



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Rafael dos Santos Zornoff

**SISTEMAS DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO:
COMPARAÇÃO ENTRE BRASIL E EUA**

Campinas
2012

Rafael dos Santos Zornoff

**SISTEMAS DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO:
COMPARAÇÃO ENTRE BRASIL E EUA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. André Martins Biancareli.

**Campinas
2012**

Campinas
2012

ZORNOFF, Rafael dos Santos. **Sistemas de financiamento imobiliário:** Comparação entre Brasil e EUA. 2012. 48 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

Com o aumento dos preços dos imóveis brasileiros, incentivo para a construção civil mediante nova legislação e concessão de crédito, o tema do financiamento imobiliário e seus impactos voltam a chamar atenção. O objetivo deste trabalho é descrever os acontecimentos históricos que deram base tanto para o aumento da concessão de crédito de imóveis no Brasil quanto nos EUA. Após descrever estes acontecimentos e suas conseqüências para as economias em questão, serão analisados os dois sistemas e, levando em conta as suas conseqüências para as respectivas economias, argumentado que o Brasil não deve adotar um sistema de financiamento imobiliário nos moldes norte-americano.

Palavras-chaves: Estados Unidos, Brasil, mercado imobiliário, crédito imobiliário, financiamento, inovações financeiras.

ABSTRACT

Due the increase of property prices in Brazil, incentives for the industry through new legislation and granting of credit, the subject of real estate financing and their impact comes up again. The aim of this paper is to describe the historical events which provided the basis for the increase in lending for real estate in Brazil and the U.S.. After describing these events and their consequences for the involved economies, the two systems will be analyzed and, taking into account the consequences for their economies, argued that Brazil should not adopt a system of housing finance equal to the American.

Key words: United States, Brazil, housing financial system, mortgage, financing, financial innovation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema Estilizado de Securitização de Créditos Subprime	10
Figura 2 – Esquema de Funcionamento do Sistema de Financiamento Residencial dos EUA	11
Figura 3 – Esquema de garantias públicas (FHA/VA e Ginnie Mae)	12
Figura 4 – Estrutura básica de uma operação de securitização imobiliária	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estimativa dos Recursos Financiados pelo SFH por Faixa de Renda	28
Tabela 2 – Características dos novos instrumentos de concessão de crédito imobiliário	32
Tabela 3 – Características das instituições financeiras	33

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Emissões de MBS pelas Agências e por Instituições Privadas – 1985 a 2005	13
Gráfico 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008	14
Gráfico 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001 2006)	16
Gráfico 4 - Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securitizadas (2001–2006)	17
Gráfico 5 - Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008)	19
Gráfico 6 - Variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento Subprime 1998–2008	20
Gráfico 7 - Termos médios dos contratos de hipoteca	21
Gráfico 8 – Investimento Residencial: novas residências e melhorias – 1990 a 2005	22
Gráfico 9 – Valores contratados pelo SBPE-FGTS (2002-2008)	38
Gráfico 10 - Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos via SBPE	39
Gráfico 11 - Variação Anual do Estoque de LCI e LH	40
Gráfico 12 – Histórico do Montante de Emissões de CRI	40

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1 – Descrição do sistema de financiamento imobiliário norte-americano.....	3
1.1 – Introdução	3
1.2 – Surgimento do sistema de financiamento imobiliário	3
1.3 – A securitização	9
1.4 – O crédito e o mercado imobiliário americano até 2007	13
1.5 – Vantagens e desvantagens da securitização reveladas pela crise	21
CAPÍTULO 2 – Sistema brasileiro do financiamento imobiliário	24
2.1 – Introdução	24
2.2 – Criação, histórico e funcionamento do SFH	24
2.3 – Criação, histórico e funcionamento do SFI	30
2.4 – Conjuntura do sistema de financiamento de imóveis	37
2.5 – Razões para o Brasil não adotar o sistema americano de financiamento imobiliário ...	43
CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS	47

INTRODUÇÃO

Após a eclosão da crise financeira mundial de 2008 e aliado ao aumento dos preços dos imóveis no Brasil, a sustentabilidade dos preços dos imóveis nacionais é questionada. Para tanto, cabe primeiramente uma análise histórica do desenvolvimento do crédito imobiliário em cada país e, para que esta análise não sofra distorções causadas pela crise financeira internacional, ela se dará apenas até o ano de 2007. A crise, por sua vez, será levada em consideração para que se faça uma análise das conseqüências do sistema de financiamento de cada país. Esta análise, por sua vez, está dividida em dois capítulos.

No primeiro capítulo é estudada a história do sistema de financiamento imobiliário norte-americano, desde os anos de 1930 até 2007. Durante estes, anos os alicerces do sistema de financiamento imobiliário foram criados. Segundo Cagnin (2007, p. 27) “A busca por fortalecer o sistema de financiamento residencial nos EUA levou à progressiva aproximação com o mercado de capitais.”. Neste sentido, o Capítulo 1 levanta as principais questões que causaram esta aproximação, como ela foi realizada e a sua evolução histórica. Segundo levantamentos realizados baseados em Borça & Torres (2008), Cagnin (2007) e em Colton (2002), a principal ferramenta que deu subsídio ao crescimento do sistema de financiamento norte-americano foi a securitização. Segundo estes autores, a interação entre o mercado financeiro e o de ativos imobiliário possibilitou um extremo crescimento deste setor no país. Historicamente foi possível observar pelo estudo realizado no primeiro capítulo que o setor imobiliário serviu como forma de reativação da economia após crises (como foi o caso da de 1929 e de 2001).

Ligando o mercado imobiliário ao mercado financeiro, criaram-se mecanismo de transformação de ativos ilíquidos, ou seja, retidos nos balanços dos bancos, em ativos líquidos, passíveis de serem negociados nos mercados financeiros. Estes ativos eram vendidos como ativos extremamente seguros e, em sua maioria, vendia-se a idéia de que estavam segurados pelo governo norte-americano. Como conseqüência, a procura por estes ativos aumentou substancialmente durante os anos (sobretudo em razão dos investidores institucionais que buscavam ativos de baixo risco).

Apesar de diminuir os custos do financiamento de imóveis e aumentar o volume de recursos disponíveis para o crédito imobiliário, a ligação entre o setor imobiliário e o setor

financeiro teve graves conseqüências tanto para os EUA quanto para o mundo. O benefício da disponibilidade e custo de crédito deve ter grande peso na decisão da modificação de sistemas de financiamento imobiliário. Estes ônus e bônus foram levantados e discutidos na última parte do primeiro capítulo.

Já o segundo capítulo descreve a história do sistema brasileiro de financiamento imobiliário desde a criação do SFH, passando pelo SFI e expondo a atual política de incentivo à aquisição de imóvel próprio para pessoas de baixa renda (Programa “Minha Casa, Minha Vida”).

Ao contrário do caso americano, a ligação entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais é incipiente. Além disto, o mercado imobiliário nunca foi usado para reaquecer a economia mediante desregulamentação. No caso brasileiro, sempre houve uma grande interferência do governo federal para aumentar a oferta de crédito ao financiamento imobiliário. Contudo, ao passo que nos EUA esta interferência do governo ocorreu já na década de 1930, no Brasil o governo só colocou a questão do financiamento de imóveis entre as suas prioridades em 1964 com a criação do SFH.

Após anos de incentivo à construção civil através do SFH, em 1986 o seu declínio é marcado pela extinção do BNH e só em 1997 novas fontes de recursos são criadas para estimular o crédito imobiliário com a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

Com a criação do SFI, a intenção era estimular a ligação entre o mercado de imobiliário e o mercado financeiro com inspiração no sistema de financiamento imobiliário norte-americano. Inicialmente, em 1997, o sistema norte-americano parecia ser o exemplo a ser seguido por países que queriam desenvolver o seu mercado imobiliário e estimular o crédito para tal. Contudo, após 15 anos desde a sua criação e com a eclosão da crise de 2008, cabe agora analisar se realmente este é o melhor sistema a ser adotado pelo Brasil e se uma interferência governamental na concessão de crédito não é mais saudável ao sistema, já que inibiria a especulação intrínseca ao sistema financeiro.

CAPÍTULO 1 – Descrição do sistema de financiamento imobiliário norte-americano

1.1 – Introdução

Dada a eclosão da crise financeira mundial no ano de 2008 e seu motivador (crédito abundante ao setor imobiliário nos EUA), o objetivo deste capítulo é primeiramente descrever historicamente a evolução dos instrumentos de financiamento imobiliário e captação de recursos nos EUA e após isto fazer um levantamento das vantagens e desvantagens deste sistema.

Para tanto, o presente capítulo está dividido em cinco subitens sendo, sendo este o primeiro e os próximos cujos principais objetivos são verificar a dinâmica do financiamento imobiliário norte-americano e o seu motor. Neste sentido, o segundo subitem descreve o desenvolvimento do crédito imobiliário. Com isto, a função do terceiro subitem é precisar o que é a securitização das hipotecas, como isto é realizado e quais são os órgãos responsáveis. Já o quarto subitem é também um panorama histórico, porém recente do desenvolvimento do mercado e do crédito imobiliário nos EUA e o último subitem é indagação em relação ao sistema de financiamento imobiliário nos EUA e o levantamento de suas principais falhas reveladas pela crise.

1.2 – Surgimento do sistema de financiamento imobiliário

Para o sistema de financiamento imobiliário americano ser compreendido, é preciso voltar ao seu surgimento – que tem como fator motivante a Grande Depressão iniciada com a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. Segundo Colton (2002), a origem do atual sistema de financiamento imobiliário norte-americano teve como causa, na década de 1930, a necessidade de reestruturação do antigo sistema de financiamento imobiliário (que se encontrava em caos justamente devido à crise). Além disto, a recente revolução comunista ocorrida na Rússia em 1917 tem grandes impactos nas decisões políticas e econômicas, já que há um grande receio nos países capitalistas em relação a possíveis revoltas das classes de baixa renda. Assim, uma alternativa para conter a insatisfação das classes baixas em relação ao sistema capitalista seria dar a possibilidade da aquisição da casa própria.

Segundo relatório do HUD (U.S. Department of Housing and Urban Development) (2006), é possível dividir a história deste sistema de financiamento em três grandes períodos:

- A Era da Institucionalização (de 1930 a 1970)
- A Era da Securitização (de 1970 a 1990)
- A Era da Tecnologia (a partir de 1990)

A “Era da Institucionalização” começa logo após a Grande Depressão de 1929. Durante a década que antecede a quebra da bolsa de Nova Iorque, a construção de imóveis chega ao recorde de 1 milhão de unidades por ano em 1925 e 1926. Contudo, em 1929 a produção declinou para 509 mil e em 1932 chega ao nível de 134 mil. Com a crise que assola o país, muitas famílias que haviam se financiado por meio de hipotecas¹ deixam de pagá-las, já que estas se baseavam em empréstimos de curto prazo renováveis e frequentemente envolviam altas taxas de juros e refinanciamento, tendo como consequência uma quebra de muitas instituições de financiamento imobiliário (COLTON, 2002). Além disto, há uma deflação dos preços dos imóveis que em alguns casos chegou a 50% e resultou em um colateral insuficiente para os bancos (HUD, 2006).

Como resposta a esta crise no Housing Finance System – HFS, o governo norte-americano implementou algumas importantes medidas (CAGNIN, 2009), sendo a primeira delas a criação do Federal Home Loan Act (1932) e do Home Owners Loan Act (1933). Estas duas medidas tinham como objetivo liquidar as dívidas de inadimplentes e financiar instituições de crédito que estavam com problemas de solvência (na maioria das vezes instituições de Saving & Lons²). Segundo HUD (2006), estas medidas ao mesmo tempo em que tiveram sucesso em seus objetivos, também revelaram problemas ao exporem instituições e devedores ao risco moral³.

¹ Hipoteca é um direito real de garantia que tem por objetivo bens imóveis pertencentes ao devedor ou a terceiro e que, embora não entregues ao credor, asseguram-lhe, preferencialmente, o recebimento do seu crédito. A palavra hipoteca é derivada do grego hypothéke onde teve origem este instituto jurídico, cujo significado é coisa entregue pelo devedor, por exigência do credor, para garantia de uma obrigação.

² Instituições de depósito que destinam os recursos captados ao financiamento imobiliário através de hipotecas.

³ Risco moral (do inglês, moral hazard) é a possibilidade de um agente econômico mudar seu comportamento de acordo com diferentes contextos nos quais ocorre uma transação econômica, sendo que normalmente este risco é relacionado à assimetria de informações.

Em julho de 1932, durante a administração de Hoover (1929 a 1933), foi criada a Federal Home Loan Banks (FHLBanks), que tinha como sua base a Federal Home Loan Act e a Home Owners Loan Act. Segundo Colton (2002), “A intenção deste ato foi de prover reservas ao sistema para suportar o financiamento imobiliário o qual poderia trazer alívio aos proprietários e instituições de financiamento em dificuldades”. Esta medida tinha cunho estritamente regional, na medida em que dividia o país em 12 regiões e restringia as ações dos bancos em cada um delas. Além disto, ela regularizava o sistema de S&Ls (Saving and Loans) ao impor restrições quanto ao período de hipotecas (prazo máximo de 10 a 12 anos) (CAGNIN, 2009).

Outra ação foi implantada durante a administração de Roosevelt (1933 a 1945). Esta tinha um estratégia diferente da de Hoover, já que o seu foco era mais nacional do que local. Durante o seu governo foram implementadas três importantes inovações: (1) criação da FHA (Federal Housing Administration) através do National Housing Act – NHA (1934) que tinha como objetivo segurar hipotecas contra insolvências ao administrar um fundo segurador delas, (2) introdução de um novo tipo de empréstimo que tinha juros fixos, baixa entrada (20% do valor do imóvel) e longa duração (20 anos ou mais) e (3) a autorização para associações privadas de hipotecas emitirem obrigações e comprarem hipotecas no mercado primário. Estas medidas tinham como objetivo ampliar o mercado de hipotecas e encorajar a entrada de novos agentes no HFS. Como até o final dos anos 1930 nenhuma agência privada havia entrado neste novo mercado de hipotecas, em 1938 é criada a Fannie Mae (Federal National Mortgage Association). O objetivo desta agência era criar um mercado secundário para as hipotecas asseguradas pelo FHA e obter crédito em áreas nas quais ele era abundante e redistribuí-lo para áreas em que era escasso (do Nordeste para Centro-oeste e Oeste) (HUD, 2006).

A última ação implementada durante esta Era (Era da Institucionalização), foi a criação da Federal Deposit Insurance Corporation (1934) para os bancos comerciais (ação esta que segurava os depósitos nos bancos) e Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) em 1934 para as S&Ls (que também garantia os depósitos nas instituições de Saving and Loans) (CAGNIN, 2007).

Destas medidas resultaram grandes sucessos, na medida em que as S&Ls descobriram que era lucrativo fazer hipotecas de longo prazo e auto-amortizantes sem o seguro promovido pelo governo. Com isto, houve uma grande expansão do mercado de hipotecas e crescimento na

construção de novos imóveis. Além disto, empresas privadas também descobriram as vantagens em segurar hipotecas, acabando assim com o monopólio da FHA e levando a uma queda de seu market share nos anos 1960 e 1970 (HUD, 2006).

