

ANA CLÁUDIA MARINHEIRO CENTENO ROSSBACH

FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

MESTRADO EM ECONOMIA

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

2005

ANA CLÁUDIA MARINHEIRO CENTENO ROSSBACH

FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, sob a orientação do Professor Doutor Samuel Kilsztajn.

**SÃO PAULO
2005**

TERMO DE APROVAÇÃO

ANACLÁUDIA MARINHEIRO CENTENO ROSSBACH

FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

Dissertação aprovada como exigência parcial para obtenção do grau de Mestre no Curso de Pós-Graduação em Economia Política, da Pontifícia Universidade Católica, pela seguinte banca examinadora:

Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação/tese por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: _____ Local e

Data: _____

Dedico essa dissertação aos meus queridos filhos Mark e Erik e ao meu esposo Peter, pela paciência com que se abstiveram da mãe e esposa nas infindáveis horas de trabalho.

Obrigada meus queridos, pois nunca teria conseguido sem o amor e apoio de vocês!

AGRADECIMENTOS

Esse trabalho iniciou-se em 2000 quando ingressei no curso de mestrado e terminou quatro anos mais tarde nesse momento em que escrevo essas linhas.

Foram quatro anos muito duros da minha vida, talvez os mais duros em termos de desenvolvimento acadêmico e profissional. Uma coincidência que produziu, entre outros, um feliz resultado: essa dissertação.

A sinergia dos temas aos quais me dedicava simultaneamente no trabalho e na vida acadêmica, a habitação, repercutiu positivamente tanto no processo de desenvolvimento dessa dissertação como nos destinos da minha vida profissional.

Nem sei ao certo onde começam e onde terminam as contribuições externas a essa dissertação, acho que não haveria espaço suficiente nessa página para mencionar as inúmeras pessoas que, em diversos momentos da minha vida, foram fonte de inspiração e contribuíram para que eu trilhasse esse caminho.

Mas algumas pessoas eu não poderia deixar de mencionar aqui, pela importância dos rastros deixados ou pela intensa influência em minha vida. Vai aqui meu MUITO OBRIGADA para: meu pai Helio e minha mãe Maria Leonídia, que me conceberam e deram o melhor de si na minha criação, com dedicação inquestionável, apoio e suporte nos momentos mais difíceis; meus avós, por tudo que me ensinaram; meus irmãos, por existirem e cuidarem dos meus filhos; meus mestres, por tudo que sei; meu orientador, Samuel, pela paciência e grande ajuda durante esses quatro anos; meus amigos, sem os quais a vida não teria graça; meus colegas de mestrado, Ana Lúcia, Glauco, Marcel e Cris, pela força; meus colegas de trabalho, Gisela, Carolina, Luciana, por ouvir e contribuir; meus chefes, Paulo e Marcos, pelo tema. E por fim, mais uma vez e sempre, obrigada Mark Felix, Erik Tharsis e Peter.

RESUMO

Este trabalho efetua uma análise do modelo de financiamento habitacional adotado pelo Brasil. A partir de uma breve perspectiva histórica, são detalhados os principais instrumentos de captação, aspectos de regulação legal, agentes e desempenho recente.

No primeiro capítulo estão especificados os principais modelos de financiamento habitacional presentes no mundo atual, o sistema de depósitos de poupança, contratos de poupança prévia, títulos hipotecários, bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas. O segundo capítulo trata especificamente do mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos. No terceiro capítulo analisamos especificamente a evolução recente do modelo de financiamento habitacional brasileiro.

No Brasil a atividade de crédito imobiliário é exercida pelas instituições financeiras apenas em decorrência da obrigatoriedade imposta pela regulamentação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

A iniciativa de criação de um mercado secundário de hipotecas no Brasil, através do Sistema de Financiamento Imobiliário, o SFI, ainda é extremamente incipiente. Duas pré-condições básicas inexistem no Brasil para consolidar o sistema: ambiente macroeconômico favorável caracterizado por baixas taxas de juros; e existência de um mercado primário de crédito imobiliário desenvolvido, confiável e eficiente.

As conjunturas macroeconômicas, caracterizadas ao longo de muitos anos ambientes de alta inflação e taxas de juros, serviram como um entrave ao desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário. Atualmente, devido às elevadas taxas de juros de mercado, o negócio não é atrativo nem para os mutuários nem para as instituições financeiras. Já a demanda por financiamentos imobiliários, é obrigada a adaptar-se aos produtos existentes em um mercado financeiro oligopolizado, que exclui assim a maioria das famílias do país, cujos rendimentos não são suficientes para acessar um crédito imobiliário, e contribui para o avanço da informalidade.

Palavras-chave: financiamento habitacional, crédito imobiliário, habitação, política habitacional, sistema financeiro da habitação.

ABSTRACT

This paper analyses the housing finance system adopted in Brazil. From a historic perspective, issues like funding sources, legal framework, main agents and recent development had been detailed.

The main housing finance systems existing in the world are specified in the first chapter: the savings deposits, contract savings, mortgage bonds, housing banks and the secondary market for mortgages. The second chapter refers just to the secondary market for mortgages in the United States. In the third chapter we analyze specifically the recent developments of the Brazilian housing finance system.

In Brazil mortgage finance is made by the financial institutions in order to fulfill the legal requirements from the strong regulation of the savings linked system, known as Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, SBPE and from the federal pension severance guarantee fund, known as Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, FGTS.

The initiative of creating a secondary market for mortgages, through the Sistema de Financiamento Imobiliário or SFI, is still very incipient. Two basic pre conditions are missing in Brazil to consolidate this system: positive macroeconomic environment, with low market interest rates; and a developed, solid and efficient primary mortgage market.

For many years the macroeconomic environment consisted of high inflation and interest rates, which functioned as barriers for the mortgage market development. Today, as an effect from the high market interest rates, the mortgage business is not attractive either for the borrower or for the lenders. The demand for mortgage credit must get adapted to the existing products in an oligopoly financial market, which excludes the majority of the Brazilian families, whose income is not sufficient to access a credit, and contributes to improve the informal sector.

Key-words: housing finance, mortgage credit, housing, housing policy, housing finance system.

SUMÁRIO

Introdução	01
I – Modelos de financiamento habitacional	05
1. Depósitos de poupança.....	05
2. Contratos de poupança prévia.....	08
3. Títulos hipotecários.....	20
4. Bancos habitacionais públicos.....	26
5. Mercado secundário de hipotecas.....	34
II – O mercado secundário de hipotecas nos EUA.....	41
1. Government Sponsored Enterprises – GSE.....	42
2. Federal National Mortgage Association – Fannie Mae.....	50
3. Instrumentos financeiros.....	57
a) Modalidades de crédito imobiliário.....	58
b) Instrumentos de securitização.....	70
4. Impacto do mercado secundário nas taxas de propriedade.....	75
III – O Modelo de financiamento habitacional no Brasil.....	81
1. Histórico.....	81
2. Os fundos para-fiscais	92
3. O Sistema brasileiro de depósitos de poupança – SBPE.....	101
4. O Sistema de financiamento Imobiliário – SFI.....	109
a) A Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC.....	111
5. Limitações e perspectivas.....	117
Conclusão.....	126
Referências Bibliográficas.....	134

Introdução

No ano de 2001 aproximadamente 924 milhões de pessoas residia em assentamentos precários ou favelas (UN-Habitat, 2003b) o que correspondia nesse mesmo ano a um percentual de 31,6% da população mundial (UN-Habitat, 2003c). Essa constatação reflete o fato de que vivemos em um mundo marcado pela informalidade, onde o caminho para a obtenção de moradia digna está repleto de desafios.

De acordo com a Pnad 2001, no Brasil 4% da população morava em favelas, na mais absoluta informalidade e amplamente desprovida de infraestrutura urbana, com acesso restrito a serviços públicos de saúde, educação e transportes.

Adicionalmente essas comunidades, caracterizadas por pobreza e miséria, estão em muitos casos imersas em ambientes predominadas por insegurança e violência.

Como proporcionar a essas famílias acesso à moradia digna? Uma casa, ou um apartamento representa um investimento excessivamente elevado para essas famílias pobres e, via de regra, com fluxos de rendimentos variáveis, originados no mercado informal.

As instituições financeiras tradicionais trabalham normalmente em outras esferas da demanda, limitando-se a famílias com rendimentos mais elevados, menos voláteis e preferencialmente inseridas no mercado formal de trabalho. Mesmo nessa esfera os modelos de financiamento habitacional encontram desafios e limitações que requerem continuamente revisões e aperfeiçoamentos.

Diante dessa problemática, esse trabalho se propõe a analisar a trajetória brasileira de implantação e desenvolvimento de um modelo de financiamento habitacional calcado em pilares como a poupança privada e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, no bojo de políticas habitacionais mais amplas.

Para viabilizar uma análise crítica do sistema de financiamento habitacional implementado no Brasil, consideramos necessário discorrer e compreender outros sistemas de financiamento em âmbito internacional, mesmo porque podemos identificar no Brasil a existência de vários mecanismos presentes em outros países.

No primeiro capítulo estão especificados os principais modelos de financiamento habitacional presentes no mundo atual, o sistema de depósitos de poupança, contratos de poupança prévia, títulos hipotecários, bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas.

O segundo capítulo trata especificamente do mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos. Optamos por detalhar a análise do modelo norte-americano em razão da sua complexidade e diversidade de instrumentos e mecanismos, bem como sua relevância econômica. Nesse país o saldo de créditos imobiliários residenciais representa 65% do PIB, enquanto no Brasil e no Chile esse percentual é de 4% e 15% respectivamente (World Bank, 2002).

A importância desse modelo expande-se em âmbito internacional se observarmos que o mesmo vem sendo implementado e incorporado a outros sistemas de financiamento como alternativa promissora para ampliar a escala do crédito imobiliário em vários países, inclusive no Brasil.

Por fim, o terceiro capítulo trata do modelo brasileiro, traçando um histórico das políticas públicas de habitação e um descritivo dos três pilares

básicos do financiamento habitacional no Brasil: os fundos para-fiscais, o sistema brasileiro de depósitos de poupança e o sistema de financiamento imobiliário.

É importante ressaltar que o financiamento habitacional, objeto deste trabalho, embora seja um dos focos de políticas públicas habitacionais, não representa a única possibilidade de implementação de uma política habitacional eficiente.

Uma política habitacional pode e deve se valer de vários instrumentos e programas que podem incluir financiamento público e privado para aquisição de moradias.

Na Europa, principalmente na França e na Alemanha, a principal forma de intervenção na esfera de habitações de interesse social consiste na locação social em parque público e no estímulo ao aluguel privado. Ou seja, soluções que não necessariamente implicam na aquisição e conseqüentemente financiamento de moradias.

No Brasil urbanizações e regularizações consistem em eixos fundamentais da política habitacional. Essas ações por parte do poder público podem ser complementadas pela oferta pública e privada de imóveis, através de financiamentos imobiliários.

É necessário, para uma análise profunda das limitações e perspectivas de um determinado sistema de financiamento habitacional, identificar seu papel no bojo da política habitacional de um país. Ou seja, sua interação com programas alternativos e abrangência em termos das necessidades de todas as faixas de renda da população.

O papel de instituições financeiras públicas e privadas é outra distinção importante a fazer. Enquanto as últimas têm dificuldades em ampliar sua esfera de atuação para as famílias com menores rendimentos, as instituições públicas devem dispor de mecanismos para justamente suprir as deficiências do setor privado e focar sua atuação para famílias mais pobres.

O Estado, por outro lado, pode, além de regulamentar e fiscalizar o sistema a fim de manter a transparência e credibilidade do mercado privado, estimular a atuação do setor privado junto às populações de baixa renda, exercendo, dessa forma papéis indiretos através da concessão de incentivos fiscais, garantias de última instância ou mesmo captação de recursos.

I – Modelos de financiamento habitacional

Como resposta aos desafios impostos pela necessidade de moradia surgem ao longo da história, diversos modelos de financiamento habitacional. Considerando-se as peculiaridades existentes nas diferentes épocas e países os modelos desenvolvidos adquiriram especificidades próprias.

Os modelos predominantes nas economias no mundo serão analisados neste capítulo a fim de proporcionar uma maior compreensão sobre os mecanismos existentes, principais atores e suas funções.

A diferenciação básica entre os sistemas está na origem dos fundos e nos prazos para a concessão do crédito imobiliário. Os modelos mais importantes são: depósitos de poupança, contrato de poupança prévia (tradicionalmente conhecido como *Bausparkassen*), títulos hipotecários (*bonds* ou *Pfandbriefe*), bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas.

A próxima seção deste trabalho apresenta uma breve análise descritiva do modelo calcado nos depósitos de poupança.

1. Depósitos de poupança

O modelo de financiamento habitacional com captação de fundos através de depósitos de poupança é o mais tradicional de todos. Neste, o mecanismo consiste em: repassar na forma de empréstimo, recursos provenientes da poupança de indivíduos não compradores de imóveis a indivíduos compradores de imóveis.

A concessão de crédito imobiliário por meio deste sistema é tradicionalmente feita por bancos comerciais ou instituições de poupança e crédito como as *savings and loan associations* nos Estados Unidos. Neste país parte dos recursos concedidos para aquisição de imóveis é emprestada aos agentes financeiros privados pelo *Federal Home Loan Bank*, instituição de natureza pública.

A utilização de depósitos de poupança como fonte de recursos para crédito imobiliário reflete um modelo disseminado por vários países no mundo, nos Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Japão, em vários países da América Latina como o Brasil, além de muitos outros países na África e Ásia.

As principais características deste sistema de financiamento habitacional são:

- ✓ A instituição financeira intermediária do crédito cumpre as funções de originar e administrar o empréstimo durante sua vigência, além de captar fundos para o mesmo.
- ✓ Geralmente a taxa de juros para remuneração dos depósitos é variável e a taxa de juros do empréstimo é fixa.
- ✓ A natureza dos fundos captados é de curto prazo, o crédito é de longo prazo.
- ✓ O imóvel permanece como garantia da operação de crédito.

A principal vantagem para as instituições financeiras pode ser identificada na exploração de sinergias potenciais entre os diversos produtos oferecidos aos seus clientes e a carteira de crédito imobiliário. Ou seja, ao permanecer por um longo período ligado à instituição o cliente pode vir a demandar outros produtos oferecidos pela mesma.

Por outro lado, por tratar-se de empresas que oferecem um leque de diversos produtos financeiros, ou “multi-produto”, essas instituições não conseguem atuar em muitos nichos de mercado, justamente por não serem especializadas, limitando assim sua capacidade de ampliar sua participação no mercado.

Os principais riscos assumido pelas financiadoras neste modelo são:

- ✓ *Pipeline risk* – risco temporal entre o compromisso assumido na captação de recursos e a venda de um novo empréstimo.
- ✓ Risco de *portfolio* – trata-se do risco de queda de valor de uma carteira de ativos em resposta a mudanças nas taxas de juros de mercado.
- ✓ Risco de taxa de juros – risco de descompasso entre as taxas de juros dos depósitos (passivo) e operações de crédito (ativo).

Pode-se depreender que o sistema de depósitos de poupança apresenta riscos diversos para o agente financeiro. Exatamente por esse motivo desenvolveram-se em muitos países sistemas alternativos de captação de fundos para crédito imobiliário, como o mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos e o sistema de títulos hipotecários na Dinamarca. No Brasil o sistema é altamente regulamentado, como veremos no capítulo 3, e a concessão de crédito imobiliário com recursos da poupança é compulsória.

Apesar da popularidade do modelo, tendo em vista sua vasta aplicação internacional, em função da sua baixa complexidade optamos por não aprofundar esta análise. Nas seções seguintes detalharemos os demais modelos: contrato de poupança prévia, títulos hipotecários, bancos habitacionais públicos e mercado secundário de hipotecas.

2. Contratos de poupança prévia¹

O sistema consiste na captação de fundos através de depósitos de poupança vinculados a um crédito imobiliário. O poupador deve necessariamente poupar por um período pré-estabelecido para ter acesso a uma operação de crédito.

O objetivo principal do sistema é suprir a lacuna da oferta de fundos de longo prazo para crédito imobiliário, através de um produto atrativo para as famílias que compõe a demanda por habitação. A recompensa pela poupança é o acesso a um contrato de empréstimo. Assim as instituições financeiras conseguem manter um nível regular de depósitos, para garantir a liquidez suficiente para responder à demanda por empréstimos de longo prazo, que sem o ônus da entrada (já poupada), tornam-se mais acessíveis às famílias de menor poder aquisitivo.

É uma alternativa de riscos reduzidos para conceder crédito a famílias de média e baixa renda sem históricos de crédito, visto que durante o período de poupança estabelece-se uma relação de negócios entre a instituição financeira e o cliente.

Esse modelo originou-se na Alemanha, onde é conhecido por *Bausparkassen*, a partir de 1870 por meio da iniciativa privada. Após a Primeira Guerra Mundial desenvolveram-se associações de ajuda mútua sem subsídios governamentais. Em 1952, o governo alemão implementou um significativo esquema de subsídios para incrementar a oferta de habitações no período do pós-guerra (Friedemann, 2003).

¹ Do original em inglês *contract savings systems* (CSS).

O modelo foi desenvolvido também na França, Áustria, Repúblicas Tcheca e Eslovaca, África francesa e mais recentemente no Chile, Ucrânia e Índia.

O modelo de financiamento habitacional por meio de contratos de poupança prévia foi estruturado para suprir as deficiências do sistema financeiro de países emergentes, situação identificada na Alemanha e França no período imediatamente pós-guerra e dos países do leste europeu no pós-comunismo.

Na França é denominado de *epargne logement* e foi implementado, da forma como existe hoje, por meio de iniciativa governamental na década de 1970 a fim de incentivar a poupança privada canalizada para fins habitacionais. Esse sistema foi muito importante para incentivar a aquisição de moradias, no período compreendido entre 1970 e 1990 a taxa de acesso à propriedade subiu de 35% para 54% (Friedemann, 2003).

No Chile, a poupança prévia constitui, juntamente com o subsídio estatal, um dos pilares básicos para a política de provisão habitacional articulada pelo *Ministério de Vivienda y Urbanismo* a partir da década de 1980. Os depositários de poupança são os bancos, instituições financeiras, administradoras de fundos para moradia e cooperativas de habitação (Rojas, 2001).

Alguns países do leste europeu adotaram a poupança prévia enquanto modelo de financiamento para estimular o mercado imobiliário, bem como promover o acesso à habitação em uma conjuntura de transição de políticas habitacionais praticadas pelo comunismo (Diamond, 1998).

Nesses países o foco prioritário da ação governamental deslocou-se de práticas como aluguel social em parque imobiliário público, para uma política

voltada à aquisição de moradias produzidas pela iniciativa privada com importante participação governamental por meio da concessão de subsídios diretos e indiretos.

A prioridade nacional para a reconstrução em uma conjuntura de fraca oferta de crédito nesses países levou à implementação desse modelo, especialmente desenhado para prover fundos de longo prazo para crédito habitacional, e que demonstrou ser um instrumento efetivo de apoio à construção de moradias nos países onde está consolidado (Diamond, 1998).

Apesar de adquirir contornos específicos nos diversos países onde foi implementado, o contrato de poupança prévia prevê a concessão de um crédito imobiliário condicionado à acumulação de poupança mínima. Dessa forma, o contrato deve especificar (Friedemann, 2003):

- ✓ Montante total a ser liberado, percentual mínimo de poupança prévia, taxas de juros para a poupança e para o empréstimo.
- ✓ Prazo de poupança prévia, em geral 5 ou 6 anos antes da concessão do empréstimo.
- ✓ Prazo e valor do empréstimo, equivalente à diferença entre o montante contratual e o valor poupado.

Vale lembrar que o cliente possui o direito mas não a obrigação de tomar o empréstimo nas condições estabelecidas pela instituição financeira. Esta por sua vez, deve compulsoriamente canalizar os fundos gerados pelos depósitos de poupança para fins de crédito imobiliário.

