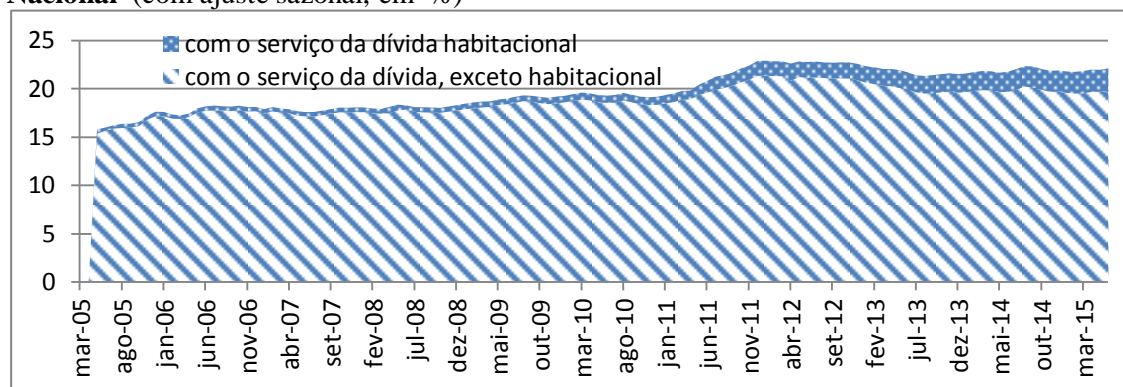
<sup>13</sup> Vale notar que os dados estão disponíveis até junho de 2015, compreendendo, nos últimos meses, um período marcado pela elevação do desemprego e queda da renda.

<sup>14</sup> A escolha do período se deu a partir da disponibilidade de dados. Apesar desta restrição, é bastante adequada para a análise do endividamento e do comprometimento da renda com serviço da dívida habitacional, dado o ciclo deste segmento do mercado de crédito.

tamanho das parcelas – e em menor grau, mas também de forma importante, as taxas de juros mais baixas do que em outras modalidades.

### Gráfico 3

#### Comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional (com ajuste sazonal, em %)



Fonte: BCB, séries temporais.

A comparação internacional da relação do endividamento com a renda das famílias possibilita uma melhor qualificação do caso brasileiro. Apesar de crescente, o endividamento das famílias brasileiras ainda é relativamente baixo. No entanto, salta aos olhos o comprometimento da renda das famílias brasileiras com o serviço da dívida, o que certamente resulta da maior participação do endividamento de curto prazo, mas, também, e de forma importante, do patamar de juros observado na economia brasileira (Tabela 3).

### Tabela 3

#### Nível de endividamento das famílias entre os países (2014<sup>1</sup>)

País	Dívida/ Renda (%)	Serviço da Dívida/Renda <sup>2</sup> (%)
Holanda	230,0	23,0
Noruega	266,0	19,0
Portugal	115,0	21,0
China	57,0	8,0
<b>Brasil</b>	<b>41,0</b>	<b>22,0</b>
Rússia	27,0	20,0
Estados Unidos	99,0	10,0
Alemanha	83,0	13,0

Fonte: McKinsey Global Institute, February 2015

<sup>1</sup> Junho de 2014 ou último dado disponível

<sup>2</sup> Definido como pagamentos de juros somados aos pagamentos do principal dividido pela renda doméstica disponível. Na Suécia é estimado usando-se a taxa de juros reportada e dados sobre a dívida.

### Considerações Finais

O início dos anos 2000 foi marcado por um intenso crescimento das operações no mercado de crédito no Brasil, que se estendeu até 2015. Dentro desse contexto destacou-se, sobretudo a partir de 2009, o excepcional crescimento do segmento imobiliário. Fortemente concentrado em operações com recursos direcionados e para pessoas físicas, sua expansão se deu em ritmo acelerado, ficando acima do patamar de 40% a.a. entre 2009 e 2011. Inserida no contexto mais amplo de expansão do mercado de crédito, a expansão do segmento imobiliário pode ser entendida a partir do contexto

macroeconômico, de alterações institucionais e de decisões dos *policy makers* acerca da implementação de políticas anticíclicas e de crescimento do emprego e da renda. Após décadas de estagnação, os financiamentos imobiliários para pessoas físicas voltaram a apresentar crescimento contínuo, e muitas vezes intenso, a partir de meados de 2005, movimento que parece ter se revertido somente em 2015. Nem mesmo os efeitos da crise financeira internacional sobre o mercado de crédito brasileiro abortaram essa expansão. Contudo, afetaram seus determinantes, sobretudo a partir da atuação dos bancos públicos.