Após a Era da Institucionalização, segue-se a Era da Securitização que tem início na segunda metade da década de 1960 e vai até a década de 1980. Durante este período o país passava por delicadas questões econômicas e políticas como a Guerra do Vietnam (e a sua oposição), altas taxas de inflação que chegaram a 15% ao ano, dois choques do petróleo durante os anos de 1970 e altas taxas de juros.

Estes fatores (principalmente a inflação) afetaram diretamente o sistema de S&Ls, já que este se baseava em depósitos de curto prazo e empréstimos de longo prazo com taxas de juros fixas. Ou seja, este sistema, segundo HUD (2006), de “borrow-short-lend-long”, espremeu os lucros das operadoras. Além disto, tem-se que levar em consideração também o fato do aumento da taxa de juros promovido pelo governo (cujo objetivo era evitar uma desvalorização do dólar causada pelo aumento do preço do petróleo e se firmar como centro financeiro mundial) e a criação dos MMMFs (Money Market Mutual Funds). Estas ações abriam novas possibilidades para os pequenos poupadores, além de não terem os seus lucros regulados pela “Regulation Q”. A ideia inicial da “Regulation Q” era impor um teto para a taxa de rendimento dos depósitos efetuados no sistema de S&Ls, sendo estes crescentes com o passar do tempo. O objetivo era segurar os depósitos para não haver descasamento entre ativos e passivos, contudo, o contrário ocorreu e muitos depositários preferiam investir em outros ativos.

Como consequência destes fatores, a quantidade de depósitos no sistema de S&Ls diminuiu drasticamente e o market share de hipotecas residenciais urbanas diminuiu de 43% em 1979 para 30% em 1986, o que levou a uma grande quebra nas poupanças e à criação do Resolution Trust Corporation em 1989 para liquidar os ativos das instituições em dificuldades financeiras.

Como medidas para reaquecer o HFS, o governo norte-americano tomou três grandes importantes iniciativas, sendo a primeira delas a descontinuidade entre 1981 e 1986 da “Regulation Q”, já que esta teve efeito contrário do que se havia proposto.

A segunda iniciativa tinha como objetivo diversificar os produtos do sistema de S&Ls e protegê-lo contra a diferença de juros entre ativo e passivo. No que tange ao passivo, foi permitida a emissão de ARMs (Adjustable Rate Mortgage). Este produto permitia que as instituições que concediam hipotecas pudessem ajustar os juros cobrados de seus devedores com os juros pagos aos seus credores. Do lado do ativo, foi criada a MMDA (Money Market Deposit Accounts) e esta tinha como diferencial o fato de pagar juros aos depositantes conforme variações do mercado. Apesar destes esforços, a margem comprimida do sistema de S&Ls não foi aliviada, já que as ARMs representavam uma parte insignificante no total do sistema.

Já a terceira iniciativa do governo começa com a divisão da Fannie Mae em 1968, como parte do Housing and Urban Development Act. Uma parte desta agência foi transformada em privada e torna-se uma Government-Sponsored Enterprise (GSE). Com isto, tinha-se uma modesta segurança dada pelo governo (o que fazia com que o mercado acreditasse que o governo nunca a deixaria entrar em colapso). Com a privatização, a agência podia comprar agora hipotecas convencionais (ou seja, não asseguradas pelo FHA). A segunda metade continuava sendo governamental e recebeu o nome de Government National Mortgage Association (ou simplesmente, Ginnie Mae). Esta tinha como propósito continuar as operações da Fannie Mae e também garantir as securities de hipotecas emitidas pelo FHA e VA (Veterans Affairs loans). Segundo Cagnin (2007, p. 36), “Retira-se, assim, da responsabilidade da Fannie Mae os créditos hipotecários constituintes de política pública de habitação para os segmentos de renda mais baixa, liberando a instituição para promover o fortalecimento do segmento de hipotecas submetido às “leis de mercado””.

Adicionalmente, em 1970 o Congresso norte-americano criou a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), outra GSE. Esta agência por sua vez tinha como atribuição prover um mercado secundário para as hipotecas vendidas primeiramente pelas empresas de S&Ls. Freddie Mac também desenvolveu a primeira Mortgage-Backed Security (MBS)⁴ para hipotecas convencionais, mais conhecido como Participation Certificate (PC). O propósito disto era comprar hipotecas de emprestadores, “empacotá-las” e vendê-las como MBS (COLTON, 2002).

⁴ MBS (Mortgage Backed Security) é um ativo gerado através do agrupamento e empacotamento de um fluxo de caixa gerado pelo pagamento de juros e principal de hipotecas sendo passível de venda a investidores.

Com isto, iniciou-se a securitização por meio das MBS's no início da década de 1970 e seu crescimento ocorreu a partir de 1980. Esta inovação financeira promoveu uma integração entre o mercado de capitais e o mercado de hipotecas e ampliou a base para o levantamento de fundos de hipotecas. Como exemplo, o relatório do HUD (2006) cita a venda de metade das MBS's para fundos de pensão⁵.

Estes fatores geraram grande expansão no mercado de securities e, para tanto, foram criadas múltiplas classes de MBS's, conhecidas como Collateralized Mortgage Obligations (CMOs) e Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs), que tinham como objetivo atender às diversas demandas por diferentes fundos. A criação das CMOs e REMICs tiveram grande impacto no mercado de capitais americano ao despertar interesse de fundos de pensão, fundos mútuos, empresas de seguro de vida e investidores internacionais. “Dessa maneira, a partir do início da década de 1970, estava criado o embrião do atual mercado secundário de hipotecas, baseado em MBS.” (CAGNIN, 2007, p. 37)

Após os anos 1980, surge uma nova Era – a da Automatização (ou Tecnológica). Nesta Era, houve um grande avanço no que tange a inovações tecnológicas. Em todos os setores da economia a informatização foi ganhando espaço e isto não poderia ser diferente no setor financeiro. Aliás, este foi um dos setores que mais se beneficiou, já que muitas operações passaram a não precisar de seres humanos para serem realizadas, além de aumentar a segurança e a velocidade das operações. E é exatamente este último fator – aumento da velocidade das operações realizadas – é que será decisivo para o crescimento do mercado de hipotecas nos EUA.

Para o HFS norte-americano, a maior contribuição da tecnologia foi a criação do Automated Underwriting Systems (AUSs). Freddie Mac e Fannie Mae foram os primeiros a terem seus próprios sistemas de AUS's e, após eles, muitas outras instituições também desenvolveram seus próprios AUS's. Desde a implantação do AUS nas instituições de concessão de hipotecas, a sua utilização foi crescente. Como exemplo, o relatório do HUD (2006) cita a porcentagem de

⁵ A venda de MBS's para fundos de pensão ocorre porque há uma grande procura por parte destes fundos em ativos líquidos e de baixo risco. Dado que estes ativos apresentavam na época estes requisitos, muitos fundos optaram por investir nestes ativos.

originação de hipotecas realizadas pela Fannie Mae através do AUS: de 10% em 1997 para 60% em 2002.

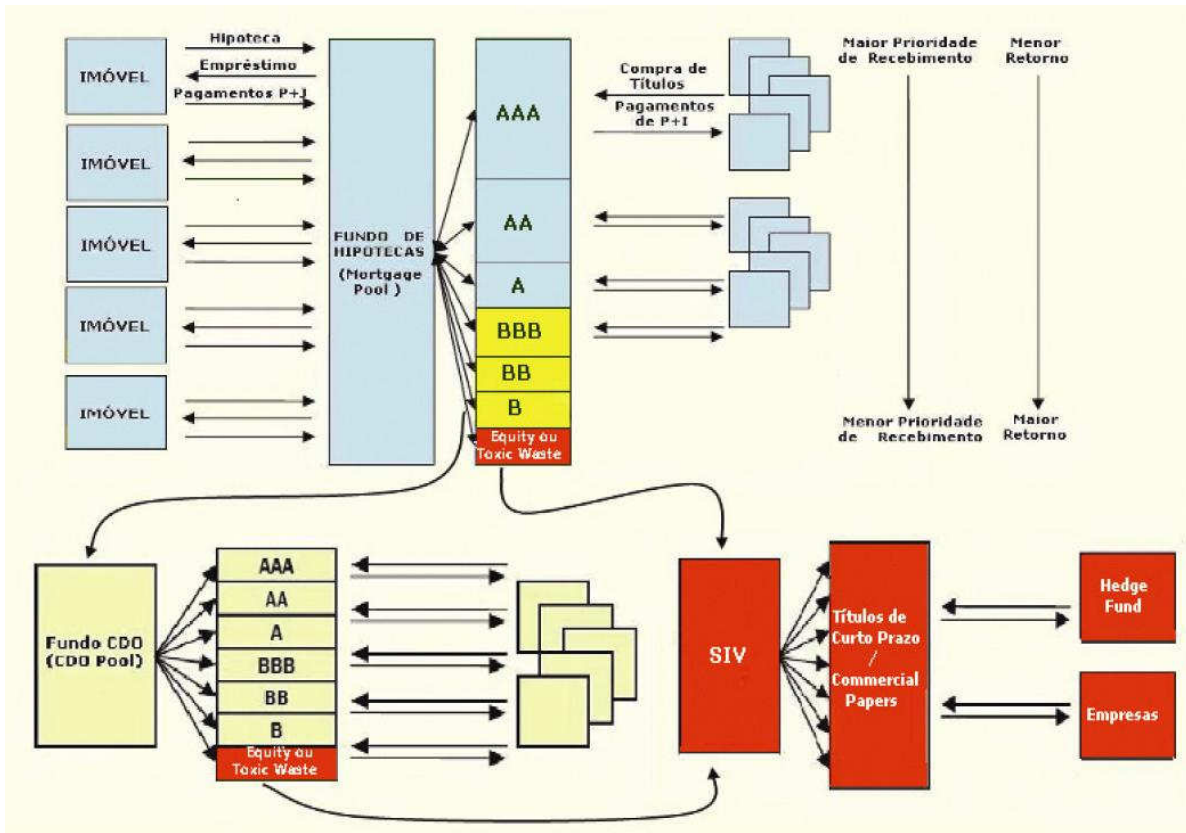
AUS, como explica o relatório do HUD (2006), é um sistema que ranqueia e classifica emprestadores baseado em características de riscos específicas através de modelos estatísticos. A utilização deste sistema permite a diminuição de custos para as instituições e para os emprestadores, já que estes não precisam treinar seus funcionários para qualificarem um emprestador e calcular seu risco de default, além de agilizar o processo de empréstimo, reduzindo o processo de semanas para minutos. Somando-se a isto, tem-se o fato de que o AUS tem possibilitado o aumento de escala nas instituições de emissão de hipotecas, já que seu mercado teve um grande aumento graças à automatização.

1.3 – A securitização

Ao observar os aspectos da evolução do HFS nos EUA, é possível agora adentrar na questão da securitização. Contudo, cabe antes uma pequena introdução ao que é securitização.

Segundo relatório do FDIC elaborado por Vallee (2006, p. 3), “Securitization is a method of funding in which illiquid, balance sheet assets are converted into marketable securities.” Ou seja, um banco ou uma agência de financiamento imobiliário, ao invés de reter em seu balanço um ativo não-comercializável (uma hipoteca, por exemplo), torna-o um produto passível de ser vendido no mercado de capitais através da securitização. Isto permite que agentes financeiros adquiram estes ativos no mercado de capitais e aumentem a oferta de crédito. Para tanto, agências de rating atribuem notas a estas securities dependendo de seu grau de risco e de seu retorno. Assim, os diferentes agentes do mercado podem comprar estes títulos dependendo de sua disposição a correr riscos e vontade de obter maiores retornos.

Figura 1 – Esquema Estilizado de Securitização de Créditos Subprime



Fonte: Torres (2008)

Como é possível observar pelo esquema estilizado retirado de Torres (2008) (Figura 1), há uma clara interdependência entre a aquisição de imóveis por parte dos cidadãos e o mercado financeiro. A securitização é parte azul do esquema e cabe ressaltar que os Fundos de CDO's e os SIV's somente se revelam na crise de 2008 não existindo este mecanismo de securitização no início do sistema.

A compra de um imóvel por parte de um cidadão através de uma hipoteca, ao invés de gerar um ativo no banco, é transformada em um ativo vendável no mercado de capitais. Isto é, este ativo não é contabilizado no balanço patrimonial do banco e este funciona somente como um intermediário entre os tomadores de empréstimo e os fundos de hipotecas (normalmente fundo de pensão).

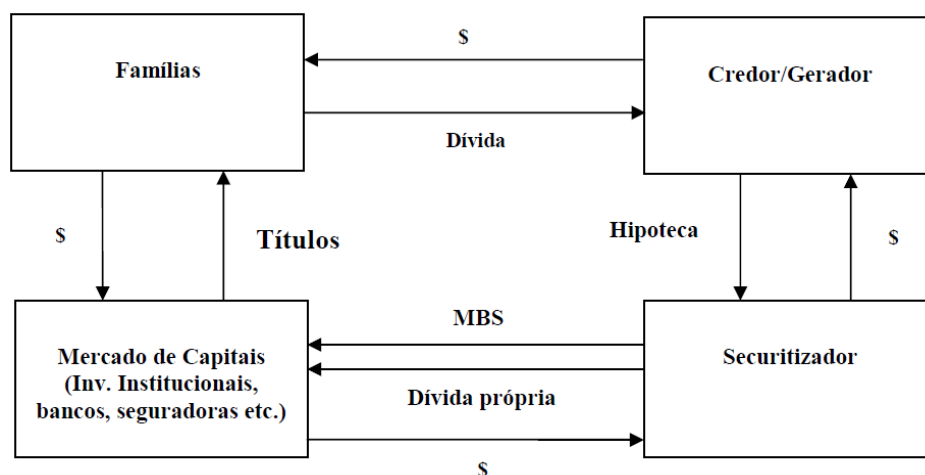
Segundo Cagnin (2007), o sistema de financiamento imobiliário norte-americano era composto por quatro principais atividades: geração, securitização, serviços e seguros/garantias e “...(e)ssas atividades mobilizaram bancos comerciais, instituições de poupança (S&L), uniões de crédito, bancos especializados em crédito hipotecário, seguradoras privadas, agências públicas e agências privadas com caráter público, as GSEs.” (CAGNIN, 2007, p. 45)

No mercado primário os bancos e instituições de poupança originam o crédito (hipoteca) e devido ao descasamento de prazo estas instituições preferem vender essas carteiras no mercado secundário.

Contudo, antes de estes ativos chegarem a investidores privados e institucionais, elas passam primeiramente pelas mãos de seguradoras que são conhecidas como conduit. Estas emitem securities (MBSs) que consistem em um agrupamento de títulos de prazos e juros semelhantes. Assim, o fluxo de pagamentos destas hipotecas é repassado a estes investidores, descontadas as remunerações das instituições originadoras de créditos, securitizadoras e provedoras de serviços.

Para sumarizar o que foi exposto anteriormente, segue abaixo um esquema retirado de Cagnin (2007) (Figura 2).