Os principais atores desse sistema são a instituição financeira, o cliente e o governo. Em alguns países, como na Alemanha e nas Repúblicas Tcheca e Eslovaca, existem instituições especializadas em Contratos de Poupança Prévia. Na Alemanha essas instituições são normalmente subsidiárias de

grandes bancos comerciais. Na França, os agentes principais do sistema são bancos comerciais (Friedemann, 2003).

Sob o ponto de vista do cliente a grande vantagem consiste na comprovação prévia da capacidade de pagamento, ou seja, o cliente não precisa se submeter a uma aprovação de risco de crédito no momento da concessão do empréstimo, já que demonstrou durante o período de poupança prévia condições de cumprir com as obrigações financeiras mensais decorrentes do empréstimo (Lea, Renaud, 1995).

A articulação de subsídios governamentais, seja na forma de incentivos fiscais ou taxas de juros subsidiadas, consiste em outra vantagem para o tomador do empréstimo, principalmente para aqueles provenientes das camadas de renda menos favorecidas. A forma de concessão de subsídios, no crédito imobiliário e não no preço do imóvel, promove uma redução no custo do financiamento e beneficia diretamente o comprador e não os empreendedores do mercado imobiliário (Lea, Renaud, 1995).

Existem basicamente duas formas de subsídio: direto no preço de aquisição do imóvel e indireto por meio de incentivos fiscais. O primeiro consiste em auxílio direto do governo para complementar um financiamento e reduzir o custo do imóvel para o comprador final, o segundo consiste na isenção fiscal para os juros de remuneração da poupança prévia.

Para a instituição financeira as vantagens consistem na sinergia potencial entre os diversos produtos oferecidos pela instituição ou *cross-selling*, e o baixo risco de crédito decorrente da demonstração prévia da capacidade de pagamento do tomador do empréstimo (Lea, Renaud, 1995).

Os riscos para o agente financeiro estão relacionados à inflação e taxa de juros e podem ser divididos em: riscos de liquidez, taxa de juros e lucratividade.

Em relação ao risco de liquidez, uma elevação da taxa de inflação ou queda da taxa de juros pode causar retração no fluxo de poupança. A instituição corre o risco de não ter fundos suficientes para emprestar.

O risco de ocorrer descompasso entre taxas de juros pagas aos poupadores (mais altas) e cobradas dos mutuários pelos empréstimos (mais baixas), ocasionado por quedas nas taxas de juros é conhecido como risco de taxas de juros. Ou seja, um comportamento declinante da taxas de juros pode ocasionar um *spread* negativo para a instituição financeira quando as taxas de juros são variáveis tanto para a poupança como para o empréstimo.

Por fim existe o risco proveniente do excesso de volume de fundos de poupança prévia nas demonstrações financeiras. No período de maturação do sistema pode haver um achatamento da lucratividade da instituição financeira quando a poupança prévia precisa ser remunerada a taxas de juros de mercado.

Os contratos de poupança prévia podem assumir dois formatos básicos, fechado e aberto, ambos com o objetivo de garantir *spreads* positivos entre as taxas cobradas dos contratos de crédito imobiliário e as taxas de remuneração da poupança.

O modelo da Alemanha, conhecido como Fechado ou *Bauspar*, tem como principal característica taxas de juros fixas pré-acordadas através de contrato específico para remunerar a poupança e o empréstimo. Essas taxas permanecem, portanto, imunes a variações de mercado, permanecendo

estáveis ao longo do tempo entre 2,5% e 4% ao ano com *spread* constante de 2% (Lea, Renaud, 1995).

No modelo aberto, França, as taxas de juros para as operações de crédito imobiliário são estabelecidas apenas ao final do período de poupança prévia. Nesse modelo, embora as taxas de juros sejam fixas, a taxa da poupança pode ser diferente da taxa do empréstimo, pois diferentemente do modelo alemão, as taxas oscilam ao longo do tempo para os novos contratos, embora sejam reguladas pelo Ministério de Finanças (Lea, Renaud, 1995). De qualquer forma a instituição procura manter, como na Alemanha, um *spread* de 2% (Friedemann, 2003).

Nos modelos fechados o risco de variação das taxas de juros de mercado está limitado contratualmente, pois as taxas de juros são fixas; nos modelos abertos condições de poupança e empréstimo podem ser diferentes, pois ao final do período de poupança são pactuadas novas taxas para o empréstimo. Entretanto é necessário garantir um elevado grau de confiança para os clientes, ou seja, mudanças drásticas de taxas de juros entre as pactuadas para o período de poupança e para o financiamento só devem ser previstas para uma próxima geração de poupadores, sem prejudicar os contratos vigentes (Friedemann, 2003).

O modelo constitui uma importante ferramenta para o governo mobilizar fundos para a expansão da oferta habitacional por meio da concessão de subsídios para induzir atividades de poupança, especialmente para grupos de baixa e média renda. Ao incentivar a poupança em vez de subsidiar diretamente no preço a aquisição ou produção de habitações o governo viabiliza o acesso à moradia para os grupos da população com menor capacidade de endividamento.

Os contratos de poupança prévia também podem ser facilmente monitorados pelo governo, pois os fundos captados e obrigatoriamente aplicados em habitação, são registrados no balanço separadamente pelo agente financeiro.

Assim, a transparência da gestão dos fundos inerente ao modelo permite o acompanhamento da aplicação dos mesmos, bem como a avaliação de sua eficácia para ampliar a provisão habitacional, tendo em vista o impacto orçamentário e potenciais distorções de mercado provocadas pelos subsídios concedidos pelo governo.

O governo é responsável pela integração entre os contratos de poupança prévia e o mercado financeiro, por estabelecer um marco regulatório adequado, a fim de permitir que seus agentes atuem de forma articulada sem promover distorções na dinâmica do mercado; e pela fiscalização a fim de garantir confiabilidade ao sistema.

Ao governo cabe, complementarmente, o papel de garantidor da estabilidade do sistema, protegendo e regulando o mercado. Quando variáveis externas, como altas taxas de inflação, ameaçam a liquidez do sistema (demanda por empréstimos maior do que fluxo de poupança) o governo deve intervir a fim de estabilizar o mercado, alterando o marco regulatório quando for necessário.

Os principais problemas característicos dos mercados emergentes para financiar imóveis são:

- ✓ Ausência de captação de fundos (poupança) de longo prazo.
- ✓ Predominância de imóveis em situação irregular, inviabilizando sua utilização como garantia hipotecária.

- ✓ Inexistência de sistemas eficientes de avaliação do imóvel para garantia do empréstimo.
- ✓ Processos longos e custosos de execução de garantias.
- ✓ Dificuldade para o tomador de empréstimo para pagar a diferença entre o valor financiado e o preço total do imóvel².
- ✓ Capacidade de pagamento das famílias limitadas pela predominância de população de baixa renda, prejudicando o acesso ao crédito não subsidiado.
- ✓ Elevadas taxas de inflação.
- ✓ Taxas de juros elevadas induzem os agentes financeiros a direcionarem os investimentos para crédito de curto prazo, câmbio e títulos do governo.

Apesar dos problemas acima evidenciados o contrato de poupança prévia pode ser considerado um mecanismo importante para suprir algumas deficiências identificadas em mercados emergentes, como a conciliação de prazos de captação com os de empréstimo, a dificuldade de acesso ao crédito por famílias de baixa renda, e a necessidade de estimular a poupança privada.

Exemplos de sua eficiência em termos de ampliar o acesso à moradia própria podem ser identificados na Alemanha e na França. Neste primeiro país existe uma certa divisão de mercado entre os bancos comerciais ou hipotecários e as *Bausparkassen*.

Os bancos comerciais ou hipotecários operam com os créditos hipotecários de melhor qualidade sem poupança prévia, denominados de primeira linha, enquanto as *Bausparkassen* comercializam os créditos de

² Bancos geralmente aceitam financiar por volta de 60% a 70% do valor do imóvel (Friedemann, 2003). O termo usualmente utilizado na literatura técnica especializada é LTV, que significa *loan to value* ou em português empréstimo em relação ao valor.

segunda linha, aos quais os tomadores apresentam maiores dificuldades de acesso ao crédito sem poupança prévia (Friedemann, 2003).

Na França o mercado de crédito imobiliário é dominado pelos bancos comerciais que operam predominantemente com contratos de poupança prévia (Friedemann, 2003).

Na Alemanha, as *Bausparkassen* detêm cerca de 29% do mercado e concederam empréstimos no montante de 800 bilhões de Euros desde 1848 (neste país um terço dos habitantes possui contratos de poupança prévia), promovendo com isso uma redução do déficit habitacional da ordem de 6 milhões de domicílios (Friedemann, 2003).

Na França o *epargne logement* representa um dos mais importantes produtos de poupança (metade da população possui um contrato de poupança prévia), em 30 anos de existência (desde 1970 quando o sistema anteriormente fechado foi modificado para aberto), foram concedidos 13 milhões de empréstimos, ou 1.524 bilhões de Euros (Friedemann, 2003).

Vale ressaltar que a França é um país com tradição de longa data em políticas sociais de habitação. As intervenções estatais nesse setor ganharam impulso na última década do século dezenove e dominaram o cenário após a segunda guerra mundial quando foi implementada uma política de habitação para todos de qualidade, objetivando a reconstrução do país destruído pela guerra.

A atuação do governo francês caracterizava-se por investimentos diretos para construção de imóveis para locação pública e privada, além de incentivos para reforçar a ação do setor privado. Hoje existe um equilíbrio entre locatários e proprietários, com 54% da população sendo proprietária de sua residência e a diferença constituída por locatários (Coulon, 2000).

O setor de crédito imobiliário na França sofreu na década de 1980 uma mudança representativa, de um modelo altamente regulado e subsidiado para um modelo mais livre sujeito a regras de mercado. Em 1990 68% dos créditos eram desprovidos de subsídios, enquanto o programa de crédito mais subsidiado, o *prêt aidé à l'accenssion à la propriété*, representava apenas 5% dos créditos concedidos, sendo que em 1984 esse programa representava 25% dos créditos imobiliários concedidos (Diamond, Lea, 1992).

O financiamento privado à aquisição de moradia é então complementado pelo financiamento público do mercado de locação. A *Caïsse des Dépôts et Consignations* oferecem empréstimos subvencionados para organizações que produzem moradias para aluguel. Essas operações envolvem um credenciamento de locatários que receberão do governo um subsídio direto para pagar o aluguel mensal.

Vários outros institutos de crédito convivem paralelamente na França para financiar melhorias e reabilitações de imóveis. Esses créditos são concedidos pelo governo a taxas subsidiadas e são direcionados a proprietários de imóveis antigos de uso particular ou alugados.

Nos países do Leste Europeu, o mecanismo de contratos de poupança prévia representa um papel importante na transição dos modelos característicos do comunismo onde bancos públicos financiavam moradia em forma de cooperativas em um ambiente não competitivo e boa parte da oferta habitacional consistia em aluguel social de parque imobiliário estatal (Diamond, 1998).

Os contratos de poupança prévia foram introduzidos na Polônia, Hungria, República Tcheca e Eslovaca ao longo da década de noventa após uma fase de transição entre 1993 e 1995, quando os países desenvolveram

prioritariamente a infra-estrutura legal e institucional para a implementação de um sistema privado de financiamento habitacional muito similar ao modelo alemão.

As *building societies* operam, por meio de contratos de poupança prévia, os créditos hipotecários de segunda linha e os bancos comerciais e hipotecários mantêm os créditos de primeira linha que são securitizados para captar fundos de longo prazo.

Nos quatro países o sistema é altamente subsidiado e, em função de peculiaridades regionais específicas, adversas ao crédito imobiliário convencional com taxas de mercado, concentra os maiores volumes de crédito habitacional caracterizados por empréstimos de pequeno e médio porte, nos quais o valor máximo dos contratos varia entre US\$ 12.000 a US\$ 15.000 (Diamond, 1998).

Apesar das adversidades impostas pela conjuntura macroeconômica como elevadas taxas de inflação e altas taxas de juros, o que faz com que o subsídio do governo sirva apenas para proteger o poder de compra dos fundos poupados, esse modelo tem tido grande importância nesses países. Na fase inicial de desenvolvimento institucional do setor financeiro, nessas economias de transição, os contratos de poupança prévia contribuem para superar a assimetria de informações e estimular a poupança privada.

Além de outros mecanismos que serão detalhados adiante, o Chile também utiliza a poupança prévia como parte dos programas habitacionais do setor público e direciona-se à população de baixa renda, com sérias limitações de capacidade de pagamento. Os programas oferecidos pelo *Servicio de Vivienda y Urbanización*, instituição vinculada ao *Ministério de Vivienda y Urbanismo* do governo federal, são programas de financiamento à habitação com subsídios progressivos em função das quantias previamente poupadas.

O sistema de financiamento habitacional do Chile foi inteiramente reestruturado no fim da década de 1970 de forma integrada e paralela à reformulação dos mercados de capitais e do modelo previdenciário. O resultado das reformas parece ter sido satisfatório para estimular a produção de moradias que supera anualmente os níveis mínimos necessários para suprir as necessidades impostas pelo crescimento demográfico (Rojas, 2001).

Para avaliar o resultado do modelo de poupança prévia no Chile podemos partir do déficit habitacional estimado pelo governo em 1994 que indicava a necessidade de produção anual de 82.000 moradias para cobrir tanto o crescimento demográfico, como a obsolescência das moradias existentes (Rojas, 2001:474). Se analisarmos a produção habitacional do período compreendido entre 1992 e 2002 da ordem de 103.000 unidades por ano, expressando compatibilidade entre necessidade e produção de moradias (Navarro, 2004).

Especificamente, a poupança prévia viabilizou o acesso das camadas de mais baixa renda a financiamentos habitacionais. Os beneficiários de baixa renda do sistema correspondem a aproximadamente 80% do total de integrantes dos programas oferecidos pelo governo; o percentual de candidatos de baixa renda para esses programas representa igualmente 80% do universo de candidatos, comprovando a eficiência do sistema para atender a população mais pobre (Rojas, 2001: 475).

No entanto, os contratos de financiamento dos programas governamentais apresentam altas taxas de inadimplência (por volta de 70%) e representam despesas da ordem de 10% do orçamento público (Friedemann, 2003: 22).

A implantação hoje desse modelo em um país caracterizado como economia emergente apresenta alguns desafios a serem superados pelo Estado. A eficiência do sistema pode ser significativamente afetada pela ausência de um sistema adequado de subsídios, lacunas legais ou ausência de um ambiente macro-econômico instável.

Para os agentes financeiros atuantes no sistema, os grandes desafios são: superar a assimetria de informações a fim de otimizar as sinergias oferecidas pelo modelo e manter o equilíbrio da relação entre volume de depósitos e de crédito (minimizar o risco de liquidez), além de preservar a lucratividade do sistema por meio de uma gestão eficiente do *spread* de taxas de juros (reduzir o risco de taxa de juros).

3. Títulos hipotecários

O título hipotecário é um instrumento que promove a conexão entre o mercado de hipotecas e o mercado de capitais muito difundido na Europa continental há mais de 200 anos, com legislação específica em 19 países europeus (17 membros da Comunidade Européia em 2004).

A terminologia para esse título difere nos diferentes países: Dinamarca, *Realkreditobligation*; Alemanha, *Pfandbrief (Hypotheken e Öffentlicher Pfandbrief)*; Grécia, *Ktematekes omologies*; Irlanda, *Mortgage credit covered security, public credit covered security*; França, *obligations foncières, Lettres de gage hypothécaires, lettres de gage publiques*; Áustria, *Pfandbrief Pfandbrief (Hypotheken e Öffentlicher Pfandbrief)*; Polónia, *List zastawny*; Portugal, *Obrigações hypothecárias*; Noruega, *Obligasjon*; Espanha, *Cédulas hipotecarias, Cédulas territoriales*; Suíça, *Hypothekenpandbrief*; Finlândia, *Kiinteistövakuudellinen joukkovelkakirjieslaina*; República Tcheca, *Zástávní list*; República Eslovaca, *Záložný list*; Hungria, *Jelzáloglevél*; Letónia, *Kilu zime*.

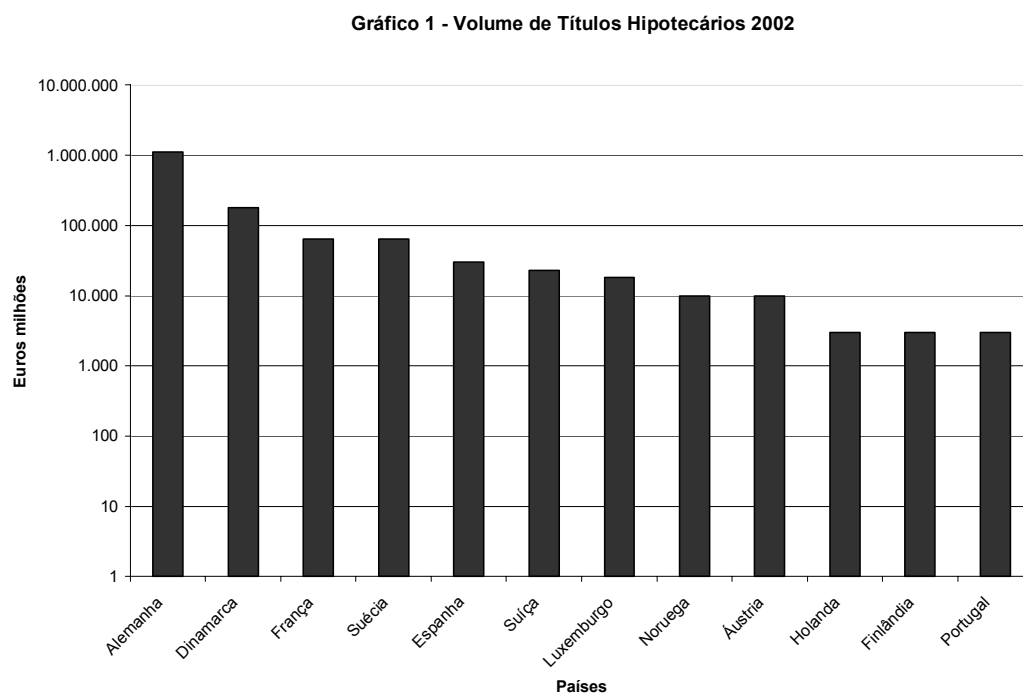
Para esse trabalho optamos por utilizar o termo título hipotecário, como tradução de *mortgage bonds* denominação extraída da literatura produzida nos Estados Unidos e Inglaterra sobre o tema. Entretanto, a definição de título hipotecário é mais abrangente do que o nome pode sugerir, como veremos a seguir.

A empresa de classificação de risco Moody's define um título hipotecário europeu como um instrumento de dívida garantido por um grupo de créditos imobiliários e/ou créditos ao setor (Pulain, 2003: 2).

Ou seja, um título hipotecário deve obrigatoriamente estar lastreado por ativos específicos que podem ser créditos imobiliários ou empréstimos ao setor

público. A classificação de risco desses títulos é uma combinação entre a qualidade dos ativos que servem de lastro e a classificação de risco da instituição emissora.

Em fins de 2002 o volume de títulos hipotecários (lastreados por créditos imobiliários e por empréstimos ao setor público) representava aproximadamente 17% do mercado total de títulos da Comunidade Européia (Costa, 2004: 1), atingindo a cifra de 1,5 trilhões de Euros, sendo o país com maior volume a Alemanha, seguida da Dinamarca, França e Suécia, como pode ser visto no Gráfico 1.



Fonte:Elaborado a partir de: Hardt (2001).
Obs: escala logarítmica.

Vale ressaltar que na Alemanha o volume de títulos lastreados em créditos ao setor público (*Öffentliche Pfandbriefe*) corresponde a aproximadamente 80% do total de títulos no mercado, na França esse percentual chega a 30%. Na Dinamarca não existe essa modalidade de título hipotecário garantido por créditos ao setor público, todos os títulos possuem lastro em créditos imobiliários.