Uma primeira etapa desse movimento teve início em 2005, marcada pela importante participação dos bancos privados, que emprestavam em ritmo mais intenso que os públicos, sobretudo nos anos de 2006, 2007 e 2008. Tal comportamento dos bancos privados certamente refletiu as alterações na estrutura institucional (sobretudo referentes à segurança jurídica dos contratos), no ambiente macro, assim como as mudanças nas exigibilidades.

Uma segunda etapa foi inaugurada em 2009, estendendo-se até o final de 2014. Neste período, caracterizado pela intensificação da concessão dos financiamentos, o ritmo passou a ser ditado pelos bancos públicos. Marcado, no primeiro momento, pela atuação anticíclica dessas instituições, em um segundo momento caracterizou-se por uma atuação mais incisiva na criação de emprego e renda. Nesse contexto destacam-se programas específicos do governo federal para o setor de habitação, como o Minha Casa Minha Vida.

A terceira etapa começou em 2015, com a reversão do crescimento das operações de crédito imobiliário, fortemente influenciada pelo agravamento de condições já observadas no final de 2014: forte deterioração do ambiente macroeconômico, desaquecimento da já combalida economia, piora expressiva das condições do mercado de trabalho, marcada pela elevação do desemprego e queda da renda, e redução da confiança de famílias e empresas. Esse movimento foi um resultado importante, mas não exclusivo, das mudanças na política macroeconômica, com as política fiscal e monetária mais rigorosas. Nesse contexto observou-se um arrefecimento na demanda por crédito e uma postura mais conservadora na decisão de emprestar.

A reversão do movimento de expansão, em 2015, poderia ser entendida como uma desaceleração natural, resultado do intenso crescimento anterior. No entanto, dado seu vigor e as intensas alterações no contexto macroeconômico, sobretudo no que concerne ao nível de emprego e renda, não pode ser dissociada das mudanças na gestão da política macro. Mas, quais seriam os possíveis efeitos dessa reversão, considerando-se o crescimento do endividamento dos agentes em tela – no caso, as famílias?

O que se observou nos primeiros meses da terceira etapa (2015), com relação não aos contratos novos, mas sim ao andamento dos já pactuados, é que o nível de inadimplência não cresceu de forma importante. Isso se explica, ao menos parcialmente, por um grande esforço implementado por algumas instituições no sentido de renegociar dívidas em atraso. Ademais, do ponto de vista das instituições, é

importante destacar o crescimento da cessão de crédito, por meio da qual parcelas das carteiras de crédito têm sido vendidas. Contudo, os níveis de pré-inadimplência deram sinais de elevação.

Nesse contexto, é preciso tecer algumas considerações sobre os possíveis efeitos do processo de crescimento do crédito habitacional sobre a higidez do sistema bancário. Em primeiro lugar, e no que tange à natureza das operações e ao embasamento das relações de dívida, deve ser observado que tratam-se, basicamente, de compromissos financeiros assumidos por famílias, compromissos que devem ser enfrentados pela renda obtida por meio de relações de trabalho, fortemente amparadas nos níveis de atividade e de emprego da economia. Uma qualificação importante deve ser feita aqui: a decisão dos bancos de concederem financiamento habitacional é embasada no fluxo de renda esperado dos tomadores ao longo da vigência do contrato de empréstimo. A avaliação dos colaterais – no caso em questão, o próprio bem financiado – é feita mais no sentido de proporcionar segurança contratual para o enfrentamento de situações adversas. A decisão de crédito é, podemos dizer, *income-based*, e não *asset-based*.

Assim, nos termos de Minsky, a postura predominante neste mercado, quando do estabelecimento dos contratos de financiamento, é a postura *hedge*. No entanto, não se pode deixar de notar, tal como foi discutido, que a própria relação de endividamento torna os fluxos de renda e os compromissos financeiros mais sensíveis a flutuações em variáveis macroeconômicas. Tendo em vista a natureza das relações de endividamento aqui discutidas, ganham importância as variações na renda, no emprego e nas taxas de juros.