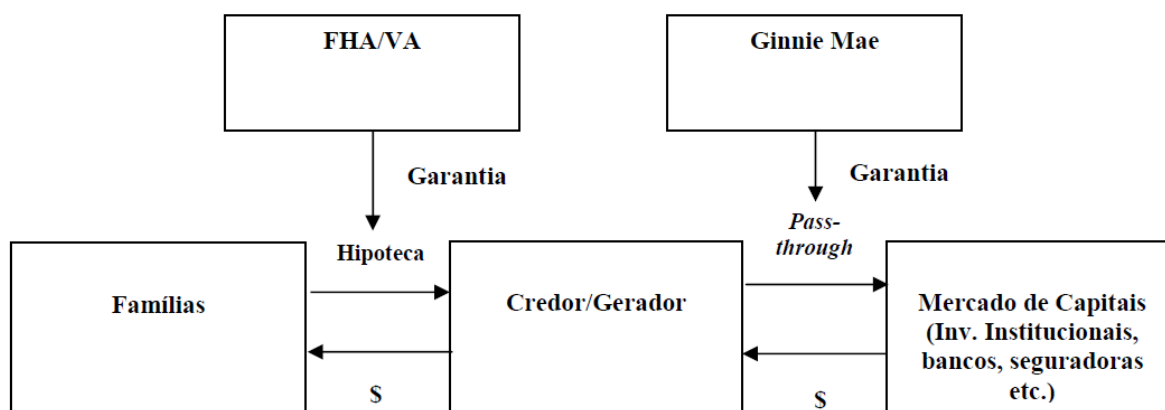
Figura 2: Esquema de Funcionamento do Sistema de Financiamento Residencial dos EUA



Fonte: Cagnin (2007)

O esquema apresentado na Figura 2 explica a relação que existe no HFS entre os tomadores de hipotecas e o mercado de capitais. Segundo Cagnin (2007), existem três tipos de garantias no mercado imobiliário: as garantias públicas, as garantias GSEs e as garantias privadas. As garantias públicas (FHA e VA) são fornecidas para as camadas de baixa renda da população em um claro ato de subsidiar as hipotecas deste grupo e ampliar o mercado imobiliário. Já as garantias GSEs (Fannie Mae e Freddie Mac) são limitadas pelo tamanho da hipoteca e após este limite somente são seguradas hipotecas através de agentes privados.

Figura 3 – Esquema de garantias públicas (FHA/VA e Ginnie Mae)



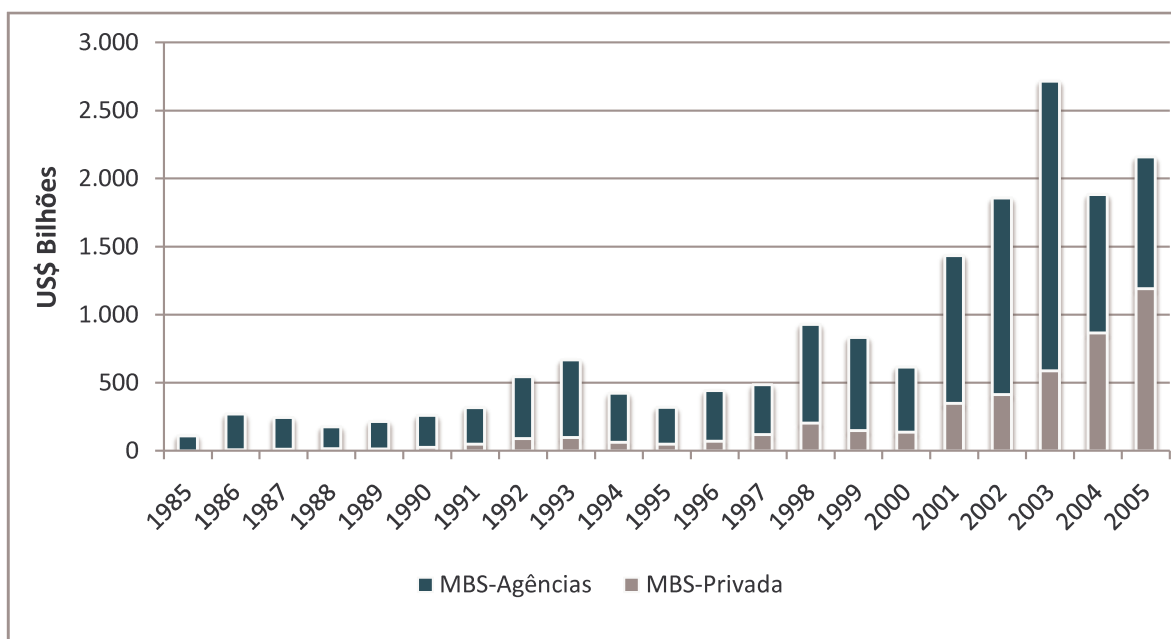
Fonte: Cagnin (2007)

Como é possível observar pelo esquema da Figura 3, o primeiro passo para a emissão da hipoteca é a sua garantia. Caso esta hipoteca esteja no limite do valor possível de ser segurada pelo FHA/VA, esta será garantida pelo governo. Neste caso, ela será considerada uma conventional mortgage e, se não ultrapassar o limite estabelecido pelas GSEs, ela será securitizada pelas agências e formarão o segmento das conforming mortgage. Já se as hipotecas excederem o limite estabelecido pelas agências, elas serão seguradas por agentes privados (companhia de seguros) e serão conhecidas por conventional nonconforming mortgage, ou simplesmente, jumbo.

Após este primeiro passo (emissão da hipoteca), esta poderá ser securitizada em um mercado secundário, sendo que este movimento é conhecido como pass-through.

Pelo gráfico abaixo (Gráfico 1) pode ser observado o aumento das emissões de MBSs tanto de instituições privadas quanto das agências.

Gráfico 1 – Emissões de MBS pelas Agências e por Instituições Privadas – 1985 a 2005

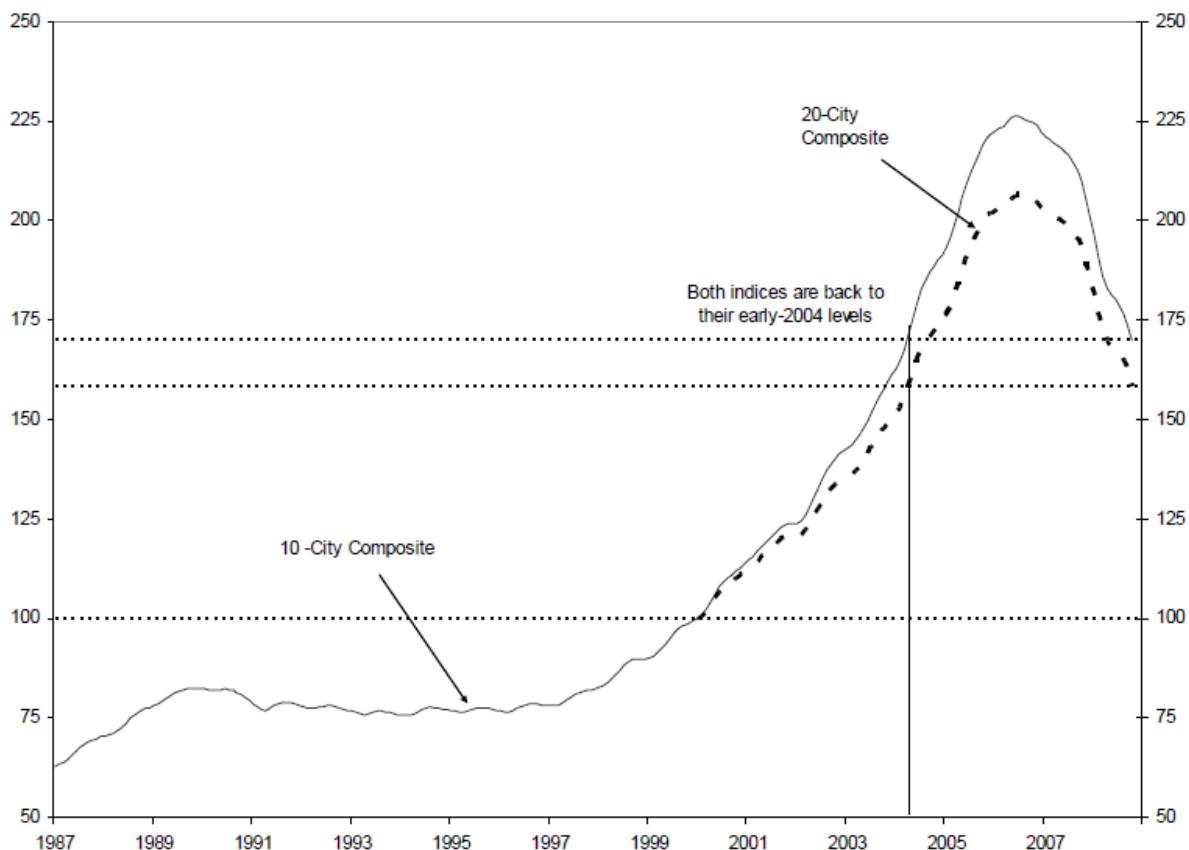


Fonte: Ginnie Mae, Freddie Mac, Fannie Mae e Inside MBS&ABS. Apud Vallee (2006).

1.4 - O crédito e o mercado imobiliário americano até 2007

Após análise das inovações financeiras para a concessão de crédito nos EUA, faz-se necessário agora uma análise quantitativa do tamanho do mercado imobiliário e de seu crédito nos EUA.

Gráfico 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
(Jan. 2000 = 100 – Dados até Outubro de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices.

Como é possível observar, o Gráfico 2 expõe a evolução dos preços dos imóveis desde janeiro de 1997. Durante uma década o valor de um imóvel situado nos Estados Unidos chegou a ter o seu valor triplicado (de ao redor de 60 no índice de preços em 1997 para ao redor de 200 em 2007). Borça e Torres (2008) explicam que este fenômeno se deve principalmente ao aumento de concessão de crédito a juros baixos.

Junto a este fenômeno de exponencial valorização de imóveis, andam de mãos dadas outros dois fatores importantes segundo Borça e Torres (2008, p. 135):

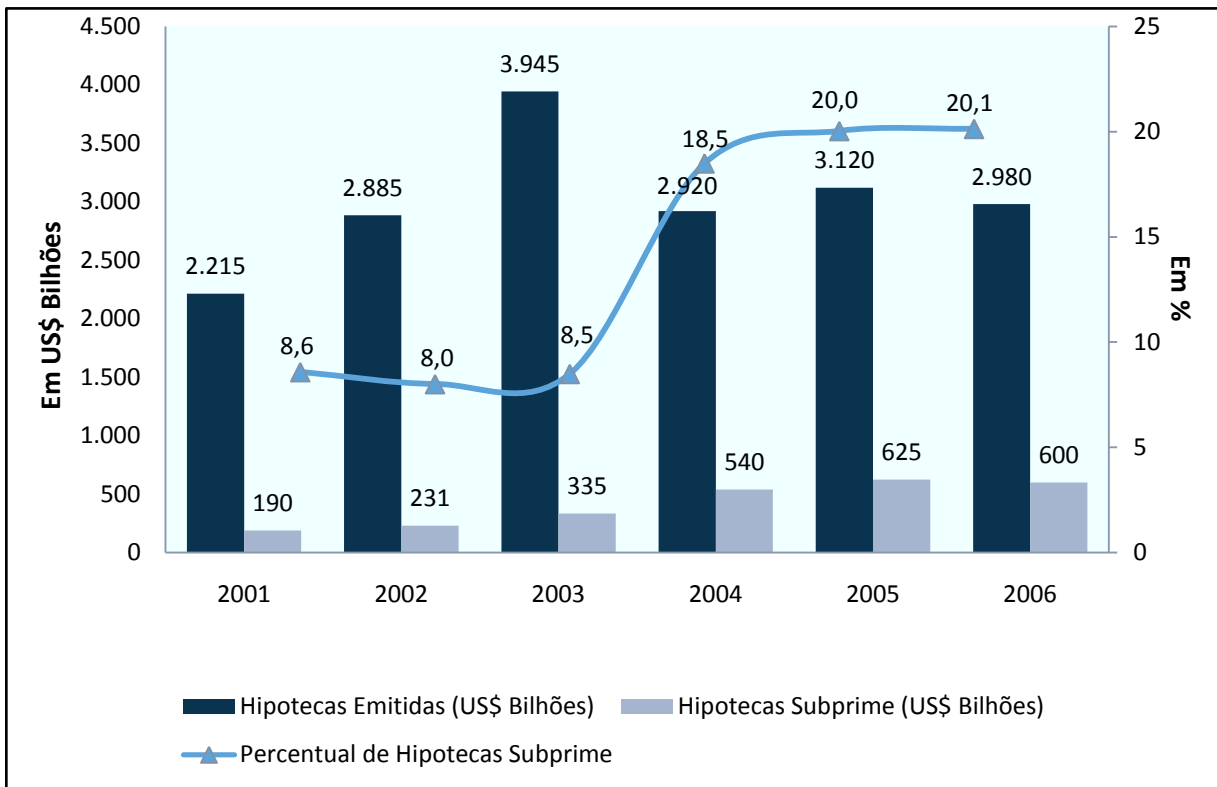
“De um lado, houve uma forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos

potenciais tomadores de financiamento imobiliário e, de outro, o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos.”

Pelo Gráfico 2 é possível observar a grande valorização supracitada dos imóveis nos EUA. Como explicam Borça e Torres (2008), o primeiro dos dois fatores que levaram ao substancial aumento de preços dos imóveis foi a inclusão no mercado hipotecário de um segmento de agentes econômicos que anteriormente não tinham acesso ao crédito: os NINJAS (da expressão em inglês: no income, no job or assets). Estes agentes (agora inclusos no sistema) não tinham, em sua maioria, condições de arcar, pelas normas das instituições públicas e privadas, com o pagamento das parcelas de amortização e em alguns casos não tinham nem como comprovar renda, trabalho ou patrimônio compatível com o tamanho da hipoteca.