O sistema reflete uma tendência internacional no segmento de financiamento à habitação de transferir para o mercado de capitais a função de prover fundos para o crédito imobiliário. Três agentes principais integram o sistema: os tomadores de crédito, os bancos hipotecários e os investidores.

Os bancos originam e administram créditos imobiliários concedidos para os tomadores. Esses créditos são agrupados em *pools*, separados dos outros empréstimos do banco, e servem de lastro para a emissão de títulos adquiridos pelos investidores.

Os títulos e os empréstimos são contabilizados no balanço da instituição, não existe segregação, através de sociedade de propósito específico, como no caso da securitização para o mercado secundário de hipotecas (detalhado adiante).

Embora não exista uma legislação específica no âmbito da Comunidade Européia, algumas diretrizes para a emissão de títulos hipotecários foram estabelecidas pela Comissão Européia por meio da *1988 Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (Comunidade Européia, 2004).

No artigo 22 estão explicitadas algumas características básicas atribuídas a esses títulos: devem ser emitidos por instituições de crédito, supervisionados por autoridade pública competente, ter lastro suficiente para cobrir os passivos relacionados e proporcionar privilégio aos seus portadores em caso de falência da instituição emissora.

Existem 75 instituições emissoras de títulos hipotecários na Europa (Tabela 1), que em sua maioria são instituições de crédito públicas ou privadas e, como previsto no artigo 22 da legislação acima citada, sob supervisão de autoridade pública competente.

TABELA 1 - EMISSORES DE TÍTULOS HIPOTECÁRIOS NA EUROPA - 1999

PAÍS	TIPO DE EMISSOR	QUANTIDADE
Alemanha	27 bancos hipotecários, 12 <i>Landesbanken</i> e 6 instituições de crédito do setor público	45
Dinamarca	Bancos hipotecários	10
Suécia	Companhias hipotecárias	5
França	Companhias de crédito imobiliário (<i>société de crédit foncier</i> e <i>caisse de refinancement de l'Habitat</i>)	3
Luxemburgo	Bancos hipotecários	3
Áustria	Bancos hipotecários mistos (2) e 8 bancos hipotecários regionais (<i>Landeshypothekenbanken</i>), emitindo por meio de sua instituição hipotecária central (<i>Pfandbriefstelle der österreichischen Landeshypothekenbanken</i>)	3
Espanha	Qualquer instituição de crédito (bancos comerciais, bancos de poupança, cooperativas de crédito, e instituições financeiras especializadas)	2
Finlândia	Bancos de crédito hipotecário	2
Suíça	Instituições centrais de hipoteca (<i>Central Pfandbrief institutions</i>)	2
TOTAL		75

Fonte: Hardt, 2001.

Na Alemanha o número de emissores de títulos hipotecários expressa o sucesso das denominadas *Pfandbriefe*; na França foi realizada uma reforma em 1999 para atualizar as *obligations foncières*, de forma que suas características se aproximassem mais do modelo alemão.

O sucesso desses ativos como provedores de fundos para crédito imobiliário em alguns países europeus (ver Tabela 2) representa um importante motivo para que nos países integrantes desse continente não seja disseminado o modelo dos Estados Unidos de mercado secundário de hipotecas.

TABELA 2 - PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS HIPOTECÁRIOS NA PROVISÃO DE FUNDOS PARA CRÉDITO IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL - SALDOS DE DEZEMBRO DE 1998

PAÍS	TÍTULOS / CRÉDITO IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL %
Dinamarca	100,0
Suécia	65,0
Áustria	51,0
Alemanha	19,0
Noruega	9,0
Espanha	4,4
Holanda	0,5
Portugal	0,3

Fonte: Hardt, 2001.

Por se tratarem de títulos com lastro real, empréstimos com garantia hipotecária, em muitos países os títulos hipotecários representam o papel de títulos do governo, servindo tanto de instrumento para bancos centrais implementarem política monetária, como de parâmetro de preço para títulos corporativos e outros ativos financeiros (Hardt, 2001).

A possibilidade de emitir títulos hipotecários permite que financiadores obtenham fundos nos mercados de capital a um custo reduzido, em função do baixo risco dos títulos com garantia real, encorajando assim a concessão de crédito de médio e longo prazo para habitação ou propriedades não residenciais a taxas de juros baixas e estáveis. As instituições financeiras fazem a gestão do *hedge* da taxa de juros, combinando o prazo dos empréstimos com o prazo dos títulos.

O maior risco para o financiador é o de pré-pagamento, ou seja, se o mutuário do crédito imobiliário optar pela quitação antecipada da dívida, haverá um descompasso entre as estruturas de ativo e passivo das instituições de crédito. Em alguns países existe proibição legal de pré-pagamento de empréstimo hipotecário a fim de proteger as instituições financeiras e minimizar os riscos relacionados a este tipo de operação (Hardt, 2001).

Para o investidor, a aplicação em títulos hipotecários oferece um grau de segurança adicional em função do lastro em empréstimos garantidos por hipotecas ou dívida do setor público.

Normalmente a classificação de risco dos títulos hipotecários indica elevados níveis de segurança, proporcionando atratividade especial para alguns segmentos específicos como fundos de pensão e seguradoras, pois em muitos países a aplicação de parte ou totalidade dos recursos dessas instituições financeiras em ativos seguros é compulsória. Vale ressaltar que é fundamental o papel exercido pelo governo nesse modelo no sentido de regular e fiscalizar o mercado a fim de proporcionar confiabilidade ao sistema.

A captação de fundos para crédito imobiliário através de títulos hipotecários viabiliza a entrada de mais atores mercado, diversificando as alternativas para articular poupança privada e empréstimos de longo prazo. No entanto, essa modalidade está restrita aos créditos de melhor qualidade concedido aos extratos de maior renda. Para que a implementação do modelo seja bem sucedida é necessário que os mercados financeiros e de capitais tenham atingido um estágio de maturidade consistente em um ambiente macroeconômico favorável, com baixos índices de inflação e taxas de juros, além de estarem sujeitos a regras e fiscalização adequadas.

4. Bancos habitacionais públicos

Os bancos habitacionais públicos são instituições governamentais presentes em alguns países como Brasil, México, Jamaica, Fiji, Argentina, El Salvador e Tailândia. Embora as estruturas sejam diferentes em cada país, em termos gerais o objetivo consiste em oferecer crédito habitacional por meio de fundos e taxas de juros subsidiadas de modo a ampliar o acesso à moradia para população de baixa renda.

A natureza dos fundos captados varia de alocações orçamentárias a depósitos não subsidiados, assim sendo, o volume e a remuneração desses fundos não são determinados pelas forças de mercado.

Alguns indicadores revelam baixos níveis de desempenho como, por exemplo, prejuízos elevados em função de impedimentos sociais e políticos à execução de garantias, critérios políticos para selecionar os beneficiários, instrumentos de crédito ineficientes (em conjunturas macroeconômicas desfavoráveis, como elevadas taxas de inflação) e burocratização do acesso ao crédito, o que em muitos casos pode fazer com que pessoas com renda mais elevada sejam beneficiadas em detrimento dos mais pobres, que em princípio deveriam ser priorizados (Guttentag, 1998).

Outro problema relacionado aos bancos habitacionais públicos é o potencial de distorção do mercado privado de financiamento habitacional, produzindo um efeito de *crowding out* ao expulsar do mercado instituições de crédito privadas impossibilitadas de concorrer com os atrativos oferecidos pelos empréstimos subsidiados (Guttentag, 1998).

A facilidade de acesso a fundos e a burocratização inerente à análise de risco de crédito geram falhas na alocação e preço dos empréstimos, que são por fim concedidos a empreendedores imobiliários e compradores provenientes das classes de renda média e alta, a taxas de juros mais baixas, prazos mais longos e com entradas menores do que a capacidade real de pagamento desses mutuários.

Ao contrário da maioria das experiências internacionais, o *Government Housing Bank of Thailand* demonstra ser uma instituição de sucesso na concessão de crédito imobiliário para população de média e baixa renda.

Outros bancos estão se reformulando para obter maior eficiência e abrangência de mercado. O Banco da Argentina passou por uma privatização parcial e alterou suas diretrizes de atuação transformando-se em um instrumento para canalizar fluxos financeiros para outras instituições de mercado, através da compra de títulos emitidos por essas instituições, assumindo dessa forma apenas parte dos riscos de crédito. Em El Salvador, o Banco Habitacional perdeu o acesso a recursos provenientes de fundos de pensão e está se adaptando para captar fundos no mercado financeiro e de capitais.

Em função das peculiaridades e diversidades existentes neste sistema de financiamento habitacional optamos por detalhar o perfil do citado *Government Housing Bank of Thailand*, internacionalmente reconhecido como um caso de sucesso³.

A instituição existe desde 1953, quando foi criada com subordinação ao Ministério das Finanças da Tailândia com o objetivo de conceder crédito habitacional para a população de baixa e média renda. Durante o período

³ As informações contidas nessa seção foram extraídas de Government Housing Bank of Thailand, 2004.

compreendido entre 1953 e 1972, sua atuação englobava tanto atividades de intermediário financeiro como de empreendedor imobiliário.

A partir de 1972 foi estabelecida a *National Housing Authority*, que assumiu a função de empreendedor habitacional público iniciando então um programa de produção em larga escala de habitações populares. Ao *Government Housing Bank of Thailand*, conhecido pela sigla GHB, fica então o papel de conceder crédito imobiliário apenas, sendo naquele momento a única instituição especializada em empréstimos imobiliários residenciais.

Entre os anos de 1981 e 1990, em decorrência de grave recessão econômica de 1981, o banco passou por uma série de reformulações internas, estruturando-se para incrementar os serviços oferecidos através de ampla modernização administrativa.

Os empréstimos individuais de menor volume constituem o mercado de especialização do banco. Foram estabelecidas diretrizes específicas para aprovação do risco de crédito, bem como avaliação de garantias e cobrança, tarefas essas delegadas a agências especializadas.

O banco consolidou sua atuação por meio de 112 agências no país e concedeu crédito habitacional para aproximadamente 2 milhões de famílias no período subsequente de 1991 a 1998.

A instituição atua em 4 eixos na concessão de crédito imobiliário:

- ✓ Empréstimos imobiliários residenciais de longo prazo para indivíduos.
- ✓ Empréstimos para a construção de empreendimentos habitacionais.
- ✓ Empréstimos para a construção de imóveis para aluguel.

- ✓ Programas para implementação de política governamental.

No eixo de empréstimos residenciais de longo prazo o objeto de financiamento pode ser:

- ✓ Compra de terreno.
- ✓ Compra de terreno e casas ou embriões para futuros empreendimentos habitacionais.
- ✓ Compra de unidades condominiais.
- ✓ Construção e reforma.
- ✓ Refinanciamento de hipotecas originadas em outras instituições.
- ✓ Pagamento de dívidas relacionadas a habitação.

Os empréstimos individuais devem ter garantia hipotecária observando-se um LTV⁴ entre 70% e 80% (valor financiado em relação ao valor do imóvel), podendo ser de 90% em caso de pagamento por meio de desconto em folha de pagamento. A taxa de juros pode ser fixa por até 5 anos ou variável por todo o prazo do empréstimo, em fevereiro de 2003 essas taxas flutuavam entre 6% a 7% a.a., variando progressivamente em função do valor total financiado.

Os prazos variam até o máximo de 30 anos, entretanto a maioria dos mutuários opta por um período de pagamento de 15 a 20 anos. As prestações são mensais e incluem amortização e juros, sendo a parcela referente a amortização ascendente ao longo do prazo do empréstimo⁵. Em casos de amortização antecipada, estão previstas penalidades financeiras contratuais para os casos em que o tomador optou por taxa de juros fixa nos primeiros cinco anos.

⁴ Valor financiado em relação ao valor do imóvel.

⁵ Método de amortização com pagamentos constantes, similar ao sistema conhecido no Brasil por “tabela price”.

Entre 1991 e 1998 cerca de 80% dos financiamentos concedidos direcionavam-se a montantes inferiores a US\$ 7.500. Considerando-se as restrições de renda existentes que limitam o valor total do empréstimo a 30 vezes a renda mensal do tomador, depreende-se que a renda mensal de aproximadamente 80% dos mutuários era inferior ou igual a US\$ 250.

O rendimento domiciliar mensal médio da população tailandesa no mesmo período foi de aproximadamente US\$ 250⁶, o que expressa uma sincronia entre o perfil dos beneficiários dos financiamentos habitacionais do GHB e o perfil de renda do país.

No eixo de implementação de políticas governamentais, enquanto instituição pública, o GHB é responsável pela gestão de 3 programas específicos com fundos contabilizados separadamente (Government Housing Bank of Thailand, 2004):

- ✓ Crédito hipotecário vinculado a programas governamentais de benefícios, como por exemplo empréstimos a funcionários públicos.
- ✓ Programa de reabilitação imobiliária: consiste em oferecer assistência a compradores de imóveis de empreendedores em dificuldades financeiras.
- ✓ Programas de assistência a mutuários em situação econômica vulnerável.

Este último caracteriza-se por um conjunto de medidas para minimizar as perdas financeiras daqueles mutuários cujos rendimentos sofreram impactos negativos promovidos por externalidades conjunturais. Algumas dessas medidas estão relacionadas abaixo (Government Housing Bank of Thailand, 2004):

⁶ Calculado a partir do *Household Socio-Economic Survey (National Statistical Office, Thailand)* e *Rates of Exchange of Commercial Banks in Bangkok Metropolis (Bank of Thailand)*.

- ✓ Tomadores que efetuaram pagamentos superiores aos exigidos podem solicitar recálculo do principal devido a fim de reduzir as prestações mensais.
- ✓ É possível solicitar o pagamento de prestações vencidas, paralelamente às prestações regulares, com base na capacidade individual de pagamento por um período máximo de 36 meses e à uma taxa de juros 2% superior à prevista em contrato.
- ✓ Caso o mutuário consiga quitar pelo menos 3 prestações vencidas de uma só vez ele está liberado de uma taxa adicional de juros de 2% acima da taxa contratada.
- ✓ Caso ocorra uma elevação da taxa de juros que faça com que o montante da prestação referente a juros seja maior do que a amortização, o tomador pode solicitar que os pagamentos sejam mantidos no valor original por um período de até 12 meses.
- ✓ É possível reduzir as prestações pela metade por um período de até 12 meses.
- ✓ Os mutuários podem pagar somente o referente a juros da prestação por um prazo de até 12 meses.
- ✓ Os tomadores de empréstimo podem solicitar financiamento adicional para pagar juros vencidos, com limite de prazo total para os financiamentos de 30 anos.
- ✓ O prazo do empréstimo pode ser estendido, para que seja possível reduzir os pagamentos mensais, até o prazo máximo de 30 anos.
- ✓ O mutuário tem o direito de solicitar refinanciamento para pagar empréstimos antigos.

- ✓ O GHB considera a possibilidade de transferência de credores no caso de venda do imóvel garantidor do empréstimo.
- ✓ Os mutuários podem solicitar a quitação do empréstimo pela transferência do imóvel hipotecado ao banco. Nestes casos existe a possibilidade de permanência no imóvel por um período máximo de 3 anos por meio de arrendamento. Após esse tempo o morador pode solicitar a recompra do imóvel com novo financiamento, com dedução dos valores de arrendamento pagos.
- ✓ O banco promove encontros periódicos entre vendedores interessados em repassar seus empréstimos através da venda do imóvel hipotecado e eventuais compradores.

Os fundos utilizados pelo banco para viabilizar os empréstimos habitacionais são originados por meio de depósitos, empréstimos domésticos, empréstimos internacionais e emissão de títulos (garantidos pelo Ministério das Finanças com prazos variáveis de 3 a 10 anos).

Os depósitos correspondem a 60% da captação do banco. Os principais instrumentos são: depósitos à vista remunerados, depósitos de poupança, depósitos de poupança especiais (70% do total de depósitos, taxas de juros maiores, condições mais flexíveis), depósitos a prazo (3, 6, 12 e 24 meses, com taxas de juros superiores às oferecidas pelos bancos comerciais).

O GHB é um dos atores do mercado de crédito hipotecário da Tailândia, cuja participação no mercado é ascendente ao longo da década de 1990, como pode ser depreendido da Tabela 3, que expressa o fluxo anual de créditos imobiliários concedidos. É importante ressaltar que nesse período o estoque total de empréstimos contratados foi aproximadamente 2 milhões (Government Housing Bank of Thailand, 2004).

TABELA 3 - PARTICIPAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS POR TIPO DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA, SALDOS FINAIS, 1990 - 2001

INSTITUIÇÃO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Bancos comerciais	69,0	68,9	68,1	67,7	67,1	64,4	61,1	57,2	54,3	53,7	52,5	51,7
GHB	18,8	19,4	20,2	20,4	21,0	23,5	26,9	34,0	37,5	38,7	39,3	39,2
Financeiras	7,3	8,1	7,4	8,4	9,2	9,4	8,8	3,6	2,9	1,8	1,6	1,4
Government Saving Bank	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,7	2,8	3,1	3,2	3,9	5,1
Outras*	4,4	3,3	4,0	3,3	2,6	2,4	2,5	2,4	2,2	2,7	2,7	2,6

Fonte: Government Housing Bank of Thailand

Outras: *National Housing Authority*, Companhias de Crédito Hipotecário e Seguradoras.

A Tailândia é um país de contrastes com grandes metrópoles modernizadas e um elevado contingente de população inserida em bolsões de pobreza e miséria. Ao mesmo tempo em que empreendedores imobiliários abriam capital em bolsa na década de 1990, aumentavam as favelas nas cidades tailandesas. No final dessa década foi deflagrada uma crise de fuga de capitais em decorrência da falta de capacidade de pagamento de obrigações por parte de uma empresa do ramo imobiliário, essa crise ficou conhecida como crise asiática (Whitaker, 2000).

Embora o banco habitacional da Tailândia venha aumentando sua inserção no mercado, ainda há muito a ser feito para viabilizar o acesso à moradia digna pelas camadas mais pobres e miseráveis da população que se encontra nas faixas de rendimento abaixo do rendimento médio do país.

5. Mercado secundário de hipotecas

O mercado secundário é assim denominado por tratar-se do segundo lugar para onde vão as hipotecas após terem sido originadas no mercado primário. O conceito aproxima-se do sistema europeu de títulos hipotecários; a diferença básica é a emissão dos títulos. Que no mercado secundário é realizada por um terceiro agente que não é responsável pelo crédito original.

Este mercado compõe-se de diversos agentes responsáveis por funções específicas, assegurando a eficácia do modelo como um todo. A seguir faremos uma breve descrição dos principais agentes.

Emissores de hipotecas: bancos de depósito ou hipotecários concedem os créditos imobiliários no mercado primário, e vendem os mesmos no mercado secundário diretamente ou através dos chamados *mortgage services* ou serviços hipotecários.

Mortgage services: vendem os créditos imobiliários no mercado secundário. A venda de hipotecas pode ocorrer por meio de um *broker* ou *dealer*, o primeiro simplesmente promove a intermediação sem necessidade de capital próprio, o segundo compra créditos imobiliários ou títulos derivados e vende no mercado secundário.

Instituições do mercado secundário ou *conduits*: adquirem os créditos imobiliários e vendem aos investidores finais ou *dealers* através de títulos hipotecários ou títulos da dívida própria (esta função adquiriu um caráter de elevada complexidade com o surgimento dos títulos de derivativos). Essas instituições são também responsáveis por assumir parcialmente os riscos de crédito.

Por fim, as seguradoras: assumem um percentual dos riscos de crédito e os investidores finais: adquirem os títulos no mercado.

Para que o sistema funcione eficazmente é necessário que os investidores finais, responsáveis em última instância por aumentar a liquidez no mercado de crédito imobiliário, estejam plenamente confiantes na qualidade dos títulos ofertados no mercado secundário de hipotecas.

Para tanto deve estar bem equacionado o problema central do modelo que consiste no gerenciamento adequado dos riscos dos agentes. Neste aspecto o governo desempenha um papel fundamental, sendo o responsável pela estrutura legal que viabiliza o sistema.