Isso nos leva a um segundo conjunto de considerações, referentes à institucionalidade e ao ambiente macroeconômico no qual se deu o crescimento das operações de crédito habitacional no Brasil. No que concerne à sensibilidade dos balanços de tomadores e emprestadores a variações das taxas de juros, duas questões se colocam: custos de financiamento e efeitos macroeconômicos sobre a renda. Parte importante do crescimento do crédito se deu no âmbito do sistema brasileiro de poupança e empréstimo, que conta com um sistema regulado de taxa de juros. Isso, se não torna esse sub sistema indiferente a variações no nível geral da taxa de juros, certamente o deixa menos vulnerável quando comparado com outros segmentos do mercado de crédito. Por outro lado, o nível de emprego e renda da economia é sensível ao movimento da taxa básica de juros. De fato, o forte crescimento do crédito habitacional se deu em ambiente macroeconômico marcado pelo crescimento da renda e, sobretudo, do emprego. E alterações neste ambiente no que concerne não só às taxas de juros, mas também, e sobretudo, na trajetória do emprego e renda, podem significar mudanças importantes na capacidade das famílias de enfrentarem suas dívidas.

No caso brasileiro, as mudanças no ambiente macroeconômico, que se explicitaram com força no início de 2015, podem se colocar neste sentido, ao dificultarem a compatibilidade do ponto de vista de fluxo de caixa das famílias, de suas “entradas e saídas”. Isso mesmo considerando que o seu nível de endividamento, em termos internacionais, não é muito elevado. Ademais, há a hipótese de que o

ambiente de expansão tenha afetado positivamente as avaliações feitas por emprestadores e tomadores acerca do fluxo esperado de renda, gerando o que se poderia denominar de *falsos hedges*.

Outro elemento importante dentro do quadro, e que deve ser considerado, é o papel desempenhado pelos colaterais. No discutido movimento, a partir das mudanças institucionais que levaram à maior segurança contratual, as garantias ganharam novo e mais importante papel, mas sem sobrepujar a importância da renda como forma de enfrentar a dívida. Os colaterais, enfim, ganharam força diante da possibilidade de não pagamento, mas o sistema não se tornou *collateral based*.

Assim, algumas considerações finais podem ser tecidas acerca do recente movimento de crédito imobiliário no Brasil. Primeiro, a partir da estrutura analítica de Keynes e Minsky, o crédito ocupa papel central no processo de valorização da riqueza, sendo fundamental para a alavancagem de decisões de gasto, geradoras de crescimento, emprego e renda. Isto posto, acreditamos que o intenso crescimento do segmento em tela não caracteriza a geração de fragilidade financeira no sentido Minskyano estrito. Isto porque, na base do movimento estão posturas *hedge*, alicerçadas no fluxo de renda esperado das famílias. Isto não significa dizer que não houve ou não haverá geração de fragilidade, uma vez que o endividamento torna os agentes, tomadores e credores, mais sensíveis a mudanças exógenas, entre as quais as observadas no ambiente macroeconômico. No entanto, a geração de fragilidade não é inerente, ou endógena, como proposto na estrutura analítica de Minsky.

### **Bibliografia utilizada**

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Nota para a Imprensa de Política Monetária e Operações de Crédito Nova estrutura de dados de crédito – Nota Metodológica.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira, outubro de 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira, março de 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira, março de 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira, setembro de 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Relatório de Estabilidade Financeira, março de 2004.

BIANCARELLI, A. De Conti, B. Direcionamento do crédito no Brasil dos anos 2010: um exame dos fundos de poupança compulsória e das exigibilidades sobre depósitos. Projeto UNICAMP/Febraban, 2015.

CAGNIN, R. F. A evolução do financiamento habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o desempenho dos novos instrumentos financeiros. Boletim de economia da FUNDAP, n. 11, jan. 2012

CAIXA. Demonstrações Contábeis Consolidadas do Conglomerado Prudencial. Dezembro de 2014.

CHICK, Victoria. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e do juro. Ensaio FEE, Porto Alegre V.15, N.1. 1994.

COSTA, Ana Carla Abrão; LUNDBERG, Eduardo. Direcionamentos de Crédito no Brasil: Uma Avaliação das Aplicações Obrigatórias em Crédito Rural e Habitacional. Relatório de Economia Bancária e Crédito, Brasília, Banco Central do Brasil. Dezembro, 2004, pags 49-60.