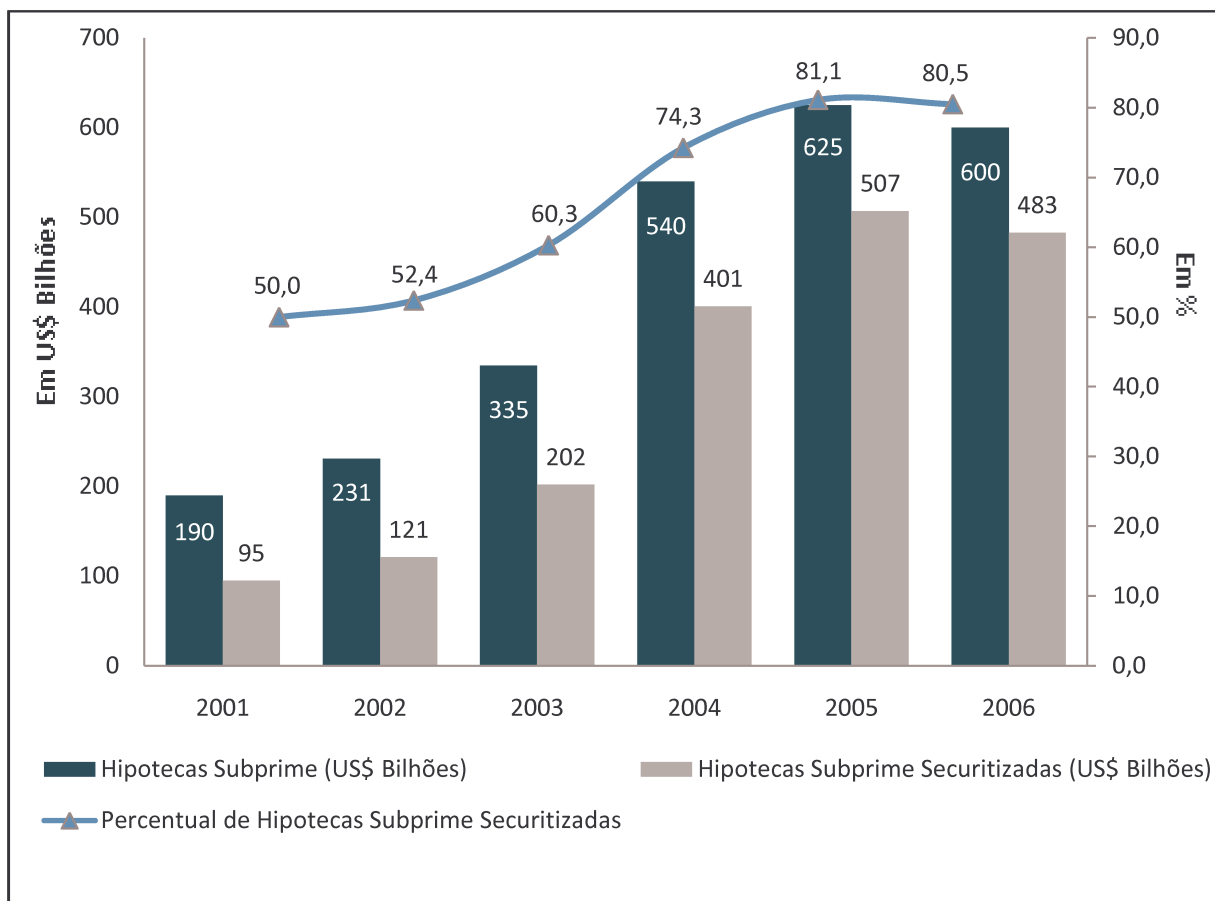
O outro fator importante que permitiu a ampliação do crédito imobiliário foi a securitização deste crédito subprime. Como visto no item anterior, as instituições financeiras atuavam mediante o sistema de Originação e Distribuição (O&D), ou seja, originavam o crédito hipotecário e o repassavam a investidores institucionais. Dado os fatos anteriormente expostos de como eram realizadas as concessões de crédito imobiliário e de como envolviam grandes instituições financeiras públicas, privadas e GSEs, já é possível observar como a inclusão deste novo grupo de agentes tem a capacidade de afetar todo o sistema.

Gráfico 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001–2006)



Fonte: Wray (2007)

Gráfico 4 - Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securitizedas (2001–2006)



Fonte: Wray (2007)

Os Gráficos 3 e 4 acima retirados do trabalho de Borça e Torres (2008) demonstram a evolução da concessão e securitização de hipotecas no segmento subprime. Através do Gráfico 3 é possível perceber um aumento relativo de mais de duas vezes em 2004 na concessão de hipotecas subprime em relação ao total. Com isto, em 2006, 20,1% do total de hipotecas concedidas no mercado norte-americano eram do segmento subprime.

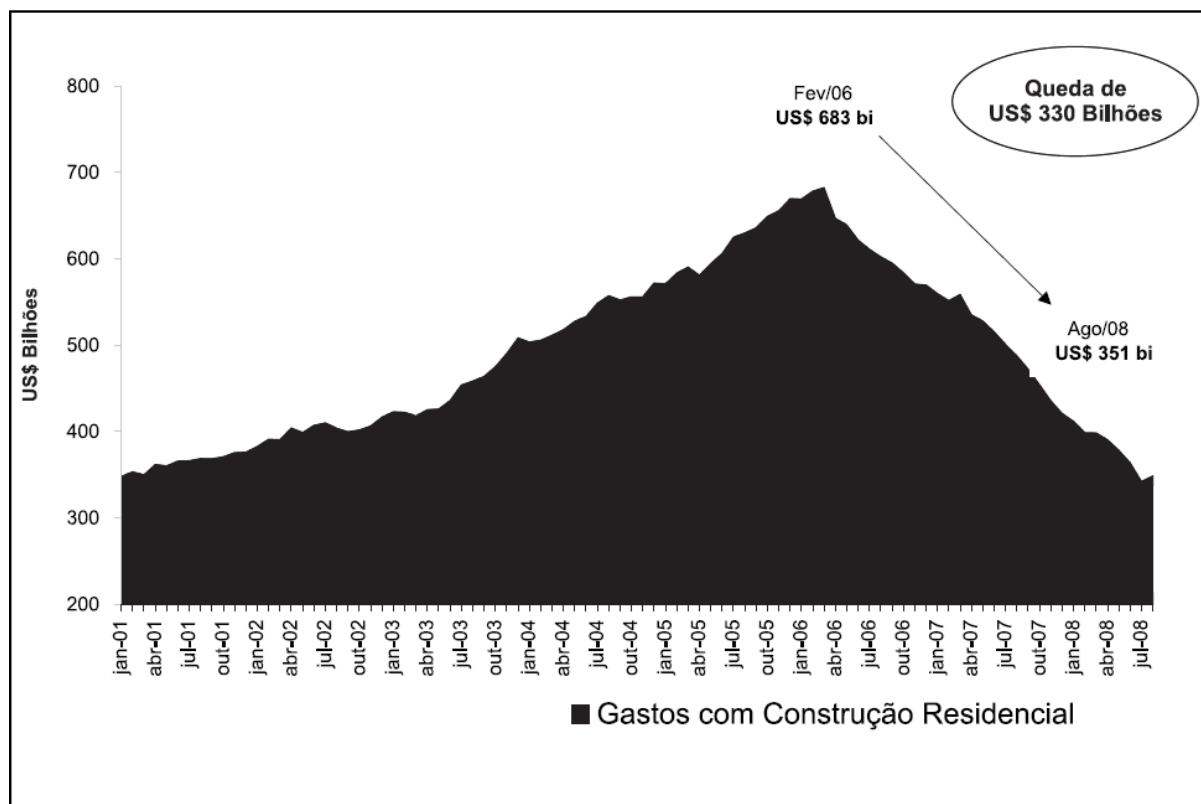
Além disto, o Gráfico 4 revela a porcentagem de hipotecas subprime securitizedas. Como é possível observar, além de o percentual de hipotecas securitizedas ter aumentado de 2001 a 2006, o montante de hipotecas para o segmento subprime também aumentou em mais de três vezes. Borça e Torres (2008) ressaltam que o mercado hipotecário norte-americano pode ter atingido o seu auge em 2004 ao emitir cerca de US\$ 4 trilhões em novas hipotecas. Contudo, os autores afirmam que a sustentação deste ciclo econômico se deveu principalmente à entrada do

segmento subprime no mercado hipotecário. “Assim, a manutenção da bolha no mercado imobiliário dos EUA foi realizada, primordialmente, pela incorporação dessa parte “menos nobre” de tomadores de hipotecas.” (BORÇA; TORRES, 2008, p. 136)

Além destes fatores acima expostos, deve-se levar em consideração os tipos de empréstimos que eram oferecidos para esta parte da população (subprime). Estas operações eram normalmente de longo prazo (trinta anos) e tinham certas peculiaridades. Entre elas estava o fato de elas terem uma forma de pagamento híbrida, ou seja, havia um período inicial curto (de dois a três anos) no qual o tomador pagava prestações e juros fixos e relativamente baixos. Contudo, nos 28 ou 27 anos seguintes, as prestações e juros eram maiores e reajustados conforme as taxas de mercado. Além disto, outro instrumento financeiro utilizado para alavancar a aquisição de hipotecas pelo segmento subprime eram os contratos interest-only loan. Neste tipo de contrato o emprestador somente pagava os juros, deixando, portanto, o principal para depois.

Estes tipos de contratos foram essenciais para a dinamização do sistema financeiro. Além de incorporarem uma parte da população anteriormente excluída do acesso ao crédito, eles permitiam a troca de imóveis. Assim, este processo permitia a aquisição e a venda de imóveis de uma forma especulativa por parte dos emprestadores. Ao adquirir um imóvel, já se pensava em sua venda graças à sua valorização, pois esta permitiria, em alguns casos, a volta de algum dinheiro. Além disto, estes instrumentos financeiros possibilitavam o refinanciamento dos imóveis.

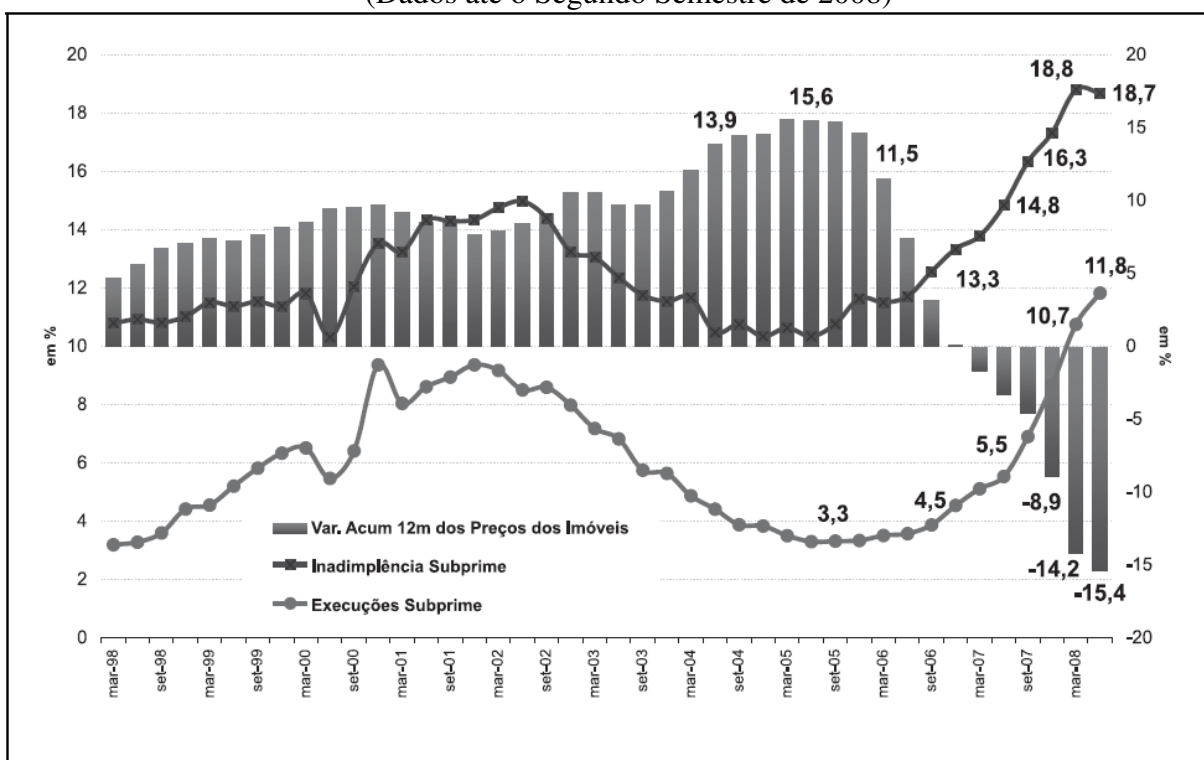
Gráfico 5 - Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008)
(Dados Mensais Anualizados até Agosto de 2008)



Fonte: Borça e Torres (2008)

Já em relação aos gastos com a construção de imóveis, é possível observar pelo Gráfico 5 que este tipo de gasto sofreu durante os anos de 2001 a 2006 um expressivo aumento (chegando a quase dobrar em cinco anos e meio). Contudo, a queda para o patamar anterior foi ainda mais rápida (2 anos). Este grande “boom” de gastos com a construção civil teve o seu ciclo interrompido na medida em que o governo norte-americano tomou medidas de aperto monetário elevando a taxa de 1% a.a. em 2001 para 5,25% a.a. em junho de 2006. A consequência deste processo foi um desaquecimento no mercado imobiliário e consequentemente uma estabilização ou até queda nos preços deles, o que impossibilitou seu refinanciamento.

Gráfico 6 - Variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento Subprime 1998–2008
(Dados até o Segundo Semestre de 2008)



Fonte: Borça e Torres (2008)

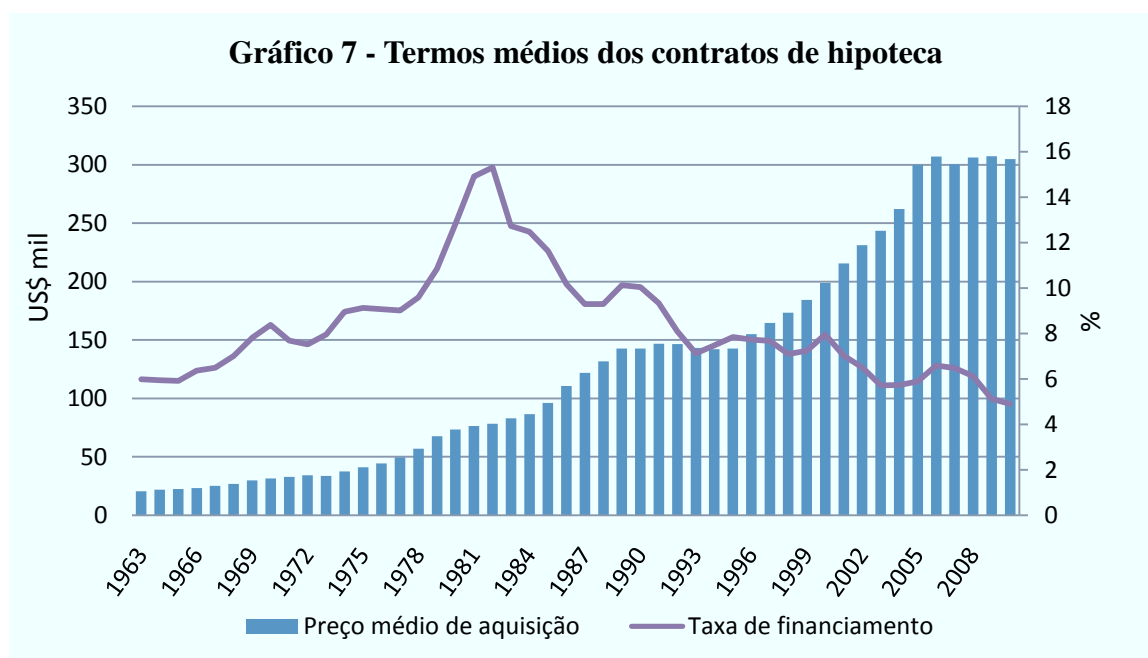
Como é visível no Gráfico, até setembro de 2006 os imóveis nos EUA ainda tiveram valorização (apesar de decrescente a partir de março de 2004). Muito provavelmente esta redução nos preços dos imóveis é primeiramente causada por um aumento nas inadimplências do segmento subprime que, não conseguindo honrar as suas dívidas após os dois ou três anos de juros e parcelas reduzidas e também não conseguindo refinarciar os seus imóveis, entregam ele junto ao banco, causando assim uma queda generalizada dos preços.

Portanto, como é possível observar através do exposto neste item, a securitização junto às inovações financeiras e a incorporação de um novo segmento de consumidores no mercado imobiliário permitiram uma acelerada expansão dos ativos imobiliários e conseqüentemente de seus preços.