O mercado secundário de hipotecas foi introduzido originalmente nos Estados Unidos na década de 1970 (esse processo será detalhado no capítulo II quando trataremos especificamente do modelo de financiamento habitacional deste país), tendo sido posteriormente replicado em outros países como Grã-Bretanha, Colômbia e Brasil.

O foco do mercado secundário consiste em alocar de forma mais eficiente os riscos relacionados ao crédito imobiliário, viabilizando paralelamente uma alternativa de captação de recursos de longo prazo. O risco temporal ou *pipeline risk* e o risco de taxa de juros são administrados de forma mais eficiente no sistema de mercado secundário de hipotecas.

O primeiro, *pipeline risk* é o risco temporal entre o momento onde a instituição se compromete com o crédito imobiliário e o momento no qual esse crédito é vendido no mercado secundário ou contabilizado em sua carteira de ativos ou *portfolio*.

Quando existe mercado secundário de hipotecas a instituição de crédito que concedeu o primeiro crédito imobiliário transforma-se em *temporary lender* ou credor temporário, e deve assumir os eventuais prejuízos decorrentes da lacuna temporal entre a concessão do empréstimo e a venda do mesmo no mercado secundário. É justamente essa possibilidade de incorrer em perdas que induz o *temporary lender* a operar de forma mais eficiente (Guttentag, Lea, 1998b).

O *temporary lender* recebe o impacto imediato de uma eventual desvalorização do crédito ao concretizar a venda no mercado secundário. Essa percepção rápida do efeito de variações da taxa de juros no valor do ativo induz a um gerenciamento mais eficiente do *pipeline risk* por parte do *temporary lender* (Guttentag, 1998b: 13).

O risco de taxa de juros envolve dois componentes: *packaging risk* e *portfolio risk*.

Packaging risk, é o risco que a instituição de mercado secundário ou *conduit* corre de haver queda no preço de um pacote de empréstimos, no intervalo entre a compra dos créditos e o agrupamento dos mesmos para a venda no mercado secundário; e ocorre em decorrência do aumento da taxa de juros de mercado (Guttentag, 1998b).

Portfolio risk é o risco que os investidores institucionais que compram os títulos emitidos pelos *conduits* correm de haver aumento das taxas de juros de mercado e conseqüentemente declínio do valor de sua carteira de investimentos (Guttentag, 1998b).

Os *conduits* são especialistas em selecionar entre os créditos comprados aqueles que devem permanecer em sua carteira de ativos e aqueles que devem ser securitizados, inclusive por meio de derivativos de múltiplos prazos, a fim de atender as necessidades de demanda dos investidores institucionais, atuando assim no sentido de minimizar os riscos de taxa de juros inerentes ao sistema (Guttentag, Lea, 1998b).

O esquema básico caracteriza-se pela venda de créditos imobiliários para os agentes do mercado secundário, que por sua vez procedem à securitização desses ativos, com lastro real em um pool específico de créditos imobiliários ou na carteira total de ativos. Os títulos gerados no mercado secundário são adquiridos por investidores institucionais e/ou instituições de crédito com recursos provenientes da poupança das famílias (Lea, 2001).

A integração entre o mercado financeiro, de capitais e do mercado secundário de hipotecas resulta assim em um maior afluxo de recursos para este último, viabilizando assim mais compras de crédito dos agentes do mercado primário (bancos hipotecários e outras instituições financeiras).

O aumento de liquidez no mercado primário proporciona uma expansão da oferta de crédito imobiliário, incrementando dessa forma a competição entre os agentes e o desenvolvimento de nichos de mercado.

A competição entre os agentes do mercado primário é fundamental para o surgimento de instituições de crédito especializadas em determinados nichos de mercado, restritos a instituições de *portfolio* com carteira de ativos diversificada, pela falta de conhecimento profundo da dinâmica própria desses mercados.

Exemplos de mercados usualmente marginalizados por grandes instituições de crédito são: famílias de baixa renda, autônomos, auto-construção e casas pré-fabricadas.

A diversidade de agentes no mercado secundário promove também maior eficiência no sistema de financiamento habitacional como um todo na medida que induz a uma redução de custos em decorrência da especialização de cada agente responsável pelas diversas fases do processo como a concessão, processamento e serviço do empréstimo (Van Order, 2003).

A uniformização dos procedimentos de análise de risco de crédito promove a segregação de casos “problemáticos” da carteira das grandes instituições de *portfolio* desprovidas do conhecimento específico necessário para a gestão desses créditos, deixando para instituições especializadas a administração de tais créditos a um custo menor por economia de escala (Guttentag, 1998).

Uma função importante do mercado secundário de hipotecas consiste em reduzir a segmentação institucional, de forma a aumentar a integração dos mercados financeiros e de créditos imobiliários, pois parte significativa da poupança das famílias vai para instituições não detentoras de créditos imobiliários, como os fundos de pensão.

Na medida que essas instituições diversificam sua carteira de aplicações, vendendo títulos e comprando créditos imobiliários elas promovem um aumento da oferta de títulos no mercado e conseqüentemente um aumento na taxa de juros que remunera os mesmos. Assim outras instituições de crédito transferem suas aplicações de crédito imobiliário para títulos promovendo trocas ou *offsets* positivos entre os agentes do mercado financeiro e de crédito imobiliário.

Outro aspecto positivo do mercado secundário de hipotecas é a possibilidade de otimizar a distribuição geográfica da poupança para a concessão de empréstimos imobiliários. A securitização permite a captação de fundos em uma determinada localidade para serem emprestados em outras regiões de um país, promovendo dessa forma uma equalização de taxas de juros e condições de financiamento em todo o país, podendo inclusive reduzir eventuais segmentações políticas (Guttentag, Lea, 2003).

Por outro lado, o conflito de interesses entre os diversos agentes do mercado secundário tende a aumentar os custos de fiscalização, regulação e seguro. Os custos de fiscalização e regulação incluem o monitoramento para evitar fraudes (na avaliação da propriedade ou na classificação de risco do credor) e a mediação de conflitos. O seguro, que pode cobrir créditos individuais ou um grupo de créditos, serve tanto para reembolsar a instituição de crédito em casos de inadimplência, como para garantir o fluxo de caixa gerado pelas prestações do empréstimo (Guttentag, Lea, 2003).

Os instrumentos utilizados no mercado secundário de hipotecas são:

- *Whole loans*: um grupo de empréstimos.
- *Participations*: interesse parcial em um grupo de empréstimos.
- *Mortgage bonds*: título corporativo garantido por um grupo de hipotecas.
- *Pass-throughs*: um direito ao fluxo de caixa de um grupo de hipotecas.
- *Pay-throughs*: vários títulos garantidos por um grupo de hipotecas ou *Pass-Throughs*.

A implementação de um mercado secundário de hipotecas eficiente depende entretanto de alguns fatores como: existência de um mercado primário abrangente e bem estruturado, ambiente legal e regulatório eficaz, mercado de

capitais desenvolvido, mercado privado de seguros ou garantias governamentais específicas.

A ausência de infra-estrutura adequada pode inviabilizar o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas, pois a diversidade de agentes e ativos envolvidos, bem como a complexidade das transações, podem intensificar a assimetria de informações entre compradores e vendedores do mercado e comprometer a credibilidade e confiança do sistema.

Um modelo importante de aplicação do mercado secundário de hipotecas, se não o mais sofisticado entre todos os países que adotaram esse sistema, é o existente nos Estados Unidos. Nesse país o mercado secundário era até a década de 1970 amplamente informal, sua consolidação se deu mais precisamente na década de 1980 com a padronização dos instrumentos de securitização (Van Order, 2000).

Atualmente o mercado secundário detém metade dos créditos imobiliários concedidos no país, dividindo com os depósitos de poupança a função de prover fundos para financiar a aquisição de imóveis (Van Order, 2000: 236). Tendo em vista a representatividade do modelo nos estados Unidos que serviu de exemplo para o desenvolvimento de esquemas semelhantes em países do mundo inteiro como Austrália, Canadá, Inglaterra, Malásia, além de países da América Latina como Colômbia, Chile e inclusive o Brasil, optamos por detalhar o caso norte-americano, seus principais atores e operacionalização.

II – O Modelo de Financiamento habitacional nos EUA

O sistema de financiamento habitacional predominante nos Estados Unidos, desde a década de 1940 até fins da década de 1970, foi o sistema de depósitos de poupança. Esse sistema consolidou-se com a criação do *Federal Home Loan Bank System* e com a instituição de garantia governamental sobre os depósitos de poupança, que proporcionou às instituições financeiras, predominantemente *savings and loans associations*, acesso a recursos relativamente baratos,.

A implementação do marco legal necessário para viabilizar execução e despejo dos mutuários inadimplentes fez com que esse sistema fosse o principal responsável pelo aumento das taxas de concessão de crédito imobiliário e de acesso à propriedade no período pós-guerra. A taxa de acesso à propriedade era de 40% em 1940 (Van Order, 2000: 236) e evoluiu para 68% no início da década de 2000 (U.S. Bureau of the Census, 2004).

O declínio da importância do sistema de depósitos de poupança, principalmente na década de 1980, explica-se por dois motivos: em primeiro lugar, na década de 1960 existiam regulamentações que impunham às instituições financeiras um limite para os depósitos de poupança; segundo, o excessivo aumento das taxas de juros nominais no final da década de 1970 provocou um descasamento dos ativos e passivos das instituições de crédito, predominantemente *savings and loans associations* e bancos hipotecários .

1. *Government Sponsored Enterprises – GSE*

Na busca pela equalização de prazos e taxas das operações ativas e passivas, ganha força o mercado secundário de hipotecas que convive hoje paralelamente ao sistema de depósitos de poupança nos Estados Unidos.

Esse último é composto pelas *Savings and Loans Assosiations* e alguns bancos que originam créditos imobiliários para manter em carteira própria e tomam fundos a custos reduzidos junto ao sistema de *Federal Home Loan Banks*, que por sua vez faz parte de um sistema federal com capacidade de levantar fundos no mercado de capital similar ao Departamento do Tesouro Nacional.

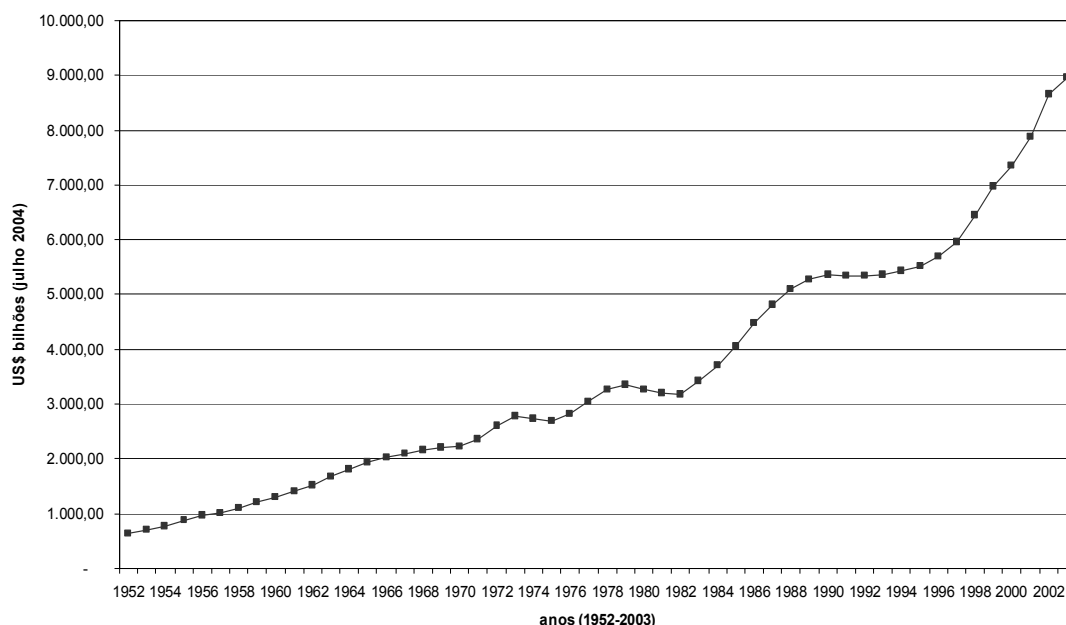
Nos dias atuais, os depósitos de poupança são a fonte de recursos para aproximadamente 50% do volume de crédito imobiliário do mercado (Van Order, 2000: 237).

No mercado secundário de hipotecas os bancos hipotecários são chamados *temporary lenders*, sendo responsáveis por originar os créditos imobiliários ou *mortgages* e vendê-los às instituições do mercado secundário ou *conduits* que podem ser públicas ou privadas.

As três instituições do mercado secundário mais importantes, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*, são conhecidas por *Government-Sponsored Enterprises* (GSE). Como o nome indica, empresas patrocinadas pelo governo, essas instituições possuem garantias implícitas ou explícitas do governo e são responsáveis por estabelecer a conexão entre o mercado hipotecário e os mercados de capital.

O Gráfico 2 mostra a evolução dos saldos de créditos imobiliários em bilhões de US\$ no período de 1952 a 2003. A evolução dos saldos de empréstimos é particularmente acentuada na década de 1980, quando o mercado secundário se consolida nos Estados Unidos, e a partir da segunda metade dos anos 1990.

GRÁFICO 2 - EMPRÉSTIMOS HIPOTECÁRIOS - SALDOS



Fonte: Elaborado a partir de dados extraídos de: *Mortgage Bankers Association*.

Obs: Os valores em US\$ foram deflacionados, a preços de julho de 2004, pelo *consumer price index* extraído de U.S. Department of Labor.

A *Fannie Mae* (mais antiga) foi criada na década de 30 para assumir o papel de mercado secundário dos empréstimos concedidos pela recém-criada *Federal Housing Administration*⁷ e garantidos pelo governo. Os papéis então emitidos consistiam em títulos de dívida própria e tiveram uma aceitação positiva no mercado, tendo em vista que em última instância eram totalmente garantidos pelo governo federal.

⁷ Agência governamental subordinada ao *US Department for Housing and Urban Development* que é responsável por programas habitacionais de garantia e seguro de crédito hipotecário, com vistas a ampliar o acesso ao crédito pela população de baixa renda (Barron's 2000: 151).

O motivo principal para a criação da *Fannie Mae* foi a ruptura gerada pela grande depressão no mercado imobiliário residencial e a falta de disposição das instituições financeiras para investir em novos créditos imobiliários garantidos pela *Federal Housing Administration*.

Em 1968 a empresa foi privatizada, a fim de aliviar as pressões orçamentárias causadas pela guerra do Vietnam, adquirindo o status de *Government-Sponsored Enterprise*. Paralelamente, a empresa passou a trabalhar com créditos não garantidos pelo governo, assumindo parcialmente os riscos de crédito.

Neste momento criou-se então, como substituta da *Fannie Mae*, a empresa *Ginnie Mae*, de natureza pública, subordinada ao *US Department for Housing and Urban Development* e responsável por uma das maiores inovações no mercado secundário de hipotecas, a MBS ou *mortgage-backed security*⁸.

Os emissores são bancos hipotecários que securitizam um pool de hipotecas, repassando os títulos MBS aos investidores finais através da *Ginnie Mae*. O emissor repassa os pagamentos do principal e juros *pro rata* dos empréstimos imobiliários que lastreiam os títulos e garante os mesmos no caso de inadimplência; a *Ginnie Mae* responsabiliza-se pelos pagamentos periódicos, mesmo no caso do emissor não efetivar os mesmos, assumindo dessa forma parcialmente os riscos de crédito.

Os custos de funcionamento da *Ginnie Mae* são limitados à emissão dos títulos MBS, pois a empresa não assume integralmente os riscos de crédito e adquire apenas empréstimos garantidos pelo governo federal através da *Federal Housing Administration* e *US Department of Veterans Affairs*.

⁸ Em português: “títulos lastreados em hipotecas”.

A empresa *Freddie Mac* foi criada na década de 70 para atuar no mercado secundário de hipotecas. Neste momento diferenciava-se da empresa *Fannie Mae* principalmente pela esfera de atuação. Esta última trabalhava essencialmente com bancos hipotecários ou *mortgage banks* e a *Freddie Mac* com instituições de crédito e poupança, ou *savings and loans associations*. Atualmente ambas trabalham nas duas esferas, funcionando de maneira similar, inclusive com programas de MBS como a *Ginnie Mae*.

Todas essas instituições protegem os investidores do risco de crédito, mas deixam o risco de taxa de juros descoberto, que recai sobre os investidores finais. *Fannie Mae* e *Freddie Mac* são praticamente similares e concorrem no mercado de crédito imobiliário como compradores e no mercado de capitais como vendedores de títulos lastreados em créditos imobiliários.

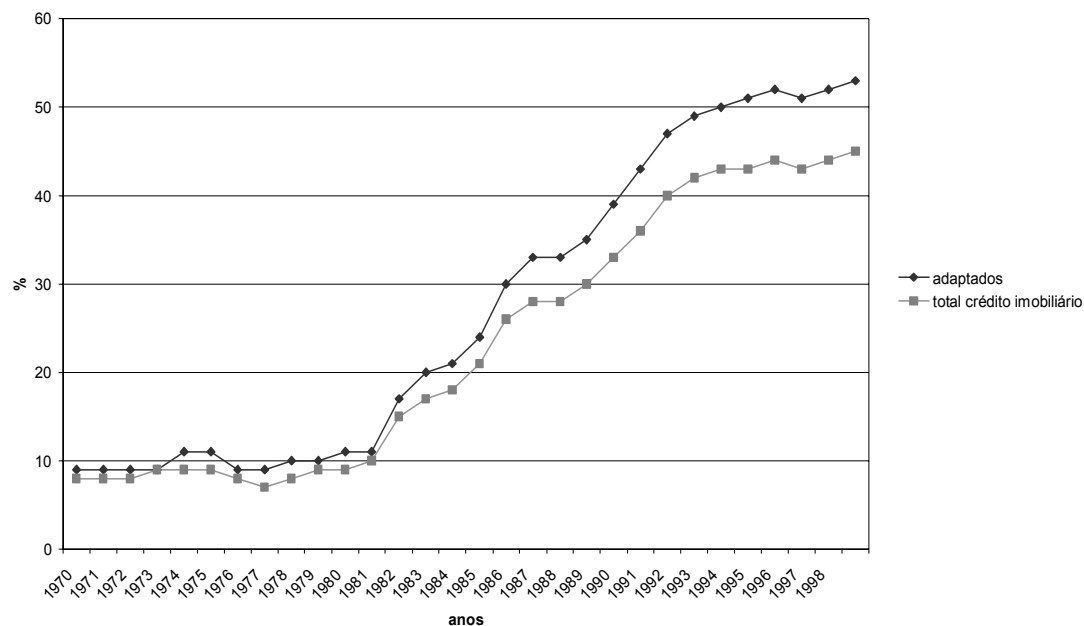
Todos os créditos imobiliários à exceção daqueles garantidos pelo governo (*US Department of Veterans Affairs* e/ou *Federal Housing Administration*) são chamados de *conventional mortgages*.

Parte das *conventional mortgages* são classificadas como *conforming mortgages*. Nesta classificação inserem-se apenas os créditos imobiliários elegíveis para serem adquiridos pelas GSE, que entre outros parâmetros devem ter valores inferiores a um teto periodicamente revisto. No ano de 2003, o limite para residências era US\$ 322.700 (*Fannie Mae*, 2004: 6).

A importância das GSE no mercado secundário de créditos imobiliários pode ser percebida no Gráfico 3. No gráfico estão expressos os percentuais do saldo total de créditos imobiliários residenciais em empreendimentos para até 4 famílias contabilizados nas carteiras de ativos das GSE ao final de cada ano em relação ao estoque total do mercado. Em 1999, do volume total de *conventional mortgages*, que inclui todos os créditos imobiliários dessa

modalidade, as GSE detinham 45%. Se analisarmos apenas o universo mais restrito das *conforming mortgages* esse percentual sobe para 53%.