CUTAIT, Beatriz. A reação Imobiliária. Valor Econômico. 23 julho, 2015.

- DEOS, Simone. A hipótese da instabilidade financeira de Minsky. Economia em Revista, 1998.
- \_\_\_\_\_. A Regulação do Sistema Financeiro Após a Crise. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha. (Org.). As Transformações no Sistema Financeiro Internacional. 1ed. Brasília: IPEA, 2012, v. 1, p. 371-409.
- ELOY, Claudia Magalhães. As perspectivas (sombrias) para o crédito habitacional. Valor Econômico. 24 agosto, 2015.
- FREITAS, Maria C. A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. Estudos Econômicos, São Paulo, V.30, N. 3, 2000.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. O Crédito Imobiliário no Brasil Caracterização e Desafios. FGV Projetos, 2007.
- JÚNIOR, Gilberto Boça. Deterioração do Mercado de trabalho e inadimplência. Valor Econômico. 03 agosto, 2015.
- KREGEL, Jan. Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility. Journal of Economic Issues, 1997, 31 (2), 543–548.
- \_\_\_\_\_. (2012). United States Financial Regulation: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Current and Historical Perspective. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha (Orgs.) As Transformações no Sistema Financeiro Internacional [The Transformations of the International Financial System]. Brasília, IPEA.
- LUNDBERG, W. L. Bancos oficiais e crédito direcionado: o que diferencia o mercado brasileiro? Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. (Texto para Discussão, n. 258).
- MANDL, Carolina; MARQUES, Felipe. Bancos devem sentir piora na inadimplência. Valor Econômico. 28 julho, 2015.
- MARQUES, Felipe. Banco se antecipa à inadimplência e renegocia dívidas. Valor Econômico. 30 março, 2015.
- \_\_\_\_\_. Caixa volta a vender créditos “podres”. Valor Econômico. 30 junho, 2015.
- \_\_\_\_\_. Renegociação de crédito vencido sobe quase 30% em 2015. Valor Econômico. 01 setembro, 2015.
- \_\_\_\_\_. Crédito Imobiliário tem o pior desempenho em mais de 3 anos. Valor Econômico. 26 outubro, 2015.
- MARTINS, Bruno S.; LUNDBERG, W. L ; TAKEDA, T. Crédito Habitacional no Brasil: aperfeiçoamentos institucionais e avaliação da evolução recente. Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária, 2008.
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Regulação Bancária e Arranjo Institucional Pós-Crise: Atuação do Conselho de Estabilidade Financeira e Basileia III. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; GOMES, Keiti da Rocha. (Org.). As Transformações no Sistema Financeiro Internacional. 1ed. Brasília: IPEA, 2012, v. 2, p. 441-478.
- MENDONÇA, M. J. C. O Crédito Imobiliário no Brasil e sua Relação com a Política Monetária. RBE. Rio de Janeiro, v. 67 n. 4 / p. 457–495, (Out-Dez 2013).
- MINSKY, Hyman. John Maynard Keynes. 1 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1975.
- \_\_\_\_\_. Stabilizing an Unstable Economy. 1 ed. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

MORA, M. A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. IPEA, Rio de Janeiro, janeiro, 2015  
2

OLIVEIRA, Giuliano. Financiamento de Longo Prazo no Brasil no Período Recente. Projeto UNICAMP/Febraban, 2015.

RIBEIRO, Alex; RODRIGUES, Azelma. BC incentiva crédito de varejo e imobiliário com menor exigência de capital próprio dos bancos. Valor Econômico e Valor Online. Brasília. 22 maio, 2006.

SIMÃO, Edna. Caixa Converterá Dívida do FGTS. Valor Econômico. 05 junho, 2014.

SOARES, Elisa; PINHEIRO, Vinícius. Banco Público regula setor concentrado, diz Caixa. Valor Econômico. 29 julho, 2015

TORRES, Fernando. Caixa é “vítima” de aportes. Valor Investe. Seção: Bancos Oficiais, Crédito, Governo, Política Fiscal. 04 janeiro, 2013.

TYMOIGNE, Eric. Measuring macroprudential risk through financial fragility. Journal of Post Keynesian Economics, v.36, n.4, 2014.

\_\_\_\_\_. WRAY, L. Randall. The Rise and Fall of Money Manager Capitalism. 1 ed. London and New York: Routledge, 2014.