1.5 - Vantagens e desvantagens da securitização reveladas pela crise

Como foi possível observar pela descrição da construção do sistema de financiamento norte-americano, este sistema tem em sua essência uma incorporação cada vez maior de mutuários. Em outras palavras, este sistema conseguiu ao longo dos anos prover a população norte-americana de financiamento imobiliário com taxas e prazos acessíveis a todas as camadas sociais.

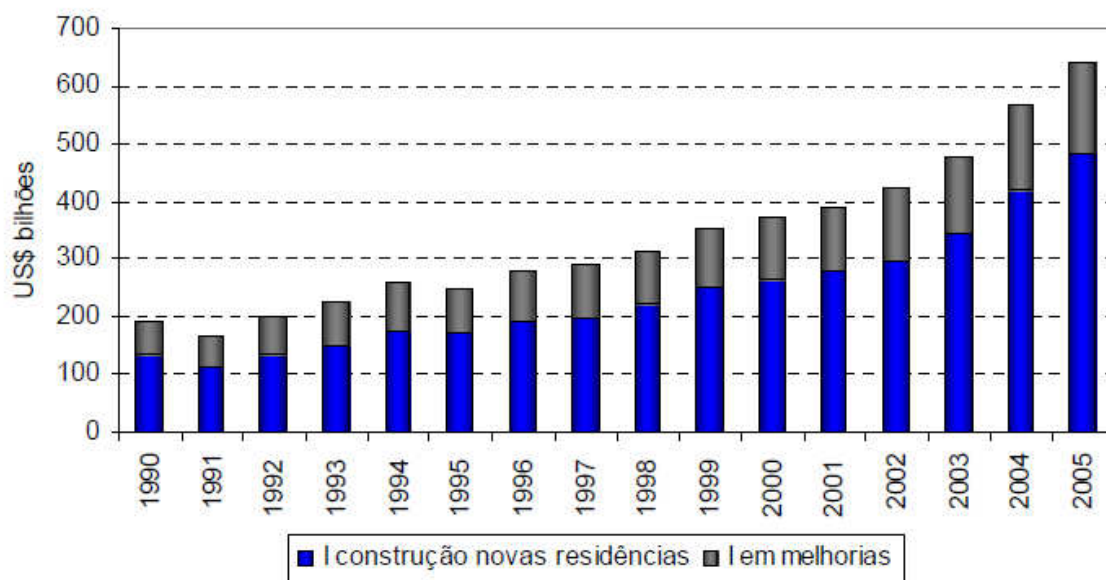
Além de ser uma política social (no caso, habitacional), o estímulo à aquisição de imóveis por parte da população é um grande propulsor da economia. Após a crise financeira de 1929, uma das saídas encontradas foi o estímulo à aquisição de imóveis e retomada da construção civil através do crédito.



Fonte: Federal Housing Finance Board. Monthly Interest Rate Survey.

Como é possível observar pelo Gráfico 7, desde 1963 houve um grande aumento do preço médio de aquisição dos imóveis nos EUA (especialmente após a década de 1990). Além disto, a taxa de juros para hipotecas após a década de 1980 tem uma trajetória decrescente o que viabiliza a entrada de uma maior parte da população no mercado imobiliário.

Gráfico 8 – Investimento Residencial: novas residências e melhorias – 1990 a 2005



Fonte: Bureau of Economic Analysis, U. S. Department of Commerce. Apud Cagnin (2007)

Já pelo Gráfico 8 retirado de Cagnin (2007), é possível observar como houve um grande crescimento de investimentos residenciais a partir de 1990. Segundo Cagnin, a participação do crescimento no PIB entre 2002 e 2005 foi em torno de 14,8%.

Contudo, o que se observa é que, até meados da primeira década de 2000, o financiamento imobiliário não havia atingido estratos da população sem condições de pagamento (denominados NINJAS) e não havia o rapasse dos junk bonds. Portanto, aparentemente, estava em um nível seguro. O problema surge justamente quando se alia um acesso amplo de crédito a devedores que tem pouca capacidade de honrar pagamentos com uma ampliação da securitização, sendo esta através do repasse de títulos “podres” de uma forma pulverizada.

Após ser difundido, este sistema de financiamento e de securitização, gerou uma bolha de especulação, na medida em que os imóveis passaram a ter uma valorização fictícia (aumento extremo da demanda dado a facilidade com que as pessoas conseguiam financiamento) e os investidores não enxergavam os reais riscos por trás das compras de ativos baseados nas dívidas hipotecárias.

Dado isto, a desvantagem da securitização aparece justamente quando começa a haver uma maior predisposição em assumir riscos através de compra de títulos atrelados a ativos de alto risco e isto acaba por desencadear um contágio sistêmico, já que em um certo momento há um questionamento de suas reais qualidades.

A consequência do questionamento dos ativos e da exposição de suas reais qualidades (ou melhor, falta delas) foi a eclosão da crise de 2008. Dentre as principais consequências internas aos EUA podemos citar a queda nos valores dos imóveis, a quebra da seguradora AIG e do banco Lehman Brothers e o pacote de US\$ 700 bilhões provido pelo governo norte-americano para dar liquidez ao sistema financeiro e inibir uma maior depressão da economia.

Portanto, o sistema de financiamento norte-americano teve grande êxito ao estimular o crescimento econômico e dar oportunidade ao seu cidadão de adquirir uma residência própria. Contudo, a sua desregulamentação levou a uma busca desenfreada por inovações financeiras que culminaram distribuição de títulos podres afetando toda a economia norte-americana.

CAPÍTULO 2 – Sistema brasileiro do financiamento imobiliário

2.1 - Introdução

Assim como os EUA, o Brasil também tem os seus mecanismos de financiamento e incentivo ao mercado imobiliário. Contudo, este sistema de financiamento, ao contrário dos EUA, se baseia em uma forte presença do Estado por meio dos bancos públicos, que com os devidos subsídios e ferramentas, promovem junto à iniciativa privada a construção imobiliária.

Sendo assim, o escopo deste capítulo é o estudo através de dados históricos e recentes do sistema de financiamento imobiliário brasileiro, que teve o seu início graças à criação do SFH (Sistema Financeiro de Habitação) em 1964 e em 1997 a sua modernização com o SFI (Sistema de Financiamento Imobiliário).

Neste capítulo será primeiramente estudada a criação e a atuação do SFH, do SFI, a conjuntura do sistema de financiamento de imóveis no Brasil em 2007 e finalmente o porquê da não adoção de um sistema financiamento brasileiro de imóveis baseado no americano.

2.2 – Criação, histórico e funcionamento do SFH

Em 1964, em meio a altas taxas de inflação e, conseqüentemente, com o retorno do capital sobre os empréstimos prejudicado, surge no primeiro ano de governo de Castelo Branco pela Lei nº 4.380/64, através dos ministros Roberto de Oliveira Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões, o SFH (Sistema Financeiro da Habitação).

Para compreender a criação do SFH, é preciso antes entender a conjuntura político-econômica na qual o país se encontrava. Antes de seu surgimento, o financiamento habitacional no país era precário e não havia incentivos (ao contrário dos EUA na mesma época) para que a iniciativa privada aumentasse a disponibilidade de crédito para este segmento, já que a taxa máxima nominal permitida pelo governo para este tipo de operação era de apenas 12%. Ou seja, em um cenário de alta inflação aliado a um crédito de longo prazo, esta taxa se tornava proibitiva, já que a inflação tornava a taxa real negativa. Somente a partir da Lei nº 4.357/64 que instituiu a

correção monetária, é que foi possível atrair poupança para financiar o sistema de financiamento de imóveis (FERREIRA, 2004).

Além destes fatores, a exclusão social assolava o país na medida em que quase 40% da população estava excluída do Sistema Financeiro do país e o déficit habitacional superava 7 milhões de unidades (MARQUES, 2005).

Para operacionalizar este sistema tão complexo de concessão de crédito para a habitação, foi criado o BNH (Banco Nacional da Habitação) que foi órgão central deste sistema até a sua extinção em 1986. O suporte ao BNH ficava a cargo das Companhias de Habitação (COHAB's), das Cooperativas Habitacionais (COOPHAB's), das Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI's) e das Caixas Econômicas Federal (CEF) e Estaduais (CEE's), além das Associações de Poupança e Empréstimo (APE's).

Por meio das COHAB's e das COOPHAB's, o BNH destinava os seus recursos ao financiamento de moradias para cidadãos com até seis salários mínimos. Portanto, aqui se observa claramente um intuito do governo em criar linhas de crédito para a população mais pobre. Como fonte de recursos deste sistema constava o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), que fora criado em 1966 em substituição à estabilidade decenal e que até hoje exerce a sua função de amparar o trabalhador em caso de desligamento de empresas privadas. Este fundo é constituído sobre uma alíquota de 8% sobre a folha de pagamento de todos os trabalhadores sujeitos ao regime da CLT. A gestão destes recursos coube ao BNH até a sua extinção e era a principal fonte de recurso para o sistema, sendo que a sua remuneração tinha que ter ganhos reais.

Além disto, o BNH desempenhava a função de prestador de última instância do SFH para assim garantir a liquidez e confiança do sistema. Para tanto, o Banco geria dois fundos: o FGDLI (Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias) e o FAL (Fundo de Assistência de Liquidez). Os recursos destes fundos advinham de contribuições compulsórias sobre um percentual captado nas instituições financeiras junto ao público. Segundo Ferreira (2004, p. 24):

“O objetivo do FGDLI era garantir a integridade das poupanças populares aplicadas em letras imobiliárias e em cadernetas de poupança, enquanto o do FAL era prestar socorro em situações de iliquidez das entidades que compunham o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos, o SBPE.”

Quanto ao SBPE, o fundo foi criado no mesmo ano do SFH com o intuito de estimular a poupança no país e dar a ela um destino certo: a construção civil. Sua captação de recursos ao público era feita através em instituições financeiras e privadas (SCIs, APes e Caixas Econômicas) e de Letras Imobiliárias (LI), sendo que somente as SCIs podiam emití-las e a remuneração para os poupadores (0,5% ao mês mais correção monetária) era garantida pelos mutuários dos financiamentos habitacionais.

Ainda segundo Ferreira (2004), sua conclusão em relação à operação do SFH, é de que este tinha em seu foco dois estratos da população (classes baixas através das COHAB's e classes mais altas através do SBPE) e as suas principais fontes de recursos eram FGTS, depósitos em caderneta de poupança, captações em letras imobiliárias e os retornos de suas próprias aplicações.

Contudo, para atender à demanda inicial do SFH, era preciso inicialmente determinar como a correção monetária seria feita (sendo que esta deveria ser de fácil compreensão para toda a população). Assim, todos os contratos emitidos pelo do SFH tinham os seus valores expressos em UPC (Unidade Padrão de Capital). Estas unidades, por sua vez, eram corrigidas no primeiro dia útil de cada trimestre civil com base na variação mensal acumulada do valor nominal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). Com isto, era possível contornar o problema dos ganhos negativos advindos dos empréstimos de longo prazo.

Através da instrução nº 5/66, foram criados novos sistemas para dar suporte às exigências de financiamento imobiliário através do SFH. Estes sistemas de financiamento da casa própria consistiam na criação de inicialmente dois planos – Plano A e B, sendo que o Plano A tinha como foco a população de baixa renda e, portanto, financiando somente imóveis no valor de até 75 salários mínimos, enquanto o Plano B tinha como alvo a população de classe média. Apesar do intuito de fazer dois planos para atender a demandas diferentes, uma questão crucial levou a uma migração de mutuários do Plano B para o Plano A. No Plano A os reajustes dos saldos devedores eram feitos trimestralmente pelo índice que corrigia as cadernetas de poupança (UPC) e os das parcelas eram feitos pela variação do salário mínimo 60 dias após a promulgação do mesmo. Já no Plano B, estes reajustes eram feitos trimestralmente tanto para as prestações como para o principal através da UPC (BARBOSA, 1992). Como a relação entre salário mínimo e UPC é decrescente ao longo do tempo (dado que a política de reajuste salarial era inferior à da

ORTN) e os reajustes do Plano A eram descasados, salta aos olhos que este plano era inconsistente financeiramente. O que se observa ao longo dos anos que se seguiram é que, ao final dos contratos no Plano A, sobravam resíduos e estes tiveram que ser refinanciados pelo prazo de até 300 meses.

Dadas as condições descritas acima de reajustes dos planos, é de se compreender que o Plano A era preferido pela população em relação ao B. Este fato gerou pressões da sociedade e em 1967 (através da RC nº 25/67) o Plano A passou a contemplar imóveis no valor de até 500 salários mínimos.

Além destes planos, também foram criados o Plano C e o FCVS, sendo que o Plano C era muito parecido com o Plano A, mudando somente a data de reajuste das parcelas (30 dias após a promulgação do novo salário mínimo) e impondo ao mutuário uma contribuição ao FCVS (Fundo de Compensação de Variação Salarial) no valor de uma parcela da prestação, enquanto que o FCVS foi criado com o intuito de garantir o limite do prazo de amortização do contrato (nunca superior a 50% a mais do que o inicialmente contratado) ao se responsabilizar pela cobertura do saldo devedor residual. (MARQUES, 2005)

Os planos do SFH vinham ao encontro de uma política de crescimento econômico existente no Governo Militar. Primeiramente durante o PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo) em 1964, com a dupla Campos-Bulhões, que acabaram por comprimir os salários e limitar o crédito às empresas privadas com a justificativa de que a inflação tinha como uma de suas principais causas o excesso de crédito às empresas privadas, e depois o PED (Programa Estratégico de Desenvolvimento) em 1967, com Delfim Neto, que considerava que a inflação de demanda já havia sido controlada pela equipe de Campos-Bulhões e, portanto, poderia liberar novamente o crédito para a iniciativa privada, com destaque para a construção de moradias.

Apesar dos grandes esforços em fazer planos para o desenvolvimento do país e diminuição da desigualdade social durante a década de 1960 e 1970, dadas às condições inflacionárias e de reajustes salariais (onde os reajustes do salário mínimo não acompanhavam a alta da inflação, gerando assim compressão salarial), o financiamento imobiliário acabava sendo possível somente para as camadas mais abastadas da população.

Além do fato de as compressões salariais - intrínsecas ao sistema de acumulação de capital vigente no período - diminuir a possibilidade de financiamento imobiliário por parte da população de menor renda, tem-se ainda o fato de em 1971 o BNH determinar a substituição do sistema de amortização utilizado pelos agentes financeiros do SFH. Até então, o método utilizado era baseado na Tabela Price, sendo que este método de amortização consiste em parcelas constantes para o mutuário, enquanto que no novo método (SAC – Sistema de Amortização Constante) as parcelas são declinantes. Ou seja, a possibilidade de financiamento das camadas inferiores da população ficou ainda mais restrita, já que há um maior comprometimento da renda nas primeiras prestações pelo método SAC.