GRÁFICO 3 - CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS, PERCENTUAL EM CARTEIRA DAS GSE



Fonte: Elaborado a partir de Van Order, 2000.

Obs: estoque de créditos residenciais em empreendimentos para até 4 famílias.

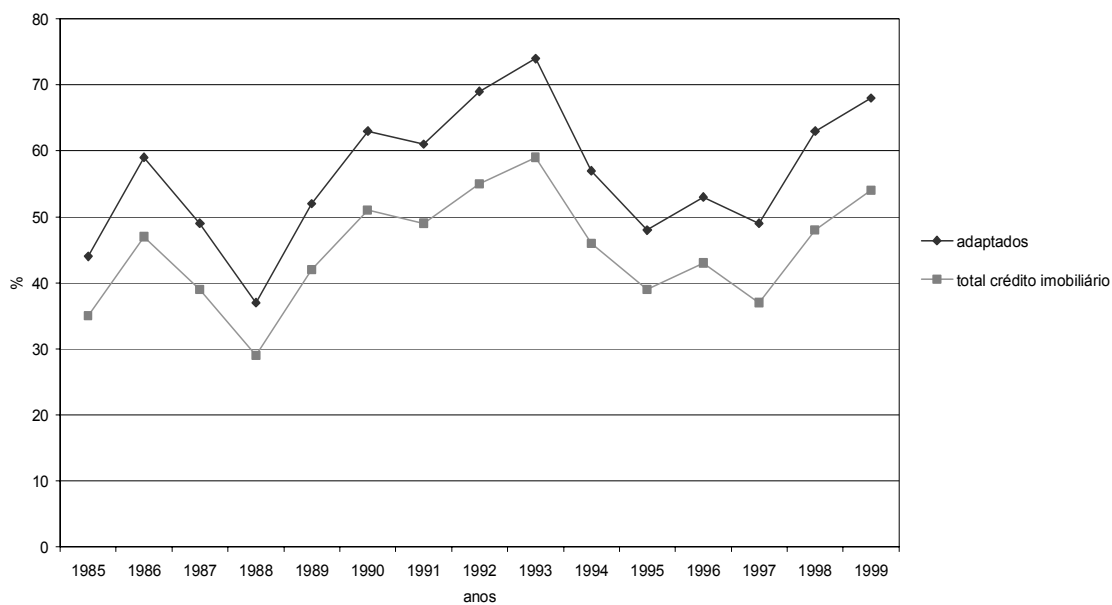
No Gráfico 4 pode-se ter uma idéia em termos de fluxo. Dos créditos residenciais (para até 4 famílias) originados em 1999, aproximadamente 54% e 68% do total de *conventional mortgages* e *conforming mortgages*, respectivamente, foram repassados para o mercado secundário de hipotecas.

Diferentemente do estoque de créditos imobiliários em poder das GSE, onde a curva de evolução apresenta inclinação positiva constante, o fluxo anual de créditos repassados às GSE varia consideravelmente no período de 1985 a 1999 (ver Gráfico 4).

Essas variações podem ser explicadas pela flutuação das taxas de juros. Em termos gerais pode-se dizer que o aumento da participação das GSE no mercado é inversamente proporcional à taxa de juros. Quando esta última decresce aumenta a propensão das famílias para o refinanciamento, gerando

desequilíbrios nos *spreads* das instituições financeiras que recorrem ao mercado secundário para capitalizarem-se e equalizarem os prazos entre operações ativas e passivas.

GRÁFICO 4 - PARTICIPAÇÃO DAS GSE NA AQUISIÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS ORIGINADOS ANUALMENTE



Fonte: Elaborado a partir de Van Order, 2000.

Obs: fluxo de créditos residenciais para empreendimentos com até 4 famílias.

As operações de crédito imobiliário podem ser divididas entre *single-family mortgages*, *multiple-family mortgages* e *commercial mortgages*. As primeiras abrangem os empréstimos dirigidos a propriedades residenciais de até quatro unidades ou famílias; as segundas são para propriedades residenciais em condomínios com mais de quatro unidades. Para essas últimas os prazos são, em geral, de 30 anos, com um pagamento de amortização extraordinário ao final de 15 anos, na maioria dos casos os pagamentos antecipados são terminantemente restringidos.

Os créditos imobiliários comerciais são aqueles garantidos por propriedades comerciais como hotéis, centros comerciais, complexos industriais e prédios de escritório.

Na tabela 4 está apresentada a evolução do percentual de saldos de créditos imobiliários por modalidade para o período de 1952 a 2003, evidenciando-se a importância dos créditos residenciais para empreendimentos com até 4 famílias: 77% do total em 2003.

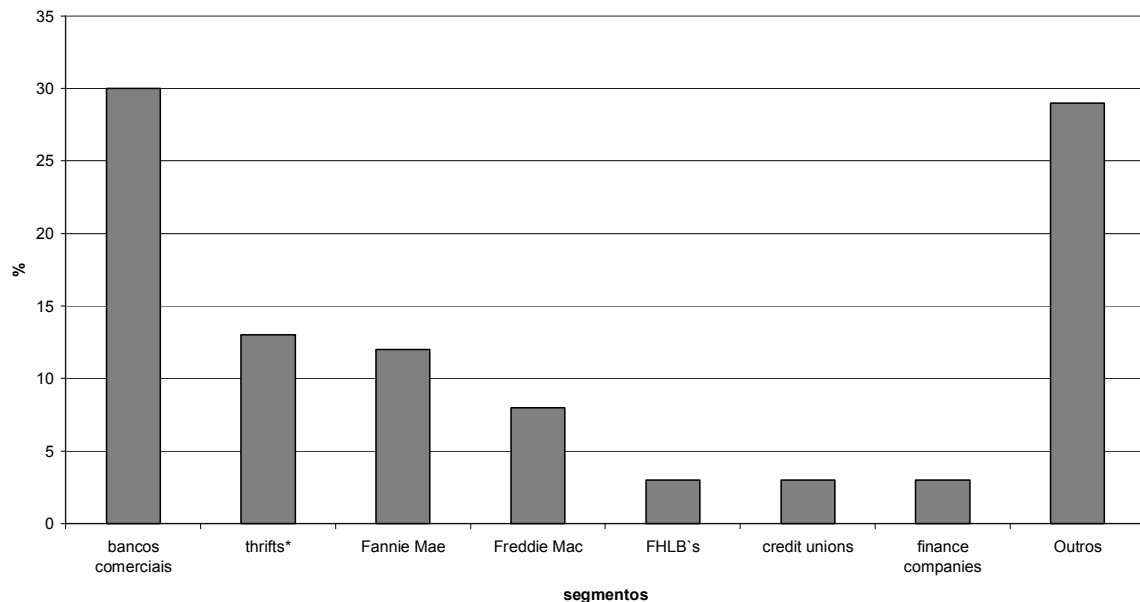
TABELA 4 - PERCENTUAIS DOS SALDOS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO POR MODALIDADE

					%
ANO	1 A 4 FAMÍLIAS	CONDOMÍNIOS RESIDENCIAIS	COMERCIAL	RURAL	TOTAL
1952	64	13	16	8	100
1960	68	10	16	6	100
1970	62	13	18	6	100
1980	66	10	18	7	100
1990	69	8	22	2	100
2000	76	6	17	2	100
2003	77	6	16	1	100

Fonte:Elaborado a partir de dados extraídos de: *Mortgage Bankers Association*.

Já vimos que as GSE contabilizavam em carteira aproximadamente 45% do estoque de créditos imobiliários para imóveis residenciais do ano de 1999. Para uma melhor avaliação da importância dos dois *conduits* privados do mercado secundário dos Estados Unidos, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*, os Gráficos 5 e 6 mostram a participação dessas empresas no mercado, comparativamente a outros segmentos.

GRÁFICO 5 - PARTICIPAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES NO ESTOQUE DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS - 30/09/2003

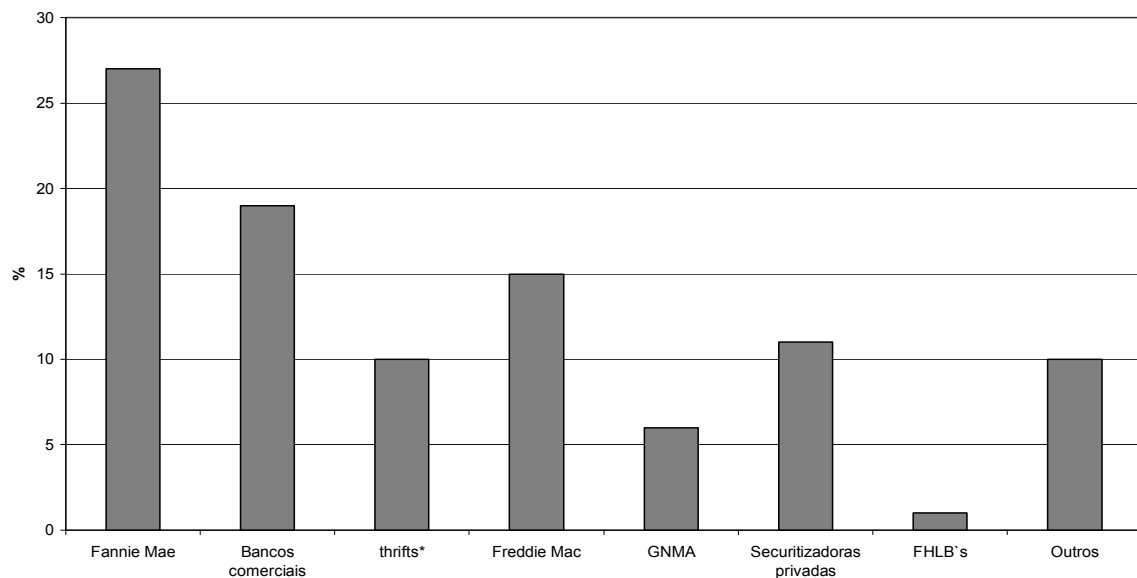


Fonte: Elaborado a partir de Fannie Mae, 2004.

Obs: Outros incluem fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimentos e outros detentores de hipotecas não classificados nas outras categorias. FHLB significa *Federal Home Loan Banks*.

• *Savings and loans associations* e instituições de crédito hipotecário.

GRÁFICO 6 - ESTOQUE DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS GARANTIDOS PELO GOVERNO - 30/09/2003



Fonte: Elaborado a partir de Fannie Mae, 2004.

Obs: Outros incluem fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimentos e outros detentores de hipotecas não classificados nas outras categorias. FHLB significa *Federal Home Loan Banks*.

• *Savings and loans associations* e instituições de crédito hipotecário.

Entre as *Government sponsored enterprises* do mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos, a *Fannie Mae* é a maior empresa, com mais de 10% do estoque de créditos imobiliários do país em sua carteira. As outras duas GSE operam em menor escala: a *Freddie Mac* detém aproximadamente 8% dos créditos imobiliários e a *Ginnie Mae* não tem créditos imobiliários em carteira própria, concentrando-se apenas no segmento de garantia de empréstimos (Hubbard, 2003: 3).

Por ser a maior entre as GSE optamos por detalhar sua estrutura e principais estratégias de atuação a fim de proporcionar uma maior compreensão dos atores e mecanismos do mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos.

2. Federal National Mortgage Association – Fannie Mae

A *Fannie Mae* é uma empresa inteiramente privada sob regulamentação federal, atuando sob o *Federal National Mortgage Association Charter Act*, que confere à empresa a atribuição principal de ampliar a liquidez do mercado financeiro de créditos imobiliários residenciais e promover o acesso ao crédito imobiliário em todo o país.

Adicionalmente, a regulamentação federal (Governo Federal dos Estados Unidos, 2004) concede alguns benefícios operacionais como:

- Exceção para o cumprimento das exigências usuais para registro na *Securities and Exchange Commissions*, comissão reguladora de títulos e valores mobiliários.
- Isenção de impostos estaduais e municipais.
- Disponibilidade para utilização de dívida própria como garantia para depósitos públicos.

- Elegibilidade dos títulos emitidos para operações de mercado aberto do Tesouro Federal.
- O Departamento do Tesouro Federal poderá comprar até US\$ 2,25 bilhões da dívida própria da empresa.

A *Fannie Mae* cumpre sua função de promover liquidez para o mercado de crédito imobiliário através de dois eixos de negócios: o chamado *portfolio business* caracterizado pela aquisição direta de créditos imobiliários ou títulos de natureza hipotecária (como as *Mortgage Backed Securities*, ou MBS, cujas características serão detalhadas mais adiante); e uma segunda linha de atuação conhecida como *guarantee business* que proporciona garantias de crédito para créditos imobiliários (Fannie Mae, 2004).

No eixo de *portfolio business* a *Fannie Mae* concorre apenas com a *Freddie Mac* enquanto *conduit* entre as três GSE do mercado secundário de hipotecas. Neste negócio a empresa compra os créditos ou títulos hipotecários, mantendo-os em carteira própria até o vencimento e apropriando-se dos rendimentos proporcionados pela receita de juros dos mesmos. A diferença entre a receita de juros gerada por esses ativos e os custos dos fundos captados pela *Fannie Mae* representa a principal fonte de receita da empresa neste eixo de negócios.

O outro eixo de negócios da *Fannie Mae*, o *credit guarantee business*, é também partilhado pelas outras duas GSE, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*. A operação ocorre da seguinte forma: a *Fannie Mae* obtém créditos imobiliários diretamente da instituição que o originou ou de terceiros, segregando-os em uma sociedade de propósito específico.

A sociedade de propósito específico emite então certificados denominados *mortgage backed securities*, MBS, com garantia da *Fannie Mae* para os pagamentos de amortização e juros. Esses certificados são então

colocados no mercado secundário, garantidos parcialmente pela *Fannie Mae*, com o objetivo principal de captar fundos para a instituição detentora do crédito original (lastro dos certificados vendidos) que remunera a *Fannie Mae* pela garantia concedida através de uma *guarantee fee*.

Além dos riscos operacionais, inerentes a todo tipo de negócio, fraudes, erros humanos e de sistema, a *Fannie Mae* enfrenta três tipos de risco: risco de taxa de juros, risco de crédito e risco de liquidez (Hubbard, 2003).

O risco de taxa de juros consiste na queda de receitas operacionais em decorrência de oscilações das taxas de juros de mercado. Quando ocorre uma queda nas taxas de juros de mercado, e conseqüentemente uma redução no custo de novos empréstimos, dissemina-se a tendência de pagamento antecipado dos créditos imobiliários através do refinanciamento.

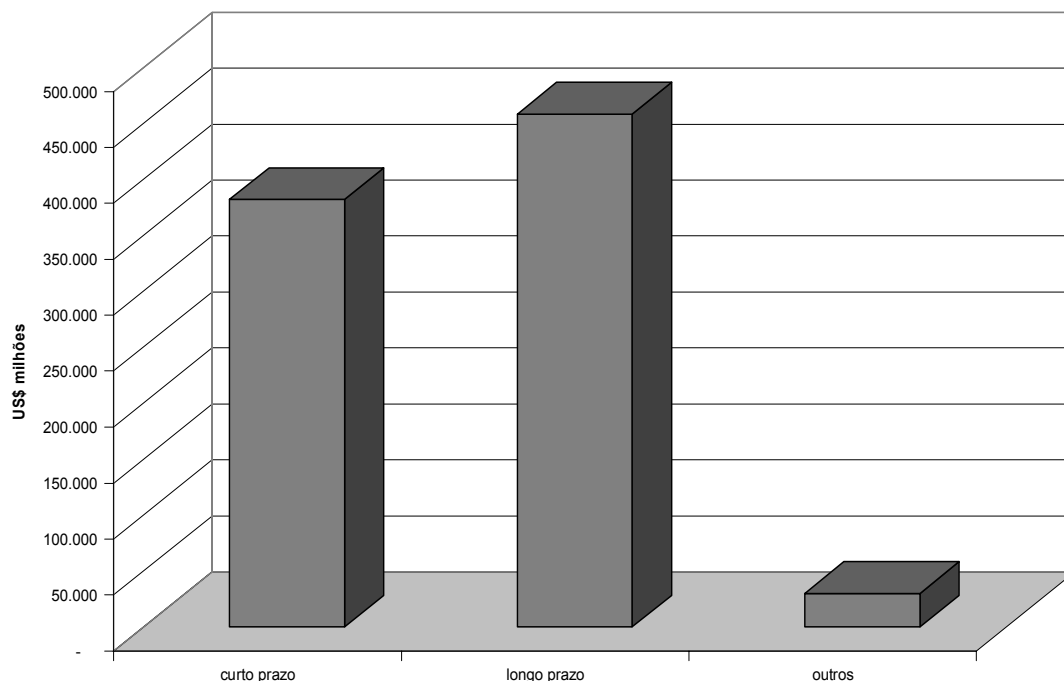
Nestes casos a *Fannie Mae* recebe todo o montante devido mas não tem mais acesso ao rendimento esperado desses créditos ao longo do tempo, referência para estabelecer a taxa de juros para remuneração dos títulos vendidos no mercado secundário. O risco de haver achatamento de *spreads* entre as operações ativas e passivas pode ser significativo quando ocorrem mudanças nas taxas de juros de mercado.

A alternativa para proteger-se desses riscos consiste no monitoramento permanente da taxa de juros e da disponibilidade de instrumentos para gerenciar o risco e minimizá-lo.

Uma das formas consiste na emissão de títulos de dívida recompráveis, nesse caso com o pré-pagamento de créditos hipotecários a *Fannie Mae* pode reestruturar seu passivo em função das alterações de mercado. Esse gerenciamento dinâmico do perfil da dívida garante à *Fannie Mae* a possibilidade de manter uma sincronia entre ativo e passivo, a Figura 2 explicita

a estrutura da dívida da *Fannie Mae* em 31/12/2002, onde 44% do passivo tinha vencimento no curto prazo, em menos de um ano.

GRÁFICO 7 – ESTRUTURA DA DÍVIDA *FANNIE MAE*



Fonte: Form 10 Q (Fannie Mae, 2003)

Obs: curto prazo: dívidas com vencimento inferior a um ano. Outros: juros a pagar, derivativos com prejuízo, garantia para MBS.

O risco de crédito está ligado à inadimplência contratual por parte do devedor. A avaliação, monitoramento e controle deste risco podem ser realizados de diversas formas, seja através da classificação dos créditos individuais ou das instituições que originam e repassam os créditos, seja com a garantia de terceiros, por exemplo empresas seguradoras (Hubbard, 2003).

Para minimizar este risco são necessários vários sistemas para selecionar devedores de alto risco: monitorar os riscos dos empréstimos em carteira, excluir transações com instituições de baixo nível de confiança, eleger garantias seguras e acompanhar as empresas e instituições co-relacionadas (Hubbard, 2003).

O risco de liquidez é inerente a qualquer negócio e está diretamente relacionado ao gerenciamento do caixa de uma empresa, seja ela financeira ou não. Para minimizar esse risco as empresas contam com várias alternativas de captação de recursos a curto, médio e longo prazo, que vão desde a tomada de capital de giro de curtíssimo prazo junto a uma instituição financeira até à emissão e colocação pública de ações e debêntures.

O gerenciamento do risco de liquidez para um banco comercial é especialmente complexo, tendo em vista o perfil do ativo, tipicamente de longo prazo, representado por operações de crédito em contraposição à estrutura passiva (sem prazo pré-determinado) composta basicamente por depósitos à vista e de poupança.

Uma corrida aos bancos em decorrência da falta de confiança dos depositários de uma determinada instituição financeira representa uma ameaça significativa à estabilidade do sistema financeiro como um todo. Efeito similar pode ocorrer no sistema de financiamento imobiliário dos Estados Unidos no caso de uma crise de liquidez da *Fannie Mae*.

A estratégia maior para gerenciar a liquidez da *Fannie Mae* consiste em seguir os princípios sugeridos pelo Comitê da Basileia para Supervisão Bancária⁹, estabelecido em 1974 pelos governadores dos Bancos Centrais dos países integrantes do G 10.

A mais recente publicação do Comitê é o documento de fevereiro do ano 2000 denominado *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations*, que estabelece 14 princípios fundamentais para o controle do risco de liquidez.

⁹ *The Basel Committee's on Banking Supervision.*

Os princípios estabelecem diretrizes para a formulação de estratégias para o gerenciamento da liquidez de uma instituição, evidenciando a necessidade de controles diários do fluxo de caixa sincronizados com sistemas de medição e monitoramento das necessidades líquidas de recursos para a implementação de um planejamento de liquidez periodicamente revisado por terceiros e disponível para avaliação das autoridades competentes (Hubbard, 2003).

A estratégia de controle do risco de liquidez deve refletir um nível mínimo de transparência e a robustez necessária para enfrentar crises de liquidez com planos de contingência adequados para diferentes situações.

O princípio 9, especificamente, ressalta a importância do plano de contingência para casos de crises, prevendo possibilidades de acesso a créditos emergenciais através de linhas de crédito específicas ou alienação de ativos próprios (Hubbard, 2003: 8).

Focando nesse princípio, a *Fannie Mae* desenvolveu uma estratégia específica prevendo disponibilidades para atender a necessidade líquida de recursos por um período mínimo de 3 meses, sem recorrer ao mercado de títulos da dívida de curto prazo, que seria a alternativa típica para necessidades de liquidez mais imediatas.

Em situações de crise, o papel de fonte imediata de recursos é desempenhado pelos ativos líquidos e não-hipotecários integrantes do balanço da empresa, que representavam em 31/12/2002 aproximadamente 7% do total de ativos, correspondentes, nesta data, a US\$ 887.515 milhões (*Fannie Mae*, 2003).

Em outubro de 2002 foi implementada uma diretriz estabelecendo um piso de 5% para esses ativos que incluem disponibilidades monetárias e títulos

financeiros lastreados em ativos corporativos, além de acordos de recompra e outros investimentos financeiros de curto prazo, todos com classificação de risco do tipo A ou melhor. Mais de um terço dos ativos líquidos da *Fannie Mae* têm prazo de vencimento inferior a quinze dias (*Fannie Mae*, 2003).

Outro instrumento importante para o plano de contingência da empresa é o acordo de recompra, mais conhecidos como *repos*. Trata-se de captação de fundos por meio de operação de crédito, utilizando como garantia *mortgage backed securities* integrantes da carteira de ativos de 15 e 30 anos.

A diferença entre o valor da garantia e o montante do empréstimo levantado denomina-se *haircut* e está no plano de contingência presumindo-se uma taxa de 25%, conservadora se considerarmos as evidências práticas que apontam para taxas entre 3% e 5%. Em dezembro de 2002 o valor total desses títulos era aproximadamente US\$ 600 bilhões (*Fannie Mae*, 2003).

A robustez da estratégia de gerenciamento e controle do risco de liquidez da *Fannie Mae* pôde ser comprovada recentemente com a crise asiática de 1998 e a crise provocada pelos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, representando nessas crises uma importante fonte de fundos para os bancos, através de compras recordes de títulos MBS, além de aproveitar a oportunidade única de captação de recursos pela emissão de títulos da dívida própria na semana de 11 a 14 de setembro, quando o mercado de ações permaneceu fechado, com a emissão de US\$ 51 bilhões de títulos de curto prazo (Hubbard, 2003: 12).

Como se pode perceber a *Fannie Mae* é uma empresa que conta com estratégias sofisticadas para se proteger de riscos, com uma estratégia robusta de administração da liquidez. O governo criou a empresa e a colocou no mercado para operar, promovendo uma mudança no paradigma do

financiamento habitacional nos Estados Unidos e colocando a pedra fundamental para o desenvolvimento do mercado secundário nesse país.

Hoje a *Fannie Mae* além de ter consolidado sua posição no mercado de *conduits* de créditos imobiliários, conta com o patrocínio do tesouro americano, o que definitivamente garante a credibilidade necessária para colocar seus títulos no mercado de capitais e movimentar o mercado secundário de hipotecas. Outra evidência de intervenção governamental necessária para a existência desse mercado nas bases em que ele está hoje estabelecido.

Além do funcionamento dos *conduits*, é fundamental analisar a riqueza de instrumentos financeiros disponíveis nos Estados Unidos, tanto para concessão do crédito imobiliário como para securitização dos mesmos, para que se tenha uma noção mais precisa da complexidade do mercado secundário de hipotecas. Nas duas seções seguintes vamos expor os instrumentos de crédito e de securitização mas utilizados nos Estados Unidos.

3. Instrumentos financeiros

Os instrumentos descritos a seguir não são homogeneamente utilizados, alguns foram mais atraentes em um determinado período tendo sido posteriormente substituídos por outros mais sofisticados ou com características mais favoráveis a uma conjuntura específica. No entanto, é importante perceber na variedade existente, a natureza arrojada das instituições norte-americanas em sua busca por novos desenhos e alternativas focados às exigências e características da demanda.

A diversidade da demanda aliada às raízes competitivas do mercado subordinado a mudanças conjunturais, impõe a busca por instrumentos ideais, flexibilizados em função das especificidades de cada nicho de mercado. É clara

a vocação experimental na evolução do mercado primário e secundário de hipotecas nos Estados Unidos, e a nosso ver uma das chaves para a obtenção de indicadores positivos.

Para detalhar os instrumentos financeiros adotados nos Estados Unidos vamos nos permitir a descrição de conceitos mais genéricos aplicáveis a qualquer modelo de financiamento habitacional, visto que no capítulo anterior não analisamos com profundidade os instrumentos financeiros existentes.

a) Modalidades de crédito imobiliário

O crédito imobiliário é o instrumento financeiro básico do mercado primário de hipotecas. Assim sendo é fundamental que o mercado possa oferecer um leque de alternativas a fim de suprir as necessidades dos agentes financeiros, no sentido de manter patamares atrativos de lucro e minimizar as perdas, como da demanda potencial de imóveis.

A arquitetura financeira de um crédito imobiliário, especificada nas condições contratuais pactuadas entre o agente financeiro e o comprador do imóvel, deve necessariamente refletir as características macro-econômicas do país, contendo mecanismos específicos para que no longo período de sua vigência as oscilações conjunturais não provoquem perdas para os atores envolvidos.

As modalidades de crédito imobiliário nos Estados Unidos são genericamente denominadas *motgages* e apresentam elevado grau de sofisticação, desenvolvido ao longo de quase um século, a partir de experiências acumuladas por ampla gama de agentes financeiros, antes e depois da implementação do mercado secundário de hipotecas e sob condições conjunturais diversas.

Uma hipoteca, ou crédito imobiliário pode ser definida como um empréstimo financeiro de longo prazo garantido por uma propriedade imobiliária, e o principal risco é o risco de crédito, conjunção de dois outros riscos: o risco do tomador não cumprir com os pagamentos e o risco relacionado ao valor de mercado da propriedade utilizada como garantia. Outro risco importante relacionado a um crédito imobiliário é o risco da taxa de juros, que pode assumir graus diferenciados de acordo com o tipo de instrumento utilizado.

As instituições que concedem crédito imobiliário costumam cobrar taxas para cobrir os custos administrativos, por estabelecer taxas de juros a priori, e também para penalizar amortizações antecipadas ou refinanciamentos, induzidos por uma queda da taxa de juros.

Um indicador importante para avaliar a segurança de um empréstimo hipotecário em termos da garantia, representada pela propriedade, é dado pelo *loan-to-(house)-value ratio* – LTV. Nos Estados Unidos os créditos imobiliários contemplam um LTV em torno de 80%, ou seja, um comprador deve pagar a título de entrada 20% do custo do imóvel a ser adquirido e a diferença é financiada.

A diferença entre o saldo devedor do crédito imobiliário e o valor de mercado da propriedade garante à instituição financeira uma margem de segurança variável ao longo do tempo com a amortização do principal devido e eventuais alterações no valor de mercado da propriedade. Essa margem de segurança deve ser estimada pela instituição de crédito para o prazo do empréstimo, levando em consideração os efeitos dos índices de preço e de movimentos do mercado imobiliário, de forma a permanecer positiva e portanto minimizar o risco da operação.

Os créditos imobiliários podem variar em termos de prazos, taxas de juros fixas ou variáveis, formas de amortização e pagamento, montante financiado em relação ao valor do imóvel (LTV), entre outras variáveis.

O principal instrumento de crédito imobiliário nos Estados Unidos é conhecido por *30-year Constant payment mortgage loan*, ou seja: crédito com pagamentos fixos por um prazo de 30 anos. Esse modelo foi implementado na década de 1930 por meio da *Federal Housing Administration* e até os dias de hoje predomina entre as instituições de crédito imobiliário (Santomero, Babbel, 1997).

Para melhor compreensão da variedade de mecanismos existentes, agrupamos os principais instrumentos de crédito em função da taxa de juros utilizada: fixa ou variável.

- Taxa de juros fixa

Os empréstimos imobiliários com taxa de juros fixa são conhecidos por *fixed interest rate mortgage loans* e podem assumir diferentes formas de amortização. Os primeiros modelos utilizados nos Estados Unidos até a década de 1940 requisitavam montantes substanciais de entrada, com o financiamento limitado ao teto de 50% do valor do imóvel, e adotavam um sistema de amortização onde os pagamentos restringiam-se aos juros devidos¹⁰ por um prazo de cinco anos quando o principal deveria ser integral ou parcialmente pago ou, refinanciado se aprovado pelo agente financeiro (Brueggeman, Fisher, 1993).

Esse modelo ficou defasado pois era muito restritivo, desqualificando para o crédito o candidato que não pudesse pagar os elevados montantes de

¹⁰Esse sistema é conhecido no Brasil como método americano de amortização de empréstimos e nos Estados Unidos por *interest only*.

entrada para aquisição do imóvel. Além disso, as prestações eram menores do que a real capacidade de pagamento dos mutuários e os prazos muito curtos, incompatíveis com o volume dos créditos para adquirir imóveis, bens caros (Brueggeman, Fisher, 1993).

Atualmente o financiamento imobiliário dos Estados Unidos a taxas de juros fixas ocorre através de três tipos de crédito denominados *constant amortization mortgage loans*, *constant payment mortgage loans*, e *graduated payment mortgages*, que diferenciam-se entre si pelo modelo de amortização adotado (Brueggeman, Fisher, 1993).

A modalidade conhecida como *constant amortization mortgage loan* apresenta como característica principal o pagamento mensal de amortizações fixas. Os juros são calculados mensalmente sobre o saldo devedor atualizado, subtraídas as amortizações ocorridas.

As prestações mensais compõem-se de uma parcela de amortização, constante ao longo do empréstimo, e uma parcela de pagamento de juros que é variável. As amortizações constantes provocam uma redução também constante do saldo devedor, fazendo com que nessa modalidade de crédito as prestações sejam cada vez menores já que a parcela variável da prestação é o juro mensal que é pago com base em saldos devedores sempre menores (Brueggeman, Fisher, 1993).

Constant payment mortgage loan é um instrumento de crédito amplamente utilizado nos Estados Unidos, em geral por prazos de 15 ou 30 anos. Consiste basicamente no pagamento de prestações mensais fixas, compostas de juros e amortização do saldo devedor. Esse método de amortização é conhecido internacionalmente como método francês. No Brasil adotou-se uma variante com taxa de juros variável conhecida por “tabela price”, a diferença básica é que no Brasil a taxa de juros tem dois componentes: uma

taxa de juros contratual, pré-fixada, e a taxa de inflação passada, já nos Estados Unidos a taxa de juros é periodicamente repactuada com base em índices de inflação, ou seja, a taxa de juros única embute a inflação passada.

A prestação ou pagamento mensal é calculado a partir da seguinte fórmula:

$$pagamento = \left(\frac{\text{saldo}}{\text{devedor}} \right) \frac{r}{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}$$

Onde:

r = taxa de juros mensal (convencionalmente equivalente a 1/12 da taxa de juros anual estabelecida).

n = número de meses até a amortização completa do saldo devedor.

Com o valor da prestação mensal estabelecido, o montante referente a juros é calculado com base no saldo devedor remanescente do mês anterior multiplicado pela taxa de juros mensal. A diferença entre o valor total da prestação e o juro pago é amortização do saldo devedor e deve ser abatida do mesmo para estimar os juros a serem pagos no mês seguinte.

Ou seja, o saldo devedor é mensalmente revisto pois sempre há amortização e o juro mensal pago é calculado com base no saldo devedor atualizado que é o valor inicial do empréstimo menos amortizações ocorridas.

Com essa sistemática, nos pagamentos iniciais a parcela de juros pagos é maior do que o valor de amortização. Ao longo do tempo, com as sucessivas amortizações e a conseqüente redução do saldo devedor, a parcela de juros pagos em cada prestação cai, aumentando cada vez mais as amortizações até o pagamento integral do empréstimo. É lógico então que quando as taxas de juros são maiores, as amortizações do principal ocorrem ainda mais lentamente.

Esse padrão de pagamento de juros e amortização do principal permanece independentemente do prazo do crédito, seja ele de 15 ou 30 anos. A diferença está no valor da prestação, bem maior para créditos com prazos menores com mesma taxa de juros. Evidencia-se que prazo e taxa de juros são as principais variáveis para determinar o valor da prestação, que diminui à medida que aumentam os prazos para pagamento e diminuem as taxas de juros adotadas.

A outra modalidade de crédito imobiliário com taxas de juros fixas é conhecida por *graduated payment mortgage* e foi desenvolvida em função da possibilidade de elevação da renda do mutuário ao longo dos anos; com isso ampliou-se o acesso ao crédito a famílias cuja capacidade de pagamento deve provavelmente aumentar no médio prazo.

Esse instrumento prevê pagamentos de prestações iniciais menores do que as modalidades anteriormente descritas, *constant amortization* e *constant payment loans*, limitadas ao pagamento integral ou mesmo parcial dos juros mensais, gradualmente crescentes durante o prazo do empréstimo de acordo com as estimativas de aumento da renda do mutuário.

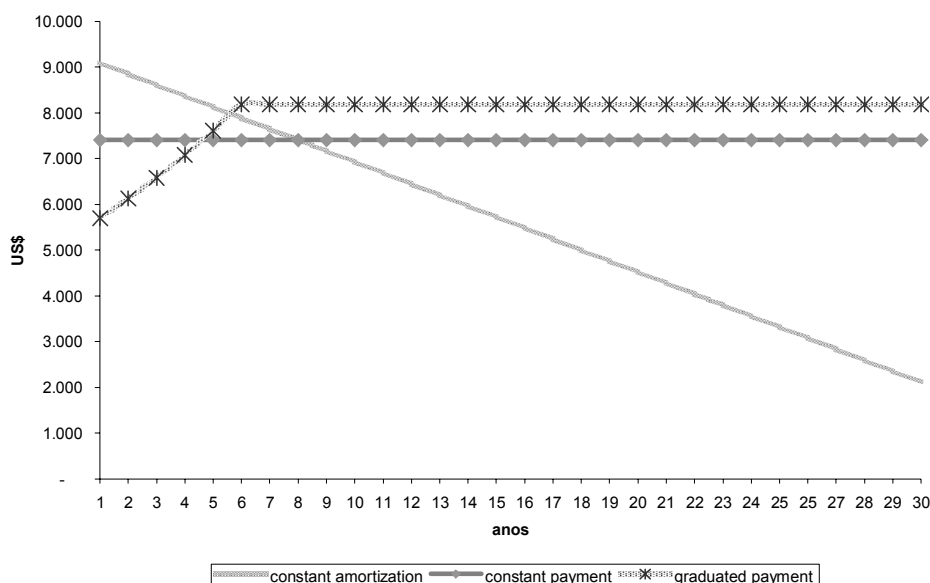
Dessa forma pode ocorrer no período inicial do empréstimo amortização negativa e conseqüentemente aumento do saldo devedor, de acordo com o plano de amortização e pagamento previamente pactuado. A autoridade reguladora de crédito imobiliário *Federal Housing Administration* aceita essa modalidade de crédito, viabilizando a existência de ampla variedade de planos com diferenças nos níveis de pagamento inicial, taxas e períodos de graduação.

No Gráfico 8 pode-se observar a evolução do volume anual de pagamentos das prestações para as três modalidades de créditos imobiliários com taxas de juros fixas; pode-se depreender que, para o *constant amortization*

loan, as prestações iniciais são mais altas e restringem portanto a entrada de famílias nos financiamentos; o *constant payment loan* sugere estabilidade na capacidade de pagamento das famílias ao longo do empréstimo.

Já o *graduated payment mortgage* amplia consideravelmente a possibilidade de acesso ao crédito na medida que os pagamentos iniciais requerem rendimentos familiares menores. Além disso é flexível o bastante para se adaptar também às expectativas de crescimento da renda das famílias, seja em decorrência de fatores conjunturais, como crescimento econômico e inflação, ou em função de variáveis específicas relacionadas a carreiras profissionais e ciclo de vida.

GRÁFICO 8 - PAGAMENTOS ANUAIS POR MODALIDADE DE CRÉDITO - SIMULAÇÃO
US\$ 60.000 POR 30 ANOS



Obs.: Simulação de crédito imobiliário de US\$ 60.000, 30 anos, taxa de 12% ao ano. A prestação mensal para o *constant payment loan*, segundo a fórmula anteriormente explicitada, é US\$ 617,17. Para o *constant amortization loan* o valor mensal referente a amortização pago é US\$ 166,67; sendo a primeira prestação de US\$ 766,67 e a última US\$ 168,34. Para o *graduated payment loan* as prestações mensais são ajustadas anualmente a uma taxa de 7,5% nos seis primeiros anos, no primeiro ano a prestação é US\$ 474,83 e a partir do sexto ano a prestação fixa-se no patamar de US\$ 681,67 (Brueggeman, Fisher, 1993).

Outra análise importante ao compararem-se os três instrumentos é a relação entre saldo devedor e valor da propriedade durante o prazo do empréstimo. Deve-se levar em conta a tendência ascendente de valorização da propriedade imobiliária. Com amortizações constantes e aumento de preço dos imóveis, a razão entre saldo devedor e valor do imóvel é crescente no tempo para o *constant amortization loans*. Essa situação é particularmente segura para o agente financeiro em caso de execução da dívida por falta de pagamento.

Nos outros dois casos, *constant payment loans* e *graduated payment mortgages*, a razão entre saldo devedor e valor do imóvel permanece constante ou diminui nos primeiros anos, principalmente havendo amortização negativa. Entretanto, com a valorização dos preços dos imóveis, essa razão pode aumentar, compensando inclusive aumentos no saldo devedor.

Pode-se concluir então que, enquanto o modelo de amortizações constantes é mais seguro para o agente financeiro, os outros dois modelos são mais flexíveis e requerem análises mais sofisticadas de risco de crédito, com base em estimativas de incremento na renda dos indivíduos e no valor dos imóveis.

- Taxa de juros variável

O outro grupo de instrumentos financeiros reúne os créditos com pagamentos calculados em função de taxas de juros variáveis. Eles são conhecidos de forma genérica como *adjustable rate* e *variable payment mortgages* e existem em três modalidades principais: a *price level adjusted mortgage*, *adjustable rate mortgage* e *shared appreciation mortgage* (Brueggeman, Fisher, 1993).

Esses créditos imobiliários caracterizam-se principalmente por estabelecer parâmetros para ajustes periódicos nas prestações adequando-as a eventuais mudanças da economia, que podem ser medidas através da evolução de índices de preços, taxas referenciais de juros ou mesmo através de novas avaliações dos imóveis.

Essa flexibilidade do instrumento de crédito reduz o risco da instituição financeira, pois as condições do crédito se ajustam periodicamente ao mercado. Para o tomador, o principal atrativo consiste na possibilidade de pagar taxas menores, pois a pré-fixação da taxa de juros, além de embutir um custo adicional para segurança da instituição de crédito, pode ser prejudicial em casos de declínio das taxas de juros de mercado (Santomero, Babbel, 1997).