Tabela 1 – Estimativa dos Recursos Financiados pelo SFH por Faixa de Renda
1964 - 1979

Faixa de renda familiar (em SM)	Nº de mutuários por faixa de financiamento	% por faixa	% acumulado
até 0,88	33.548	0,15	0,15
0,88 - 1,32	126.069	1,71	1,86
1,32 - 1,66	106.045	2,16	4,02
1,66 - 1,92	80.822	2,01	6,03
1,92 - 3,10	121.471	3,84	9,87
3,10 - 3,84	99.760	4,06	13,93
3,84 - 5,85	172.555	9,75	23,68
5,85 - 9,73	170.610	14,27	37,95
9,73 - 12,46	124.440	14,91	52,86
12,46 - 16,69	94.995	15,24	68,10
16,69 - 25,37	125.227	26,33	94,43
de 25,37 em diante	19.983	5,57	100,00
Total	1.275.525	100,00	-

Fonte: BNH - Avaliação do PROFILURB do Brasil. Novembro/79. *Apud Ferreira (2004)*

Pela Tabela 1, é possível observar a desigualdade na qual o SFH incorria. A faixa de renda familiar de até 3,10 salários mínimos correspondia a 10% do total de mutuários entre os anos 1964 e 1979, ao passo que somente os mutuários com renda familiar entre 16,69 e 25,37 salários mínimos corresponderam por 26,33% do total.

Apesar de seu caráter excludente, até o final da década de 1970 o SFH financiou mais de 1 milhão de famílias. Como é possível observar através do histórico descrito e, mais evidentemente, pela Tabela 1, o SFH foi excludente para as famílias de baixa renda ao impor tanto um alto comprometimento da renda no financiamento da casa própria quanto uma correção inflacionária dos contratos superior à correção do salário mínimo. Contudo, cabe ressaltar que apesar de excludente para a classe baixa, o SFH foi de extrema importância ao financiar a casa própria para a classe média e permitir a sua entrada no mercado imobiliário dinamizando a economia.

Já a década de 1980 e início de 1990 é conhecida como a sua “decadência”.

A década de 1980 foi marcada por grandes turbulências internacionais, a começar pelo 2º Choque do Petróleo, quando os preços dos produtos duplicaram. Neste sentido, dada uma contração de crédito internacional motivada pela contração monetária adotada pelos EUA, o padrão de crescimento brasileiro (baseado em captação de poupança externa) foi diretamente afetado. Aliado a este fato estão a queda dos preços das exportações brasileiras e a alta inflação. Com os acontecimentos supracitados, planos restritivos foram adotados para conter o avanço da inflação na década e prejudicaram o avanço no financiamento de imóveis tanto para as classes altas quanto para as baixas, já que comprimiam os salários mediante perda do poder de compra. Com isto, durante a década de 1980 (especialmente o período de 1980 e 1984), a capacidade de financiamento de imóveis pelo SFH foi fortemente afetada, já que as suas principais fontes de recursos (FGTS, poupança e pagamento dos financiamentos) são pró-cíclicas.

Dada a diminuição do poder de pagamento dos mutuários, várias mudanças foram implementadas no SFH com o intuito de garantir a liquidez do sistema e continuar o financiamento de imóveis. Entre elas estavam a substituição da Tabela SAC pela Tabela Price, subsídios para os mutuários (o reajuste nominal dos salários não acompanhava os reajustes das prestações), renegociação dos contratos mediante reajuste das prestações, dos indexadores e da periodicidade dos reajustes e criação do Plano de Equivalência Salarial (PES) que reajustava as prestações dos mutuários mediante o reajuste salarial de cada categoria profissional.

Segundo Marques (2005, p. 276):

“Os subsídios contemplaram mutuários de todas as classes sociais, independentemente da renda ou padrão imobiliário. Imóveis de alto luxo e aqueles construídos para a população de baixa renda receberam os mesmos subsídios e foram liquidados em situações vantajosas para os mutuários, gerando tremendo rombo no fundo, que é dívida da União Federal, portanto, de toda a sociedade brasileira.”

Enquanto o sistema perdia fontes de financiamento devido à desaceleração da economia na década de 1980, o fluxo de pagamentos, além de diminuir com as renegociações de dívidas, também ficou comprometido com a perda real com o aumento da inflação e desindexação das dívidas. A consequência destas iniciativas para garantir a continuação dos pagamentos pelos mutuários foi muito custosa ao sistema, na medida em que gerou um descasamento entre passivos e ativos e levou à quebra e extinção do BNH em 1986 e esgotamento dos recursos financeiros do SFH que deixou de financiar boa parte dos agentes financeiros durante a década de 1990.

2.3 – Criação, histórico e funcionamento do SFI

Criado pela Lei 9.517 em 1997 durante o governo de FHC, o SFI (Sistema de Financiamento Imobiliário) tem como seu principal objetivo estimular o crédito imobiliário e incentivar novos empreendimentos habitacionais através da introdução de novos instrumentos de captação de recursos com maior liquidez, sendo que este sistema tem como inspiração o sistema norte-americano de financiamento imobiliário.

Sua criação surge da falta de capacidade do SFH em prover recursos suficientes ao crédito imobiliário, já que este tem como uma de suas principais fontes de recurso a caderneta de poupança. Além de a poupança ser um instrumento de captação de recursos regulada com destino (65% para o setor imobiliário e destes 80% para o financiamento habitacional) e taxa de remuneração (0,5% ao mês acrescido de TR) pré-definidos (o que diminui o apetite dos investidores frente a outras aplicações), ela também gera um descasamento de prazos entre passivos e ativos nas instituições financeiras, já que a sua captação acontece no curto prazo, com

os depósitos voluntários de pessoas físicas e jurídicas, e tem como destino aplicações de longo prazo (financiamento imobiliário).

Através de sua criação, novos instrumentos de captação de recursos surgiram para incentivar a concessão de crédito imobiliário não só de imóveis residenciais (como no caso do SFH), mas também de imóveis comerciais.

Neste novo sistema, as taxas são livres e pactuadas entre as partes. Ou seja, não há intervenção do governo ao impor taxas com retorno menores para as instituições. Além disto, o SFI não tem depende funding direto ou direcionado do governo, na medida em que capta seus recursos junto ao mercado de capitais.

Assim, alguns instrumentos foram criados para dar subsídio a estes novos tipos de operações. Entre eles estão: Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) criado pela Lei 9.514/1997 e Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e Cédulas de Crédito Bancário (CCB) criadas pela Lei 10.931/2004. Para tanto, a lei do SFI criou as companhias securitizadoras de crédito imobiliário e também reabilitou no mercado imobiliário o instituto jurídico de alienação fiduciária⁶. Além disso, o SFI modificou alguns dos instrumentos já existentes como as Debêntures, Letras Hipotecárias e as Cédulas de Crédito Bancário. (ROYER, 2009)

A Tabela 2 abaixo descreve as principais características destes novos instrumentos.

⁶ Transferência da posse de um bem móvel ou imóvel do devedor ao credor para garantir o cumprimento de uma obrigação.

Tabela 2 – Características dos novos instrumentos de concessão de crédito imobiliário

Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	Título de Crédito nominativo e de livre negociação no mercado de capitais lastreado em crédito imobiliário e com promessa de pagamento. É de emissão exclusiva da securitizadora, mas o lastro pode ser cedido pela instituição originadora do crédito.
Cédula de Crédito Imobiliário (CCI)	Título executivo extrajudicial que representa direitos de créditos imobiliários com fluxo de pagamento parcelados, sendo emitidos pelos credores dos créditos imobiliários. Não são passíveis de serem negociados no mercado de capitais, contudo podem ser utilizados como lastro para a emissão de CRI's.
Letra de Crédito Imobiliário (LCI)	“Título de crédito que pode ser lastreado por créditos imobiliários ligados ao instituto jurídico tanto da hipoteca quanto da alienação fiduciária de um imóvel.” (ROYER, 2009)
Debêntures	Título emitido somente por sociedades anônimas não financeiras, de capital aberto e como garantia de seu ativo.
Letra Hipotecária (LH)	Título emitido por instituições financeiras autorizadas a concederem créditos imobiliários. São emitidos vinculados a uma hipoteca.
Cédula de Crédito Bancário (CCB)	Título emitido representando uma promessa de pagamento decorrente de uma operação de crédito de qualquer modalidade.

Fonte: Elaboração própria com base em Royer (2009)

Com a criação do SFI, as principais instituições financeiras a desempenharem papel na concessão de crédito imobiliário são a CEF (Caixa Econômica Federal), os Bancos Comerciais e de Investimentos, as Cooperativas de Crédito, as Companhias Hipotecárias, as Sociedades de Crédito e as Companhias Securitizadoras (Lei 9.514/1997).

Tabela 3 – Características das instituições financeiras

Caixa Econômica Federal (CEF)	Entidade Central do SBPE remanescente das Caixas Econômicas (entidades de autarquia que tinham como finalidade estimular a poupança popular).
Cooperativas de Crédito	Associação em uma sociedade ou empresa que tem como objetivo promover o benefício comum. Têm o objetivo de proporcionar recursos específicos aos associados. No caso: crédito imobiliário.
Companhias Hipotecárias	Sociedades anônimas e não vinculadas ao SFH. Concedem financiamentos no ramo imobiliário. Podem emitir cédulas e letras hipotecárias, além de debêntures.
Sociedade de Crédito Imobiliário	Sociedade que tem como objetivo realizar financiamentos imobiliários e renegociação de crédito. São altamente reguladas pelo Bacen.
Companhias Securitizadoras	Sociedades anônimas de capital aberto que tem como objetivo securitizar e garantir as operações no mercado secundário. Emitem CCI's e LH's lastreadas em títulos de crédito que constituem o seu ativo.

Fonte: Elaboração própria com base em Rocha (2008)

Como bem resume Royer (2009):

“Como se pode depreender dos principais instrumentos e da forma como foi estruturado, o SFI constitui na verdade um marco regulatório da participação e da operação de instituições financeiras e correlatas no financiamento imobiliário e no mercado de capitais, diferente do SFH, que buscava constituir um aparato estatal para o financiamento de habitação (...).”

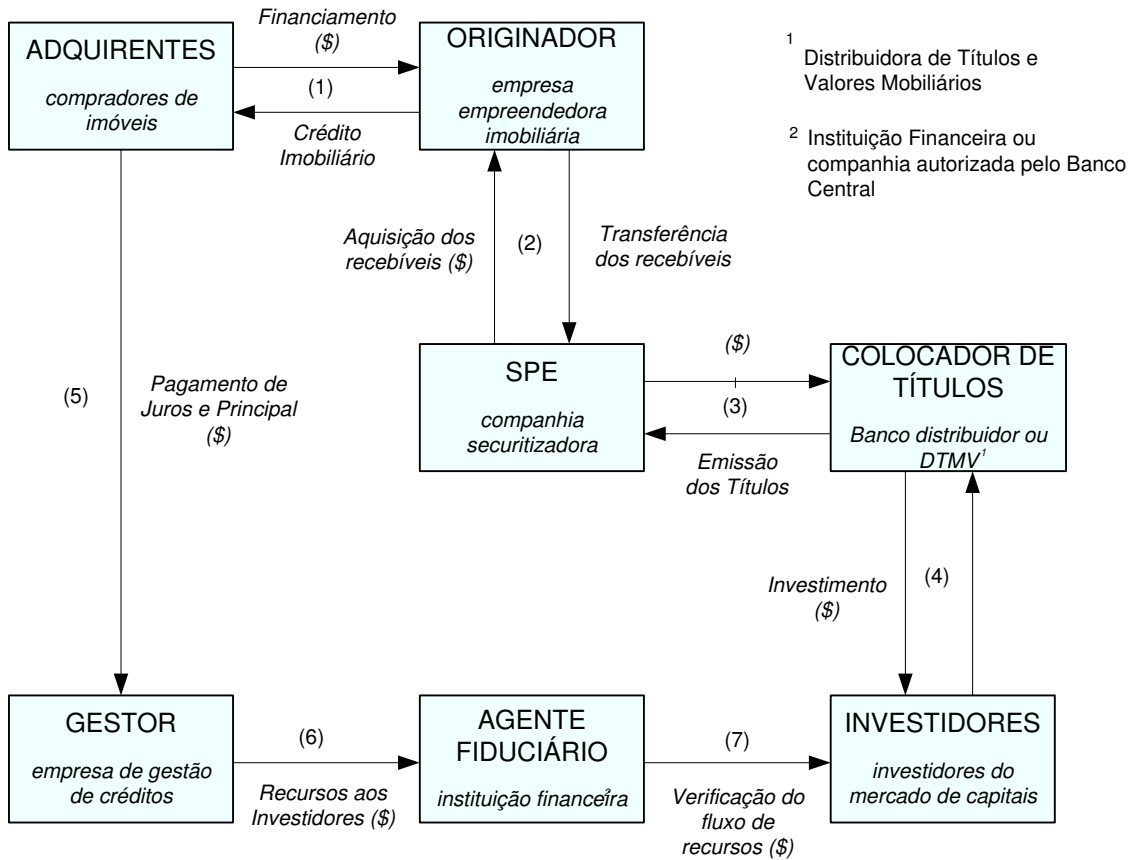
Como é possível observar, o intuito da criação do SFI foi, ao ver que o SFH teria em um futuro não muito distante uma limitação de recursos para o crédito imobiliário, antecipar este evento e prover instrumentos para incentivar o direcionamento de recursos, provendo aos

investidores do mercado de capitais, segurança através da securitização e da alienação fiduciária. (ROYER, 2009)

Segundo o artigo 8º da Lei que instituiu o SFI (Lei 9.514/1997), “A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos”. Como foi possível estudar no capítulo anterior, a securitização promove a ligação entre o mercado imobiliário e o mercado de títulos, na medida em que transforma recebíveis de empréstimos imobiliários em ativos passíveis de venda a investidores em busca de maiores rendimentos e dispostos a comprar riscos. Além disto, a securitização, como alguns autores defendem, tem um enorme potencial de injetar liquidez no mercado e reduzir o custo de captação de recursos para a concessão de créditos.

Assim com no capítulo anterior, segue abaixo um esquema para ilustrar o fluxo de financiamento agora possível com o SFI e a sua nova ferramenta: a securitização.

Figura 4 – Estrutura básica de uma operação de securitização imobiliária



Fonte: Vedrossi, 2002

Como é possível observar pela Figura 4 retirado de Vedrossi (2002), o esquema de securitização é muito parecido com o utilizado nos EUA, na medida em que os “Investidores” estão para os fundos de pensão e investidores institucionais americanos e os “Adquirentes” estão para as famílias com dívidas hipotecárias. Ainda segundo Royer (2009), os CRI’s são equivalentes às MBS’s (Mortgage-Backed Securities) norte-americanas, o que reforça a afirmação de que os instrumentos criados através do SFI tiveram como inspiração os utilizados no sistema de financiamento imobiliário norte-americano. Com o modelo norte-americano expondo as suas qualidades na época, criou-se a expectativa de que através da securitização haveria uma diluição dos riscos e isto estimularia o mercado de capitais a investir em ativos securitizados.

Já a alienação fiduciária foi, segundo Royer (2009), o mais inovador instrumento no Brasil instituído pelo SFI e incorporada ao Código Civil pela Lei nº 10.913/2004, sendo aquele, um instrumento legal que tem por objetivo proteger o investidor e com isto gerar maior liquidez para o crédito imobiliário. Ao contrário da hipoteca que consiste na transferência do direito de posse e do domínio ao mutuário, a alienação fiduciária consiste na transferência somente a posse e não o domínio.

Como descrito logo acima, dado que a hipoteca consiste na transferência do direito de posse e do domínio ao mutuário, em caso de inadimplência a sua execução fica extremamente prejudicada. Aliado a isto, há o fato de o sistema judiciário brasileiro ser extremamente lento e também de a legislação proteger as famílias que vivem e tem como único bem o dado em garantia. Com isto, torna-se extremamente difícil (se não impossível) de o credor reaver capital, inviabilizando assim, segundo especialistas, o afloramento de crédito para o setor imobiliário.