A sistemática deste instrumento consiste em determinar taxas de juros por períodos pré-acordados ao final dos quais a prestação mensal deve ser automaticamente reajustada. Normalmente o prazo da operação permanece inalterado, à exceção de casos onde as prestações variam sobremaneira induzindo à necessidade de rever o prazo contratual. Um exemplo são contratos que estabelecem a priori tetos para os pagamentos mensais em função da capacidade de pagamento do tomador.

Limites ou *caps*, como são chamados no jargão do mercado imobiliário, constituem ferramenta usual para empréstimos a taxas de juros variáveis e podem ser estabelecidos em termos máximos e mínimos para variações da taxa de juros inicial e para reajustes das prestações (Santomero, Babbel, 1997).

As chamadas *price level adjusted mortgages* consistem em créditos imobiliários indexados a um determinado índice de preços, como veremos mais adiante esse instrumento apresentou, quando implementado, uma série de

problemas e foi praticamente descartado pelo mercado em detrimento de outros instrumentos conhecidos por *adjustable rate mortgages*.

O mecanismo das *price level adjusted mortgages* funciona da seguinte forma: o contrato é feito com base em uma taxa de juros válida por um determinado período de tempo que pode ser anual, bianual, etc.; ao final do período essa taxa é atualizada com base na variação do índice de inflação no mesmo período e previsto inicialmente no contrato (Brueggeman, Fisher, 1993).

No momento de revisão da taxa de juros as prestações são recalculadas com base no saldo devedor atualizado, nova taxa de juros e o período remanescente do prazo inicial do contrato. O cálculo do valor das prestações é feito seguindo o mesmo método de amortização dos *constant payment loans*, ou seja, cada pagamento mensal engloba os juros do mês para o saldo devedor mais uma parcela de amortização.

Depreende-se então que as prestações aumentam sempre até o final do prazo, primeiro por causa do efeito da inflação, e também porque no final de cada período de ajuste praticamente é feito um novo financiamento a uma taxa de juros maior e prazo menor.

Esse instrumento de crédito com taxas variáveis de juros, indexadas à inflação, pode gerar alguns problemas prejudicando sua eficiência. Um primeiro fator que pode gerar distorções é o índice de preços utilizado que nem sempre reflete necessariamente a valorização dos imóveis, apenas um dos vários componentes da base de cálculo para o índice (Brueggeman, Fisher, 1993).

Assim sendo, se a inflação for impulsionada por outros bens de consumo e portanto sofrer alterações bruscas, automaticamente os contratos de crédito imobiliário serão reajustados, e no limite o saldo devedor pode até ficar maior do que o valor real da propriedade, imóvel lastro e garantia para o crédito.

Esse processo pode incentivar a inadimplência por parte dos mutuários existentes e fazer com que os agentes financeiros exijam dos novos mutuários entradas maiores para garantir que o saldo devedor seja sempre menor do que o valor do imóvel. O objetivo do instrumento financeiro acaba distorcido, ao restringir a demanda potencial para famílias com maior capacidade de pagamento (Brueggeman, Fisher, 1993:159).

Outro problema importante é o impacto da correção das prestações na renda mensal dos mutuários, que não necessariamente varia na mesma proporção da inflação e pode afetar a capacidade de pagamento e promover inadimplência. Por fim os índices de preços refletem uma variação já ocorrida nos preços e não futura, o que também gera distorções, pois os índices de preços podem apresentar comportamentos diferenciados nos períodos de ajuste dos contratos (Brueggeman, Fisher, 1993).

Se a inflação do primeiro ano de um empréstimo for maior do que a do segundo ano, neste segundo ano o mutuário vai pagar uma prestação maior do que seria necessário para manter a lucratividade do agente financeiro, além disso, sua renda mensal muito provavelmente não vai acompanhar essa variação. Essa situação complica-se ainda mais se houver declínio da inflação no segundo ano (Brueggeman, Fisher, 1993:159).

Em função dos problemas relacionados a esse instrumento de crédito foram desenvolvidos outros modelos de crédito imobiliário com taxas de juros variáveis indexadas a outras taxas de juros de mercado que por sua vez são estimadas com base em expectativas futuras e não na inflação passada, como os índices de preços. Esses instrumentos que podem assumir especificidades próprias são genericamente conhecidos por *adjustable rate mortgages*.

Os índices de taxa de juros mais utilizados nos Estados Unidos como referência são os CMTs ou *Constant maturity treasury yield indexes*. Esses índices refletem os rendimentos dos títulos do tesouro americano de um, três ou de cinco anos e caracterizam-se pela volatilidade em termos de adequação ao mercado financeiro (Santomero, Babbel, 1997: 307). Dessa forma quando o índice utilizado refere-se a um período de três anos as taxas de juros são repactuadas a cada três anos, da mesma maneira funcionam os créditos contratados com índices de um e cinco anos.

Outro índice utilizado é o *Cost of Funds Index* – COFI, especialmente estruturado para refletir o custo de captação de instituições financeiras que operam nos estados da Califórnia, Arizona e Nevada. Esse índice, publicado pelo *Home Loan Bank of San Francisco*, é calculado a partir do custo de todos os empréstimos contabilizados na carteira dessas instituições até o seu vencimento final, não refletindo de forma eficaz as variações das taxas de juros de mercado. Por essa razão este índice vem sendo cada vez menos adotado (Santomero, Babbel, 1997: 307).

As *adjustable rate mortgages* apresentam determinadas características comuns:

- ✓ a taxa de juros inicial é sempre menor do que as taxas de juros usuais para os créditos imobiliários com taxas fixas, isso explica-se porque o risco inerente à taxa de juros é bem menor para o agente financeiro quando as taxas são ajustáveis;
- ✓ a taxa de juros de mercado referencial para os reajustes contratuais não pode ser influenciada pelo agente financeiro;
- ✓ os períodos de reajuste são usualmente seis meses ou um ano;

- ✓ existe uma margem constante ou *spread* entre a taxa referencial escolhida e a taxa de contrato;
- ✓ muitas vezes são estabelecidos limites máximos e mínimos para reajustes que podem ser adicionados ao saldo devedor, podendo inclusive ocorrer amortização negativa;
- ✓ e, por fim, é normalmente prevista a opção de pagamento antecipado do saldo devedor sem multa para o mutuário. Isso acontece quando o mutuário opta pelo refinanciamento para fugir de taxas de juros com tendência ascendente preferindo os instrumentos de crédito com taxas fixas, mais atraentes (Brueggeman, Fisher, 1993).

Um último exemplo de instrumento de crédito imobiliário com taxas de juros variáveis são as chamadas *shared appreciation mortgages*, nessa modalidade o agente financeiro exige uma taxa de juros inferior às taxas de mercado, mas em compensação passa a ter o direito a receber 50% de uma eventual valorização do imóvel dado como garantia. Normalmente esse direito pode ser exercido ao final de dez anos ou quando o imóvel for vendido.

Entretanto esse instrumento não vem sendo utilizado em larga escala pois, apesar de grande parte do risco de taxa de juros e inflação ser repassado ao mutuário, o agente financeiro precisa esperar pelo menos dez anos para receber sua compensação.

Além disso, a valorização de um imóvel não está diretamente relacionada apenas com a inflação, mas também com o comportamento do mercado imobiliário da área onde o imóvel está localizado e das condições de manutenção do mesmo. Assim, o agente financeiro deve proceder análises específicas para cada imóvel e o comprador não tem incentivos para manter o imóvel adequadamente, dificultando e prejudicando a eficiência do instrumento.

b) Instrumentos de securitização

A ferramenta principal para viabilizar a securitização dos créditos hipotecários nos Estados Unidos denomina-se *Mortgage-backed security* ou MBS e consiste na emissão de títulos ou certificados lastreados em um grupo ou *pool* de hipotecas residenciais ou comerciais. Os créditos residenciais podem ser securitizados através de três instrumentos: *passthrough securities*, *paythrough securities* e *stripped securities*, sendo amplamente utilizados pelas três principais empresas securitizadoras *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*.

b.1) *Passthrough securities*

A partir de um grupo específico de créditos imobiliários ocorre a emissão de certificados com uma participação específica na rentabilidade dos créditos. As prestações mensais para pagamento de juros e amortização do principal desses créditos constituem o fluxo de caixa que em um segundo momento é repassado, não integralmente, para os portadores dos certificados.

A diferença entre o montante recebido como pagamento pelas dívidas e os valores repassados corresponde à margem da empresa securitizadora para remuneração de serviços próprios com as emissões dos certificados. Para viabilizar a margem estabelece-se uma taxa de juros para os certificados, conhecida como *passthrough coupon rate*, inferior à média ponderada das taxas de juros dos créditos imobiliários.

Além dos montantes recebidos e pagos diferirem, os cronogramas de pagamento e recebimento também são diferentes, ou seja, existe um retardo no repasse dos valores recebidos como pagamento de prestações para o investidor final, portador do certificado. Esse intervalo de tempo é variável de acordo com as características próprias de cada certificado.

Esse *pool* de créditos, lastro dos certificados, pode ser composto por um número indefinido de hipotecas que apresentam características heterogêneas em termos de prazo e taxa de juros. Para estabelecer o prazo e a taxa de remuneração dos certificados é necessário calcular a média ponderada das taxas de juros e prazos dos créditos a partir do volume dos saldos devedores.

As características dos certificados¹¹ podem ser resumidas em 5 eixos principais: tipo de garantia; número máximo de instituições de crédito integrantes de um *pool*; tipo de instrumentos de crédito imobiliário; características dos créditos e forma de pagamento (Brueggeman, Fisher, 1993).

Existem basicamente dois tipos de garantias, classificando o certificado em *fully modified passthrough* ou *modified passthrough*. O primeiro oferece garantia de pagamento de principal e juros, periodicamente, independente do recebimento das prestações dos empréstimos; o segundo garante o pagamento de principal e juros até uma data pré-determinada (Brueggeman, Fisher, 1993).

Em todos os casos, o fluxo mensal ocorre com o recebimento das prestações pagas pelos mutuários. Nos casos de inadimplência ou atrasos entram em cena as garantias, e o risco de crédito não é repassado ao investidor final.

Quanto ao número máximo de instituições de crédito que integram um *pool*, existem duas classificações: *single lender pool*, caracterizado por grupos

¹¹ Ao descrever as características dos certificados estaremos nos referindo especificamente aos certificados, MBS emitidos pelas três empresas *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*.

de empréstimos concedidos por instituições em uma região específica e *multiple lender pool*, com as instituições espalhadas pelo país e portanto geograficamente dispersas (Brueggeman, Fisher, 1993).

Com relação ao tipo de crédito imobiliário, os *pools* compõem-se de vários instrumentos de crédito descritos na seção anterior que atendem ao limite estabelecido para as *conforming mortgages*. As características desses créditos referem-se aos padrões mínimos estabelecidos para avaliar e aceitar créditos em um *pool*, como prazos, limites máximos de valor estabelecidos anualmente, intervalo de tempo entre a concessão do empréstimo e sua inserção em um *pool*, existência de mecanismos de transferência da titularidade do crédito.

Por fim a característica dos certificados em função dos procedimentos para pagamento está relacionada com o método de pagamento (um cheque ou mais para investidores em vários *pools*) e o intervalo de tempo para repasse das prestações, que inclui o tempo pré-determinado contratualmente e os atrasos reais e pode variar a cada programa oferecido pelas empresas,

b.2) Stripped mortgage backed securities

Esses títulos consistem em uma modalidade de *passthrough security* na qual o repasse dos pagamentos referentes a um crédito (amortização e juros), ocorre seguindo um cronograma diferenciado dos créditos imobiliários lastro dos mesmos. Ou seja, enquanto o recebimento das parcelas de amortização e juros dos créditos se dá por meio de uma distribuição *pro-rata*, a remuneração dos títulos segue uma distribuição desigual resultando em uma curva de rentabilidade e uma relação preço rentabilidade diferenciadas da hipoteca original.

Existem duas modalidades de *stripped mortgage-backed securities*: *interest only* e *principal only*. No primeiro tipo o lastro dos títulos é apenas o montante de juros dos créditos integrantes de um *pool* específico; já o segundo tipo tem como lastro os pagamentos de amortização de principal. *Interest only strips* são mais atrativos quando as expectativas do investidor apontam para uma elevação das taxas de juros. Ao contrário, quando o investidor especula na direção de um declínio das taxas de juros, os títulos do tipo *principal only* ganham maior atratividade.

b.3) Paythrough securities

Paythrough securities consistem em vários títulos com características diversificadas emitidas com lastro em um *pool* de créditos imobiliários. O resultado consiste na utilização de um mesmo grupo de empréstimo como lastro para a emissão de títulos com prazos e rentabilidade diversos, atendendo de forma ampliada às diferentes necessidades dos investidores: curto e longo prazo; taxas variáveis e fixas; e proteção contra aumentos ou quedas das taxas de juros de mercado. As emissões podem ocorrer de duas formas, com a previsão de pagamentos trimestrais ou semestrais (e não mensais como nos *passthrough securities*):

- *Closed end*: o grupo de créditos, lastro da operação, permanece inalterado e todos os títulos são emitidos simultaneamente.
- *Open end*: lastro e títulos emitidos podem aumentar ao longo do tempo.
- *Collateralized mortgage obligation – CMO*

Uma estrutura típica do *paythrough security* é conhecida por *collateralized mortgage obligation*. Trata-se de uma engenharia de

securitização com vistas a minimizar as incertezas relacionadas ao fluxo de caixa futuro dos créditos hipotecários que servem de lastro à operação.

As *Collateralized mortgage obligations* são criadas a partir do agrupamento de vários *pools* de crédito imobiliário em um único *trust*, base para a emissão de títulos derivativos por classes ou *tranches* desenhados de forma a atender às necessidades de um amplo espectro de investidores.

A duração média dos títulos varia de alguns meses até 25 anos. Os principais investidores são fundos monetários, bancos, seguradoras e fundos de pensão. Os primeiros se interessam pelos títulos com duração de até um ano; os bancos e outras instituições de crédito compram títulos com prazo médio de 2 a 5 anos; os títulos de 5 a 10 anos são direcionados a investidores de várias naturezas; as seguradoras procuram investimentos com prazos de 11 a 20 anos; enquanto os fundos de pensão adquirem papéis de 11 até 25 anos.

Existem três modelos básicos: *sequencial-pay CMO's*, *PAC bonds* e *support bonds*. A forma mais comum é a primeira que prevê pagamentos simultâneos de juros e seqüenciais do principal para 4 ou mais classes de títulos derivativos.

Por exemplo, são emitidas 4 classes de papéis lastreados em um *trust* de créditos hipotecários nomeadas de A a D. Inicialmente os títulos A recebem todos os pagamentos de principal até o prazo final de sua duração; enquanto isso os títulos B, C e D recebem apenas o equivalente a pagamento de juros. Em uma segunda fase, B recebe todos os pagamentos de principal até sua extinção enquanto C e D recebem apenas juros; consecutivamente C e D passam a receber os pagamentos de principal até o vencimento da operação.

Cada papel ou título derivativo apresenta características específicas em termos de duração e preço (taxas de juros variáveis ou fixas), sendo inclusive comercializadas separadamente.

4. Impacto do mercado secundário nas taxas de propriedade

O esgotamento do sistema de financiamento habitacional predominante nos Estados Unidos até a década de 1970 foi impulsionado pela elevação das taxas de juros, o que gerou uma necessidade de procurar formas alternativas de captação de fundos para as instituições de crédito que viam suas margens de rentabilidade entre operações ativas e passivas decrescerem. Aliado à questão da taxa de juros estava também o teto máximo imposto aos depósitos de poupança, principal fonte de recursos do sistema, pela legislação da época.

Em função desse quadro de falência do sistema, a alternativa encontrada foi o desenvolvimento do incipiente mercado secundário de hipotecas, promovendo uma maior conexão entre o mercado de crédito imobiliário e o mercado de capitais, bem como uma maior integração geográfica. A consequência foi uma maior oferta de recursos disponíveis para crédito imobiliário, mais homogênea no país, com alternativas diversificadas de acesso a fundos, inclusive no mercado financeiro internacional.

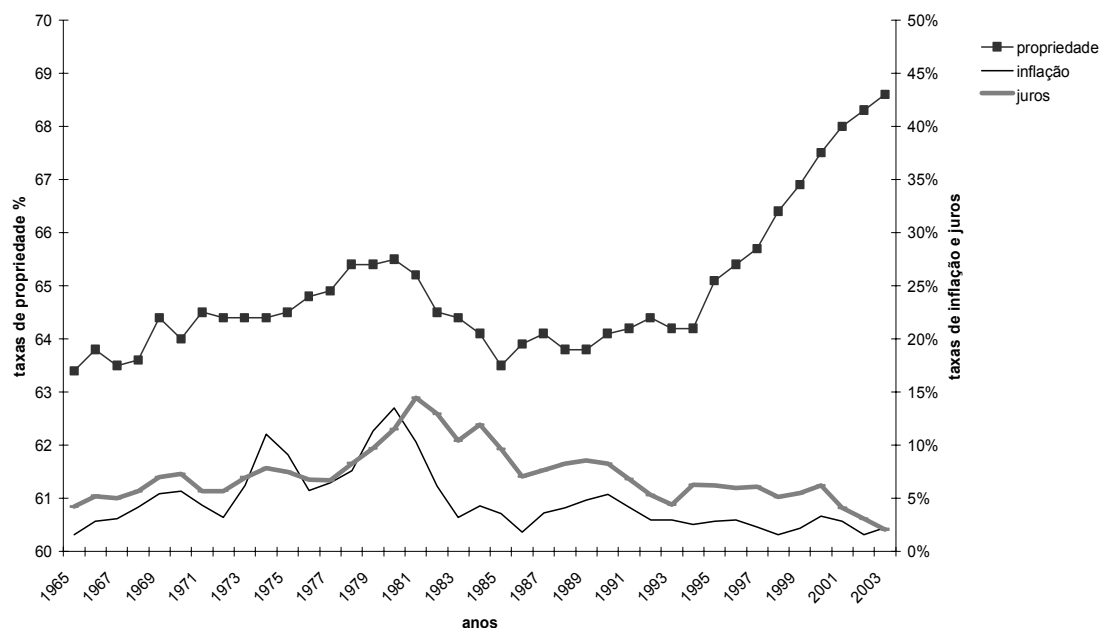
A sofisticação do sistema baseado no mercado secundário proporcionou o surgimento de instrumentos de securitização avançados caracterizados pela diversidade de papéis para atender às mais variadas demandas do mercado de capitais, em termos de prazo, taxa de juros e risco.

No Gráfico 9 pode-se identificar o reflexo da introdução do novo sistema de financiamento nas taxas de propriedade de imóveis nos Estados Unidos.

Para o período de 1965 a 2003, percebe-se uma evolução positiva das taxas até o início dos anos 1980 quando a participação do mercado secundário de hipotecas intensifica-se. Após uma fase de declínio e baixos níveis durante a década de 1980 até meados da década seguinte, as taxas voltam a subir, atingindo no início da década de 2000 níveis nunca antes observados.

Se observarmos no Gráfico 9 a evolução das taxas de inflação e juros pode se perceber que após uma fase ascendente no final dos anos 1960, a curva de acesso à propriedade sofre um pequeno declínio e permanece estagnada na década de 1970 quando ocorrem inclusive taxas de juros reais negativas. O declínio das taxas de acesso à propriedade ocorrido na década de 1980 pode ser explicado pelo alto patamar da taxa real de juros nesse período. Quando, a partir da década de 1990 a curva de inflação aproxima-se mais da curva de juros, indicando taxas de juros reais menores, as taxas de acesso à propriedade iniciam fase de ascensão até o final do período analisado.

GRÁFICO 9 - TAXAS DE PROPRIEDADE, INFLAÇÃO E JUROS - EUA, 1965 - 2003



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do *U.S. Bureau of the Census*, *U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics* e *Federal Reserve*.
Obs: A taxa de inflação: *Consumer Price Index*. Taxa de juros: *Constant Maturity Treasury Index* - 3 anos.