A alienação fiduciária surge justamente para diminuir o risco do capital investido no setor imobiliário. Ao transferir-se somente o direito de posse, mas não o de domínio (este fica com o banco), este novo instrumento permite que a garantia seja executada mais rapidamente na medida em que somente um processo administrativo é exigido e não um processo judicial (este podendo demorar até 10 anos, enquanto aquele demorando em média 6 meses). Graças a esta nova legislação, segundo alguns teóricos, os investidores sentem-se mais atraídos a injetarem capital no mercado de imóveis e também a exigir uma taxa de juros menor na medida em que a diminuição da taxa de juros reflete um menor risco ao capital alocado.

Além destes marcos regulatórios instituídos pela Lei nº 9.514/1997, a Lei nº 10.913/2004 instituiu a LCI, a CCI e a CCB e aperfeiçoou o “Patrimônio de Afetação” e o “Valor Incontroverso”. Por “Patrimônio de Afetação” entende-se o ato de separar a os ativos de empreendimento dos ativos da construtora e incorporadora, evitando-se assim que em caso de falência de uma destas empresas, os empreendimentos sejam concluídos, enquanto o “Valor Incontroverso” tenta viabilizar a continuação do pagamento dos contratos cujos valores estão sendo questionados judicialmente. Quanto à CCI, a lei diminuiu os custos de emissão destes títulos, já que eles passaram a ser registrados em um sistema de liquidação e não mais em um cartório (BIANCARELI; LODI, 2006)

Como é possível observar através das descrições acima do SFI e de seus instrumentos, este sistema representou uma grande revolução (para o bem ou para o mal) tanto no setor de imobiliário quanto no mercado de capitais. Cabe agora uma análise de como estes instrumentos se comportaram durante estes anos e se a sua criação foi realmente necessária para ampliar os recursos destinados ao setor.

2.4 – Conjuntura do sistema de financiamento de imóveis

Apesar da constituição de um novo modelo de financiamento imobiliário instituído pelo SFI em 1997, a principal forma de financiamento imobiliário ainda ocorreu, até meados da primeira década de 2000, através de recursos direcionados. Como apontam Biancareli e Lodi (2009), o financiamento imobiliário no país tem ainda como principal figura o SFH (como apontado anteriormente) cujo funding é o SBPE e o FGTS.

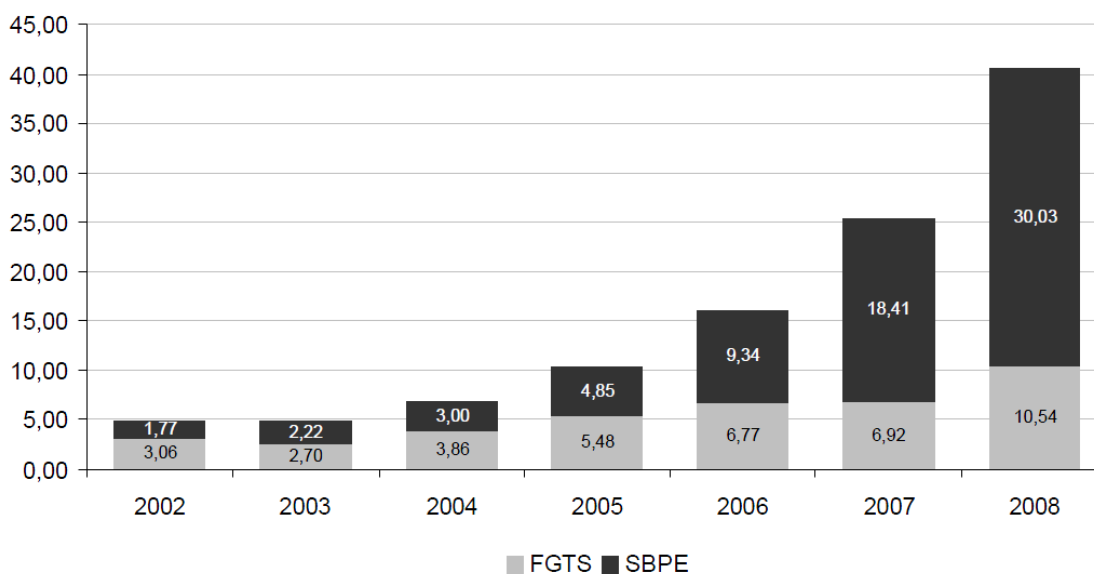
Segundo o relatório de 2012 do Uqbar⁷, “[a] maior fonte tradicional de financiamento imobiliário tem sido os depósitos de caderneta de poupança, conforme o funcionamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)” (Uqbar, 2012, p. 13)

⁷ Uqbar é uma empresa especializada em pesquisa de mercado financeiro.

<http://www.uqbar.com.br>

Gráfico 9 – Valores contratados pelo SBPE-FGTS (2002-2008)

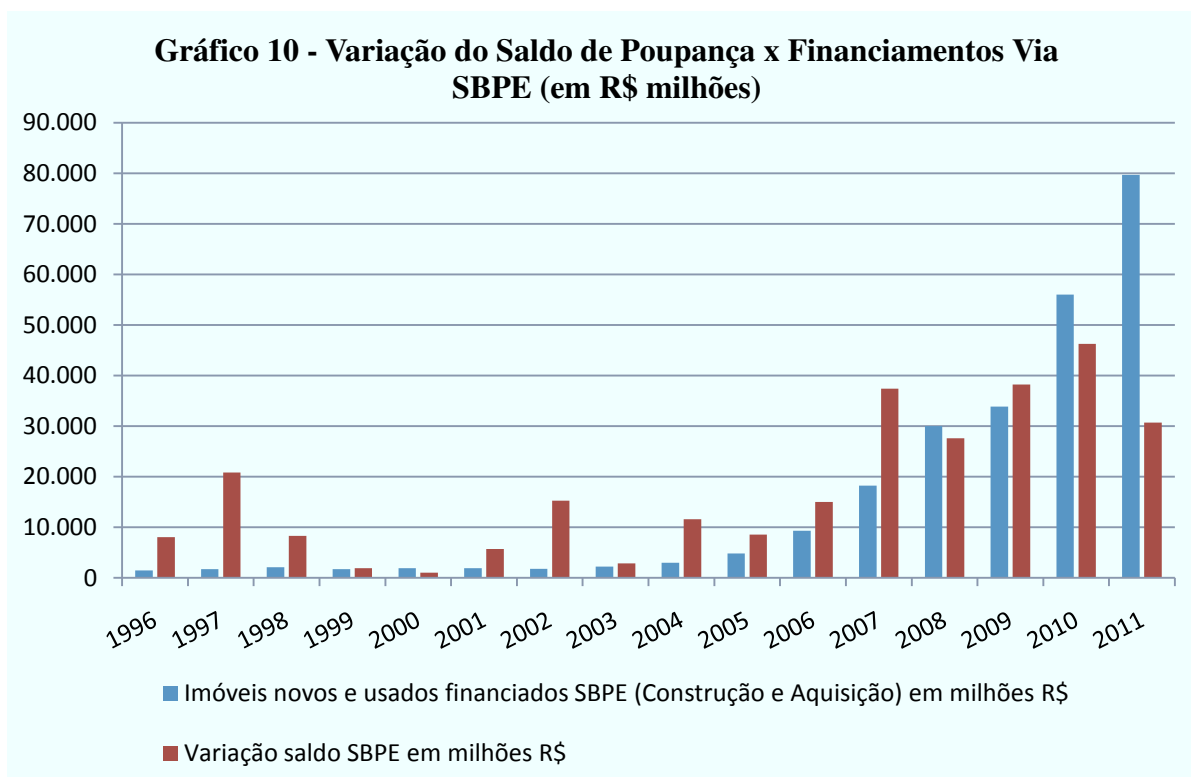
(em R\$ bilhões)



Fonte: CBIC (2008). Apud Shimbo (2010)

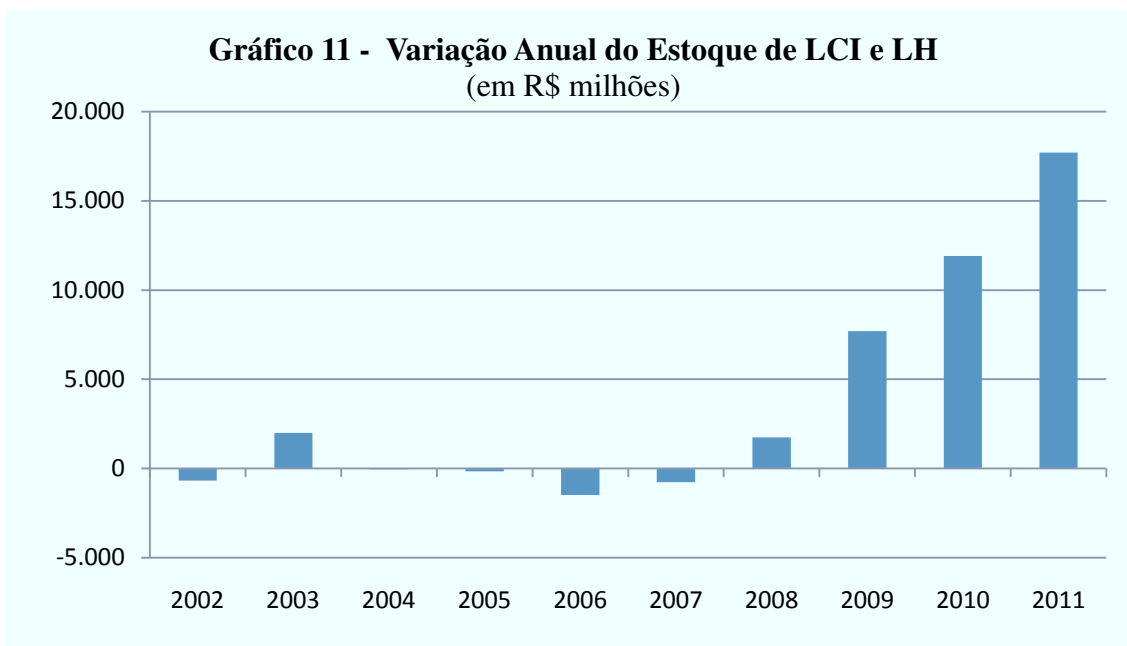
Através do Gráfico 9 elaborado por Shimbo (2010), é possível observar o crescimento vertiginoso do crédito imobiliário direcionado desde o início do Governo Lula. Ainda segundo a autora, o recente boom imobiliário entre 2007 e 2008 foi possibilitado graças a duas medidas tomadas pelo governo federal com o intuito de fomentar a construção civil no país. A primeira delas se refere à melhoria do sistema regulatório com uma maior segurança jurídica para as incorporadoras, construtores e investidores por meio da Lei do Patrimônio de Afetação (Lei nº 10.931/2004) e também pelo fato de, através de a Resolução nº 3.259 do CMN (Conselho Monetário Nacional), ter permitido a liberação dos recursos do SBPE retidos no Banco Central e tornado assim desvantajoso a suaretenção pelos os bancos privados. Já a segunda se refere “[...] à melhoria do crédito para pessoa física a partir da redução das taxas de juros, do aumento dos prazos de pagamento (até trinta anos) e da diminuição nos valores de entrada (necessidade de menor poupança prévia) – além da ampliação da quota de financiamento de imóveis (para imóveis usados, por exemplo, de 70% do valor total do imóvel passível de ser financiado passou-se para 90%).” (SHIMBO, 2010, p. 91)

Contudo, conforme mostra o Gráfico 10, os financiamentos de imóveis efetuados com recursos do SBPE foram sempre menores do que a variação do estoque da caderneta de poupança até 2009. Como é possível também observar pelo mesmo gráfico, há um grande aumento pela procura de financiamento de imóveis via SBPE (prova de que durante a década de 2000 houve um grande crescimento da economia aliado a um grande crescimento no mercado imobiliário). Como atestam Biancareli e Lodi (2009), a crise mundial de 2008 não teve grandes impactos no financiamento imobiliário brasileiro, já que a maioria do crédito advém de recursos direcionados e, portanto, não depende das expectativas de investidores externos para a captação de recursos.



Fonte: Banco Central

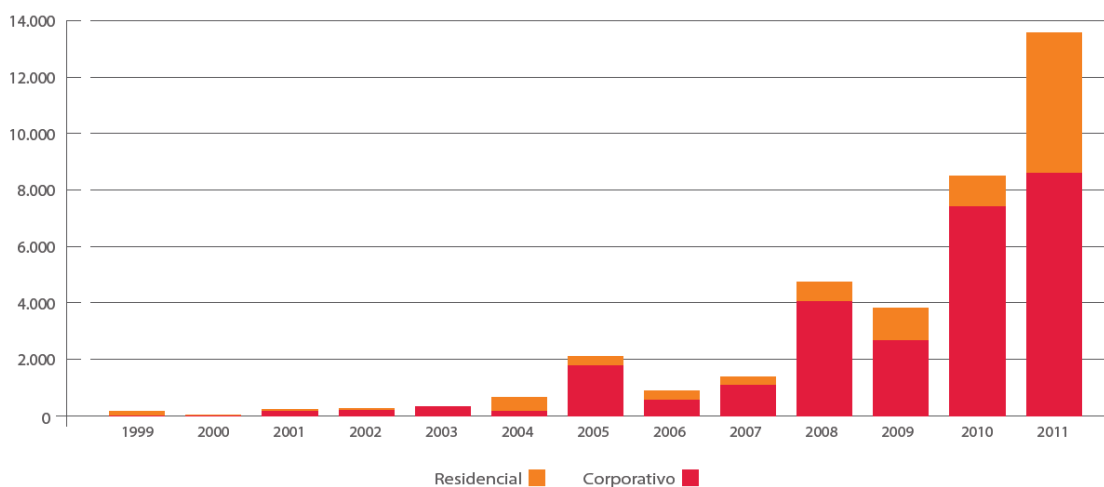
Além deste fator, também é possível observar durante o período de 2001 e 2011 através do Gráfico 11, que até o ano de 2008 não houveram grandes variações nos estoques de LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e LH (Letra Hipotecária). Estes instrumentos começam a aflorar somente quando há um grande aumento do financiamento de imóveis via SBPE e a variação no saldo de poupança não cresce na mesma proporção.



Fonte: Cetip

Como é possível observar também pelo Gráfico 12, em 2008 também houve um grande aumento na emissão de CRIs o que evidencia um esgotamento do SBPE e FGTS em prover recursos ao crédito imobiliário.

Gráfico 12 – Histórico do Montante de Emissões de CRI
(em R\$ milhões)



Fonte: Anuário Uqbar (2012)

Apesar da implementação do SFI permitir novos padrões de financiamento imobiliário aproximando o mercado de capitais do mercado de crédito, Shimbo (2010) questiona a sua real capacidade de atuar no problema do déficit habitacional que, segundo Biancareli e Lodi (2009), é de 8 milhões de unidades no Brasil.

Observando justamente este déficit habitacional existente no país, é que, em 2009, o governo lança o pacote habitacional “Minha Casa, Minha Vida”. Com o objetivo de diminuir drasticamente o déficit habitacional e, por isto, focado na população de baixa renda (classes C e D), o pacote se propõe a incentivar a provisão privada de habitação por meio de medidas regulatórias e aumento dos recursos ao financiamento imobiliário. Além disto, ao incentivar a construção civil e o desenvolvimento do setor imobiliário, o pacote também tinha o objetivo de diminuir os impactos da crise internacional de 2008 na economia brasileira através da geração de demanda agregada. Ou seja, uma política anti-cíclica de inspiração keynesiana, na medida em que o autor defende que saídas para crises econômicas devem ser encontradas no aumento do gasto e do investimento.

Com base na cartilha elaborada e publicada pela Caixa Econômica Federal, é possível sumariá-la em quatro modalidades de financiamento:

1. Habitação para famílias com renda de até R\$ 1.600,00: aquisições de empreendimentos na planta com financiamento pelo fundo criado pelo pacote (FAR – Fundo de Arrendamento Residencial).
2. Habitação para famílias com renda entre R\$ 1.600,00 e R\$ 5.000,00: financiamento para empresas do ramo imobiliário construírem empreendimentos que contemplem os requisitos para imóveis de famílias entre esta faixa de renda.
3. Operações coletivas urbanas e rurais em parceria com associações e cooperativas sem fins lucrativos: financiamento para famílias com renda até R\$ 1.600,00 no caso urbano e, no caso rural, financiamento para famílias com renda bruta anual de até R\$ 7.000,00.
4. Crédito cooperativo para infra-estrutura: linha de financiamento para infra-estrutura de empreendimentos internos/externo aos empreendimentos habitacionais.

Obedecidos os critérios apresentados pela cartilha (como tamanho da planta, infraestrutura e parceria com estados e municípios), a CEF financia o empreendimento e, após a sua

construção, também os mutuários, podendo subsidiar o valor do imóvel de 60% a 90% (para unidades habitacionais de 41 a 52 mil reais por unidade), sendo este subsídio válido para famílias com renda de até R\$ 1.600,00. Para esta modalidade, a União fará um aporte de até 16 bilhões de reais (de um total de R\$ 34 bilhões para todo o programa) e financiará a construção de até 400 mil unidades habitacionais. Segundo Arantes e Fix (2009), “o volume de subsídios que mobiliza, 34 bilhões de reais (o equivalente a três anos de Bolsa-Família), para atender a população de 0 a 10 salários mínimos de rendimento familiar, é, de fato, inédito na história do país – nem mesmo o antigo BNH dirigiu tantos recursos à baixa renda em uma única operação”.

Já para as famílias com renda até R\$ 5.000,00 estão previstas a construção de 600 mil unidades habitacionais, sendo que seu modelo diverge do anterior na medida em que as construtoras apresentam os projetos à CEF, esta os pré-analisa, autoriza o lançamento e comercialização, e após a conclusão da análise e comercialização mínima exigida, assina o contrato de financiamento. Após isto, a Caixa financia diretamente a pessoa física durante a obra e o montante é abatido da dívida da construtora.

Neste modelo de financiamento (Minha Casa, Minha Vida) é possível financiar até 100% do imóvel em até 30 anos. Além disto, há uma clara intenção do governo em estimular a aquisição de imóveis por parte da população de baixa renda, já que há um subsídio que varia de R\$ 2.000,00 a R\$ 23.000,00 para famílias com renda entre 3 e 6 salários mínimos e uma grande redução nas taxas de juros cobradas que variam entre 5% e 8,16% ao ano acrescidas da TR.

Em uma analogia com os EUA, este público alvo para aquisição de imóveis (famílias com baixa renda) são os nossos NINJAS. Como uma forma de evitar uma quebra deste sistema de financiamento, foi criado o “Fundo Garantidor” que é em sua essência um “colchão público no caso de inadimplência dos nossos mutuários subprime” (ARANTES; FIX, 2009).

Dadas as características e a evolução dos sistemas de crédito imobiliário acima descritas, é possível observar que apesar de o método de financiamento imobiliário estar se deslocando de recursos direcionados para recursos livres através da securitização, é de extrema importância ressaltar que isto está ocorrendo em empreendimentos corporativos e residenciais de alta renda, restando ao governo a tarefa de incentivar o financiamento de imóveis para a população de baixa renda como é o caso do programa “Minha Casa, Minha Vida”.

2.5 - Razões para o Brasil não adotar o sistema americano de financiamento imobiliário

Através da exposição realizada no capítulo 1, é possível observar como evoluiu o sistema de financiamento imobiliário norte-americano. Também foi possível observar como a desregulamentação do estado aliado à vontade capitalista de expandir os seus horizontes de financiamento, culminaram na concessão de crédito a cidadão que não tinham condições de arcar com a dívida. Caso não houvesse a inovação financeira da securitização, provavelmente os agentes financeiros não iriam estar dispostos a correr tamanho risco. Apesar do sistema norte-americano prover a possibilidade de financiamento de unidades habitacionais a pessoas que anteriormente viviam de aluguel ou em péssimas condições, este modelo não é sustentável já que cabe à livre iniciativa as decisões de investimento sem planejamento superior algum.

Já o capítulo 2 discute a evolução do sistema de financiamento brasileiro. Após os planos adotados para solucionar a questão do déficit imobiliário não surtirem os efeitos desejados (solucionar o déficit imobiliário brasileiro), o governo federal instituiu o SFI. Segundo Shimbo (2010), o SFI foi instituído para complementar o SFH. Ou seja, o SFI surgiu com a missão de complementar os recursos de destinação pré-estabelecidos (FGTS e Poupança) com recursos livres e emissão de CRI's (Certificados de Recebíveis Imobiliários). Contudo, segundo Royer (2009), a implementação do SFI não garante que o problema do déficit habitacional seja resolvido. Pelo contrário: para a autora há uma ineficiência em estruturar políticas universalizantes através do SFI.

Fix (2011) resume de forma clara as diferenças entre os sistemas de financiamento imobiliário dos dois países:

“Enquanto nos EUA a securitização incidiu sobre o sistema de hipotecas estruturado nos anos 1930 e que teve continuidade ao longo do século, no Brasil a extinção do BNH gerou uma interrupção no desenvolvimento do sistema de crédito. A retomada, nos anos 1990, priorizou não a articulação do sistema nos moldes do SFH, mas sim a sua reconfiguração, já nos moldes preconizados pelo modelo norte-americano. Medidas de estímulo ao desenvolvimento dos mercados hipotecários em países ditos emergentes foram sugeridas em documentos produzidos em diversas instituições, tais

como: Banco Mundial, Fanny Mae e Freddie Mac, Fundação Getúlio Vargas e associações empresariais brasileiras.” (p. 128)

Além disto, Fix (2011) também aponta como houve pressão política para a implementação do SFI, dado que julgava-se que o sistema norte-americano era mais apropriado para o Brasil, pois este sistema não impunha dependências de funding direto ou direcionamento obrigatório, ao contrário do SFH. Deu-se assim o início do vínculo entre o mercado de capitais e o imobiliário.

Contudo, estas inovações nos mecanismos de financiamento imobiliário no Brasil não tiveram efeitos diretos sobre o déficit habitacional. A interferência do governo foi novamente necessária, como é o caso do programa habitacional “Minha Casa, Minha Vida”. Cabe, portanto, a pergunta: o déficit habitacional não foi solucionado por meio da desregulamentação, pois esta não foi completa como é o caso dos EUA, ou a interferência do governo é extremamente necessária onde não há interesses capitalistas?

Uma desregulamentação maior do sistema de financiamento imobiliário no Brasil (aos moldes dos EUA) poderia causar uma crise interna aos moldes da norte-americana e espanhola, com queda nos preços dos imóveis, desconfiança em relação aos títulos atrelados aos pagamentos de hipotecas e quebra de bancos.

Já a interferência do governo através do SFH e do programa “Minha Casa, Minha Vida”, é voltada para um crescimento sustentável dos ativos e com cunho social, na medida em que gera empregos através da construção de moradias de classes de baixa renda. A história por si só apresenta exemplos claros de como a livre ação do mercado leva a bolhas, que, quando estouradas por um simples questionamento, têm conseqüências desastrosas para todos os setores da economia. Portanto, é preferível um crescimento mais lento e sustentável do que um crescimento vertiginoso que possa ter como resultado uma bolha financeira.

CONCLUSÃO

Após a crise mundial de 1929, o mercado imobiliário norte-americano passou a exercer um papel de extrema importância no cenário econômico no país. Com a quebra da bolsa e, conseqüentemente, retração da economia, o governo norte-americano passa a ter uma grande preocupação em estimular a concessão de crédito para a aquisição de imóveis através de instituições de Saving&Loans.

Como exposto no segundo item do primeiro capítulo, muitas ações foram tomadas desde a década de 1930 para estimular o crédito imobiliário. Entre estes estímulos estão os programas de estímulo ao crédito e a criação de agências para a concessão e securitização de créditos hipotecários. Já a partir dos anos 1970, começa a surgir o embrião da securitização de hipotecas (divisão da Fannie Mae, criação da Ginnie Mae e da Freddie Mac e desenvolvimento das MBS's) sendo estas ações comandadas pelo governo norte-americano. Este ciclo de inovações se completa com incorporação de um novo mercado consumidor de imóveis através da informatização de sistemas de concessão de crédito na década de 1990.

Portanto, o desenvolvimento da interação entre o mercado imobiliário e o mercado financeiro, que culminou na crise de 2008, é devido a ações do governo cujo objetivo foi o estímulo ao crédito imobiliário. O arcabouço do sistema foi criado desde a década de 1930, sendo que o mercado foi guiado pelo governo para se desenvolver neste formato.

Culpar somente o mercado e a sua insaciável busca pelo lucro pela eclosão da crise de 2008, é no mínimo hipocrisia. As ações governamentais para o estímulo ao desenvolvimento do mercado imobiliário em conjunto com o financeiro, tiveram grande parcela na culpa. Não cabe aqui discutir as influências que os grandes agentes do mercado têm sobre as decisões governamentais, mas sim expor o fato de que o mercado não faz nada sem o consentimento do governo. Surge assim a importância interferência e do regulador.

No caso brasileiro, o capítulo 2 expõe primeiramente o desenvolvimento do mercado imobiliário através da criação do SFH (Sistema de Financiamento Habitacional). Este modelo se baseia na interferência do governo para a concessão de crédito imobiliário através de programas específicos através de instituições públicas. Contudo, a sua pequena capacidade de atuação, juntamente com a desaceleração da economia, levou ao esgotamento deste molde de atuação.

A criação do SFI (Sistema de Financiamento Imobiliário) ocorre no final da década de 1990 com inspiração nos moldes norte-americanos. Ou seja, o SFI tem como objetivo criar uma interação entre o mercado financeiro e o mercado imobiliário, para assim aumentar a quantidade de recursos destinados ao financiamento de imóveis.

Levadas em consideração a crise de 2008 e os efeitos arrasadores que tiveram sobre a economia norte-americana, é pertinente a discussão acerca dos moldes do sistema de financiamento imobiliário adotados no Brasil.

Como exposto no quarto subitem do Capítulo 2, as fontes de recursos direcionados estão crescendo em uma razão menor do que os financiamentos realizados com base nelas. Isto significa que inovações são necessárias para atender à demanda de crédito imobiliário.

Conduto, o aumento destas fontes não deve ser baseado na liberalização da interação entre o mercado financeiro e o imobiliário. A principal questão no país (no que tange o mercado imobiliário) é o déficit habitacional que ainda se encontra em torno de 8 milhões de unidades. Este déficit habitacional deve ser sanado mediante políticas governamentais (como é feito atualmente através do programa “Minha Casa, Minha Vida”) e não através de concessões de crédito através de instituições privadas. O déficit habitacional (apesar de caracterizar subdesenvolvimento) é uma importante fonte de crescimento do país, já que o seu combate significa investimentos na economia.

Assim, cabe ao governo interferir para que sejam disponibilizados créditos imobiliários às famílias sem grandes poderes aquisitivos através de programas governamentais. A liberalização para que o mercado conceda créditos a estas famílias pode (1) tornar as taxas de juros e prazos proibitivos ou (2) levar à securitização destes créditos e ter consequências graves para a economia brasileira.

Portanto, através do exposto, é sugerido ao Brasil um molde para a concessão de crédito imobiliário no qual o crédito para pessoas com baixo poder aquisitivo seja lastreado em FGTS e subsidiado pelo governo (inibindo assim a especulação e embriões para o surgimento de crises) e o crédito para as classes médias e altas seja concedido mediante funding em depósitos de poupança e securitizado para o mercado bancário para fundos de pensão.

REFERÊNCIAS

- ARANTES, P. F.; FIX, M. Como O Governo Lula Pretende Resolver O Problema Da Habitação. *Correio da cidadania*. v. 30 jul.2009.
- BARBOSA, F. H. A Indexação dos Ativos Financeiros: A experiência Brasileira. Rio de Janeiro: FGV, EGPE, agosto, 1992.
- BIANCARELI, A. M. & LODI, A. L. (2009). Financiamento ao setor imobiliário. Relatório do subprojeto “Mercado de crédito bancário”. Convênio BNDES – FECAMP – CECON - IE-UNICAMP - IE-UFRJ, Campinas, setembro 2009.
- CAGNIN, R. F. O mercado imobiliário e a recuperação econômica do EUA após 2002. Campinas: Unicamp. IE, 2007. (Dissertação, Mestrado em Economia)
- CAGNIN, R. F. Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, vol. 29, n. 3 (115), p. 256-273, julho-setembro, 2009.
- CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Minha Casa, Minha Vida: cartilha. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/>>. Acesso em: 15 junho, 2012.
- COLTON, K. W. “Housing finance in the United States: the transformation of the U.S. housing finance system”. Joint Center for Housing Studies, Harvard University, julho 2002.
- FERREIRA, T. P. A Concessão de Subsídios por meio do Sistema Financeiro de Habitação. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2004. (Dissertação, Mestrado em Economia)
- FGV Projetos. O crédito imobiliário no Brasil: caracterização e desafio. São Paulo, 2007.
- FIX, M. A.B. Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil. Campinas: Unicamp – IE, 2011. (Tese, Doutorado em Desenvolvimento Econômico)
- HUD. Evolution of U.S. housing finance system: A historical survey and lessons for emerging mortgage markets. U.S. Department of Housing and Urban Development – Office of Policy Development and Research, April 2006.
- MARQUES, C. G. Evolução histórica do SFH. *Revista Esmafe: Escola de Magistratura Federal da 5ª Região*, n. 9, abr. 2005
- ROCHA, F. P. O Sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil: Uma análise da oferta de crédito imobiliário do período 1994-2006. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina. Centro-Socioeconômico, 2008. (Monografia, Graduação em Economia)
- ROYER, Luciana de Oliveira. Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- SHIMBO, Lúcia Zanin. Habitação Social, Habitação De Mercado: A Confluência Entre Estado, Empresas Construtoras E Capital Financeiro. (doutorado) - EESC, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010.

- TORRES, E. Entendendo a crise do subprime. Visão do Desenvolvimento, BNDES, n. 44, 2008.
- TORRES, E.; BORÇA JR., G. R. Analisando a crise subprime. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dezembro 2008.
- UQBAR. Securitização e Financiamento Imobiliário. Anúário, 2012.
- VALLEE, D. E. A new plateau for the U.S. securitization market. FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) Outlook, 2006.
- VEDROSSI, A. O. O Sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil: Uma análise da oferta de crédito imobiliário do período 1994-2006. São Paulo: USP, 2002. (Dissertação, Mestrado em Engenharia)