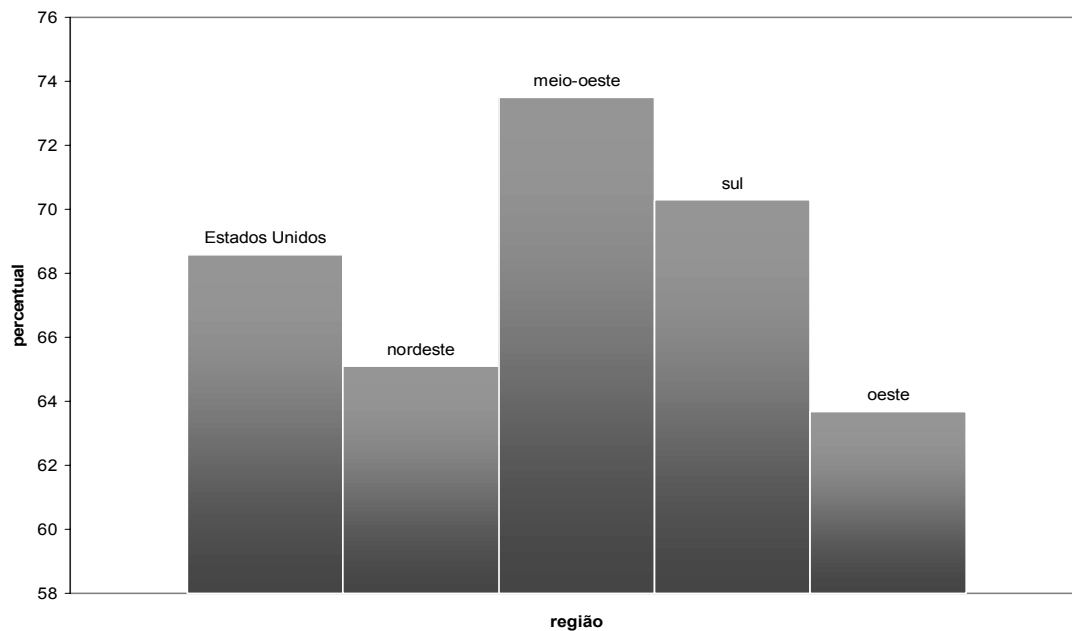
Depreende-se então do Gráfico 9 que o aumento das taxas de acesso à propriedade, a partir de um movimento mais intenso iniciado na década de 1990, pode ser explicada a partir de dois fatores importantes: a consolidação do mercado secundário de hipotecas e o declínio das taxas de juros reais.

A aproximação com o mercado de capitais, provavelmente única alternativa possível para resolver a questão de captação de fundos do sistema, pode trazer também algumas desvantagens, pois as taxas de juros do mercado de crédito imobiliário tendem a acompanhar mais intensivamente as taxas de juros do mercado financeiro e de capitais, elevando dessa forma o custo de aquisição de imóveis e restringindo o acesso à propriedade. Esse fenômeno possivelmente ocorreu na década de 1980 quando as taxas de juros reais assumiram patamares bastante elevados.

Na década de 1980, além de terem ocorrido elevações reais nas taxas de juros internacionais, com reflexos naturais no sistema de crédito imobiliário dos Estados Unidos, o rendimento médio das famílias caiu, implicando dessa forma em uma redução significativa das taxas de propriedade de imóveis, afetando de forma mais crítica as famílias de menor poder aquisitivo (Wachter, 1990: 183).

Outro objetivo importante do mercado secundário de hipotecas refere-se à abrangência geográfica do sistema. O Gráfico 9 explicita que as taxas de acesso à propriedade são relativamente homogêneas nas quatro divisões regionais trabalhadas pelo censo populacional: nordeste, meio-oeste, sul e oeste. A taxa de acesso à propriedade para o país no primeiro bimestre de 2004 era de 68,6%, indicando uma variância de 4,9 pontos percentuais para a maior taxa (meio-oeste) e 4,6 pontos percentuais para a menor taxa (oeste).

GRÁFICO 10 - TAXAS DE PROPRIEDADE POR REGIÃO, EUA - 2004

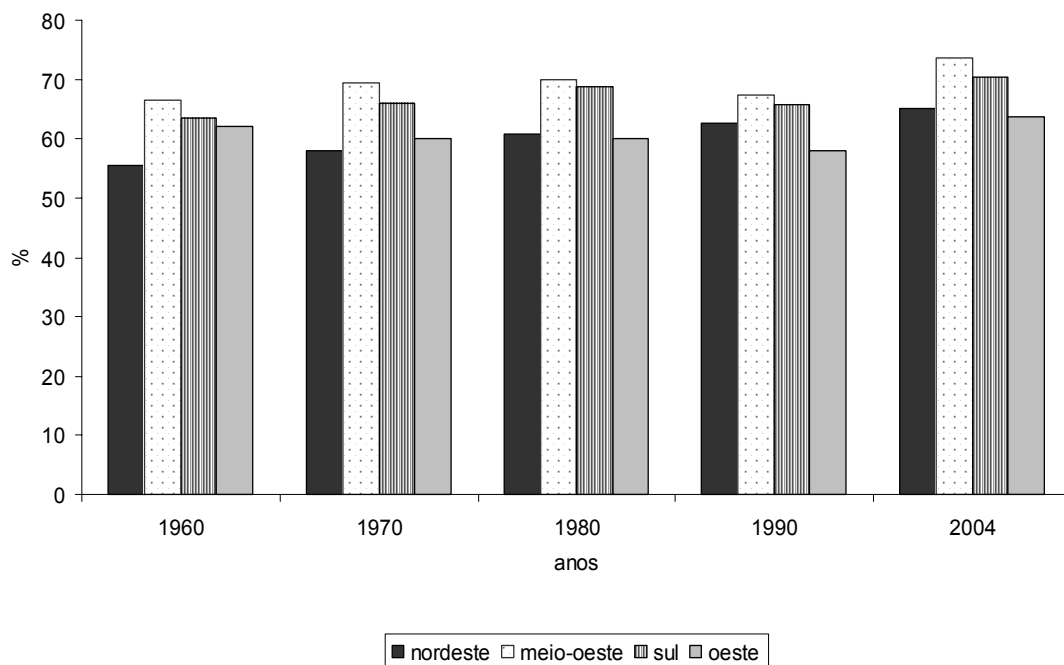


Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do *U.S. Bureau of the Census*.

Obs: dados referentes ao primeiro bimestre de 2004.

É importante salientar, com a análise do Gráfico 11, que as quatro grandes regiões mantiveram taxas relativamente homogêneas no período 1960 – 2004, e que portanto, o mérito de promover a equidade geográfica não pode ser atribuído exclusivamente à consolidação do mercado secundário de hipotecas. Pode-se afirmar, entretanto, que o mercado secundário de hipotecas contribuiu para a manutenção de taxas de acesso à propriedade similares entre as quatro grande regiões dos Estados Unidos.

GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO TAXAS DE PROPRIEDADE POR REGIÃO, EUA



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do *U.S. Bureau of the Census*.

Obs: para 2004 dados referentes ao primeiro bimestre.

Fundamental para o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos, o governo viabilizou as condições necessárias para a implementação e consolidação do sistema.

O governo promoveu a criação dos marcos legal e institucional, estabelecendo os principais mecanismos jurídicos de regulação, controle e fiscalização do sistema e das principais empresas de securitização, que contam com suporte imprescindível do governo em termos de garantias diretas e socorro financeiro de última instância. Essa participação do governo é imprescindível para garantir a estabilidade do sistema que confere credibilidade aos títulos imobiliários ofertados no mercado de capitais, também adequadamente desenvolvido através de regulamentação e fiscalização governamental. Vale lembrar que os títulos hipotecários presentes na Europa estão sob regulamentação da Comunidade Européia e adquiriram credibilidade

junto ao mercado de capitais justamente em função do suporte governamental recebido em termos de regulação e fiscalização.

O governo é igualmente fundamental no sentido de proporcionar uma conjuntura econômica favorável, de baixas flutuações das taxas de juros e controle inflacionário, viabilizando dessa forma oferta e acesso ao crédito imobiliário e garantindo atratividade aos instrumentos financeiros derivados dos mesmos.

Ao contrário do que se poderia imaginar o mercado de hipotecas não foi desenvolvido sob as regras do mercado livre, pelo contrário, a participação do governo foi e ainda é essencial para a manutenção do modelo. O Estado interveio maciçamente no sistema de depósitos de poupança ao estabelecer regulamentações rígidas como o teto para as instituições financeiras trabalharem com esses depósitos. Posteriormente foi o governo quem criou duas das três principais agências do mercado secundário, estabeleceu regulamentações, e finalmente e mais importante o sistema como um todo conta com o tesouro americano como recurso de última instância, selando o patrocínio governamental ao sistema de financiamento imobiliário dos Estados Unidos e principalmente ao mercado secundário de hipotecas.

III – O Modelo de financiamento habitacional no Brasil

1. Histórico

Embora tenham existido algumas tímidas experiências de financiamento habitacional entre as décadas de 1930 e 1960, principalmente através das caixas econômicas federal e estaduais, bem como institutos de previdência e companhias de seguro, pode-se dizer que a história do financiamento habitacional, enquanto modelo institucionalizado, começa no ano de 1964 com a criação do Sistema Financeiro da Habitação, mais conhecido por SFH (ABECIP, 2003).

O SFH foi então criado no bojo da reforma bancária e de mercado de capitais, com uma inovação adequada aos altos índices de inflação observados na época, a correção monetária.

A habitação passa a ser tratada nesse momento como uma prioridade do governo federal, e as diretrizes principais estavam estabelecidas no Plano Nacional de Habitação – PNH, que fazia parte do plano de ação do governo, conhecido como PAEG e delineado pelos Ministérios da Fazenda e do Planejamento (ABECIP, 2003: 17). Foi então criada a instituição que seria o ícone do financiamento habitacional no Brasil pelos próximos 20 anos até sua extinção em 1986: o Banco Nacional da Habitação ou BNH.

O “Sistema Financeiro, da Habitação de Interesse Social” e o Banco Nacional da Habitação foram criados pela Lei Federal 4.380 de 21 de agosto de 1964. Essa legislação era extremamente avançada do ponto de vista social, pois estabelecia como prioridade máxima, na aplicação dos recursos do novo sistema, a construção de moradias para a população de baixa renda, especificando claramente os moradores de “(...) favelas, mocambos e

aglomerações sub-humanas de habitação;(...) ¹²; como outras prioridades entravam os projetos municipais ou estaduais e as cooperativas habitacionais (Brasil, 1964).

As favelas aparecem novamente na mesma lei na seção II que define as aplicações do sistema, o BNH era responsável por estipular um percentual mínimo dos recursos destinados a órgãos ou empresas estatais ou mistas para investimentos em favelas, mocambos e aglomerações sub-humanas.

As fontes de recursos para o SFH eram: depósitos a prazo, financiamentos nacionais e internacionais, letras imobiliárias, depósitos compulsórios dos institutos de aposentadorias e pensões ¹³, e aquisição obrigatória de letras imobiliárias pelos Serviço Social da Indústria – SESI e Serviço Social do Comércio – SESC (Brasil, 1964)

As aplicações do SFH eram destinadas à construção de casas e tanto as entidades públicas como privadas deviam observar percentuais mínimos para investimentos de moradias de valores unitários mais baixos fixados sempre em salários mínimos vigentes: teto de custo por unidade habitacional de 60 vezes o salário mínimo para as entidades públicas e 100 vezes para entidades privadas. Além disso foram estabelecidos tetos de aplicação por valor unitário dos imóveis, tanto para o setor público, 300 vezes o salário mínimo, como para o setor privado, 400 vezes o salário mínimo vigente (Brasil, 1964)

Dois pontos extremamente inovadores da Lei que institui o SFH foram a previsão de correção monetária dos contratos de crédito imobiliário e a criação das letras imobiliárias.

¹² Redação extraída do inciso I, artigo quarto da Lei 4.380 de 1964.

¹³ Percentual da receita dessas instituições, limitado a 20% da receita das mesmas, fixado pelo Ministro do Trabalho e da Previdência Social.

As letras imobiliárias, uma das fontes de recurso para o sistema, consistem em promessa de pagamento com garantia da União Federal quando emitidas pelo BNH e com garantia pelos emitentes ou com coobrigação de outras empresas quando emitidas pelas sociedades de crédito imobiliário. As sociedades de crédito imobiliário eram os agentes financeiros privados do sistema e só poderiam operar com autorização e sob a fiscalização do BNH.

Interessante observar alguns aspectos dessa lei, como por exemplo a previsão do repasse de terras do patrimônio da União, estados e municípios para venda, e conseqüente ampliação da liquidez do sistema, ou para destinar a empreendimentos habitacionais. Outro ponto é a criação de um fundo de assistência habitacional para populações de renda insuficiente. E por fim o parágrafo 2, inciso III do artigo 15, prevê uma preferência na obtenção de financiamentos para depositantes de contas de poupança, o que poderia ser considerado uma certa alusão ao sistema de poupança prévia.

Em 1966 é criado o Fundo de garantia por tempo de serviço, o FGTS (Lei 5.107/66). Trata-se de um fundo composto por recolhimentos mensais de contribuições compulsórias sobre os salários, pagas por empregadores (o FGTS será detalhado na próxima seção).

As cadernetas de poupança surgem em 1968 e constituem, juntamente com o esquema de captação das letras imobiliárias, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, o SBPE. As cadernetas de poupança foram criadas com a compulsoriedade de aplicação de 70% dos saldos para o crédito imobiliário.

O BNH passa então a ser responsável pela gestão tanto do FGTS como dos recursos do SBPE, utilizando para tanto uma rede de agentes financeiros públicos e privados composta por bancos, associações de poupança e

empréstimo, companhias de crédito imobiliário e companhias e cooperativas habitacionais.

A instituição BNH era o núcleo central da política habitacional, sendo responsável por estabelecer alternativas para a população de baixa renda, além de normatizar e regular a concessão de crédito imobiliário pelos bancos comerciais.

Suas atribuições principais como responsável maior da política habitacional eram: administrar os recursos do FGTS, estabelecer normas e fiscalizar a aplicação dos recursos das cadernetas de poupança, desenhar os instrumentos de financiamento, garantir a liquidez do sistema e por fim, atuar como agente garantidor das cadernetas de poupança, prestador de última instância, e das letras imobiliárias (Santos, 1999:10).

Poderíamos dividir a atuação do BNH em dois eixos principais em termos de faixa de renda da população beneficiada: o primeiro conectado ao SBPE e composto por um público de classes de renda média e alta e o segundo eixo calcado no FGTS para a população de baixa renda.

O esquema de financiamento das unidades habitacionais pelo SBPE funcionava da seguinte forma: os agentes financeiros financiavam diretamente os empreendedores imobiliários privados para a construção dos imóveis, estes por sua vez promoviam a venda das unidades àqueles que ficariam definitivamente como mutuários sistema, responsáveis pelo pagamento do financiamento.

Para as moradias de interesse social o financiamento ocorria através de agentes financeiros públicos, as companhias e/ou cooperativas habitacionais, mais conhecidas como COHABs e COOPHABs. O público alvo de atuação desses agentes, inicialmente, era composto pela população de até 10 salários

mínimos. Entretanto, ao longo de sua atuação, o atendimento concentrou-se na faixa de renda de 3 a 10 salários mínimos (Garcia e Castelo, 1996: 2).

Neste caso estas instituições obtinham financiamento junto ao BNH, com recursos do FGTS, contratavam as construtoras e comercializavam, sem lucro, as unidades habitacionais por meio da concessão de crédito imobiliário. Os compradores finais dos imóveis eram responsáveis pelo pagamento dos financiamentos individuais para as COHABs que, por sua vez, deveriam pagar o financiamento inicial obtido junto ao BNH (Santos, 1999:12).

Em tese o BNH era o gestor do FGTS e as COHABs eram os agentes promotores, ou seja, os responsáveis pela implementação dos programas habitacionais nos diversos níveis, municipal, intermunicipal e estadual. Ou seja, embora o sistema previsse um núcleo decisório central, era prevista uma articulação com outras esferas de governo através de entidades subnacionais (Royer, 2002).

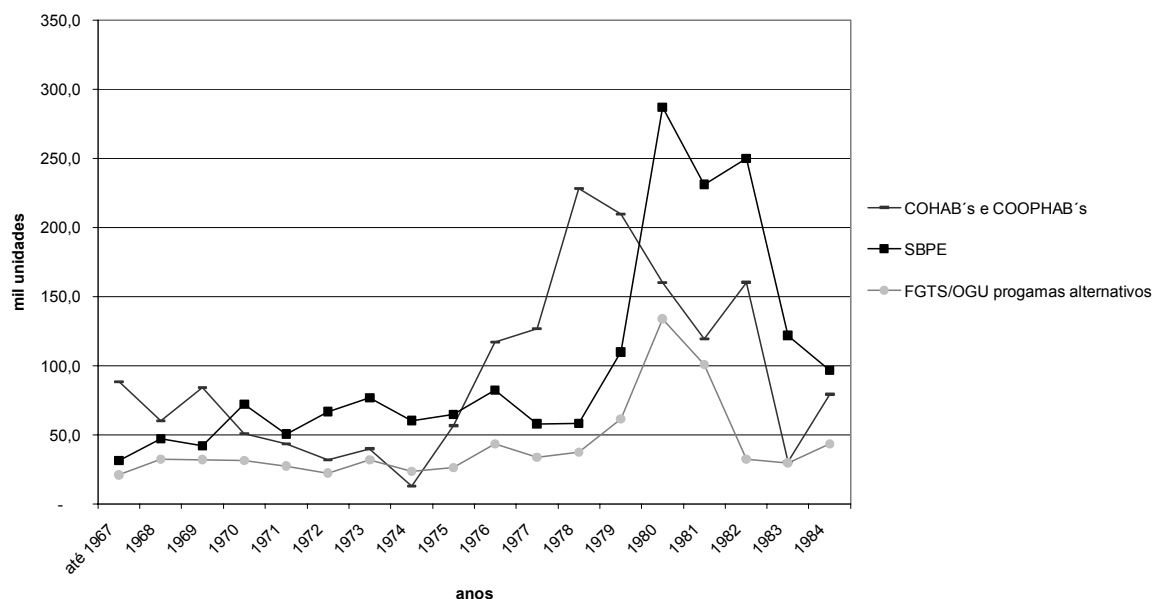
O mote principal da política era a produção de unidades habitacionais em massa sem preocupações maiores com sua inserção na malha urbana. Pode-se dizer que sob forte pressão e *lobby* das empresas de construção civil o sistema refletia uma lógica empresarial, onde as unidades produzidas eram o único indicador de sucesso sem conexão com os aspectos da questão urbana e social (Royer, 2002: 11).

Já na década de 1970 foram criados pelo BNH programas alternativos financiados com um mix de recursos do FGTS e do orçamento geral da união – OGU, não se tratava de programas de crédito imobiliário e sim de auxílio para a melhoria de habitações precárias, auto-construção, urbanização e regularização de lotes.

Tais programas, como o PROFILURB, PRO-MORAR e João de Barro, foram concebidos no sentido de suprir a deficiência do BNH, por meio das COHAB's e COOPHAB's, em financiar moradia a uma faixa da população com rendimentos mensais inferiores a 3 salários mínimos (Santos, 1999:16).

Para se ter uma idéia da síntese de atuação do BNH durante sua existência o gráfico 12 explicita o número de financiamentos concedidos por programa (o gráfico apresenta dados de 1964 até 1984 abrangendo quase todo o período do BNH que foi extinto em 1986).

GRÁFICO 12 - NÚMERO DE HABITAÇÕES FINANCIADAS PELO SFH E PELOS PROGRAMAS ALTERNATIVOS NO PERÍODO 1964 - 1984



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos de Santos, 1999.

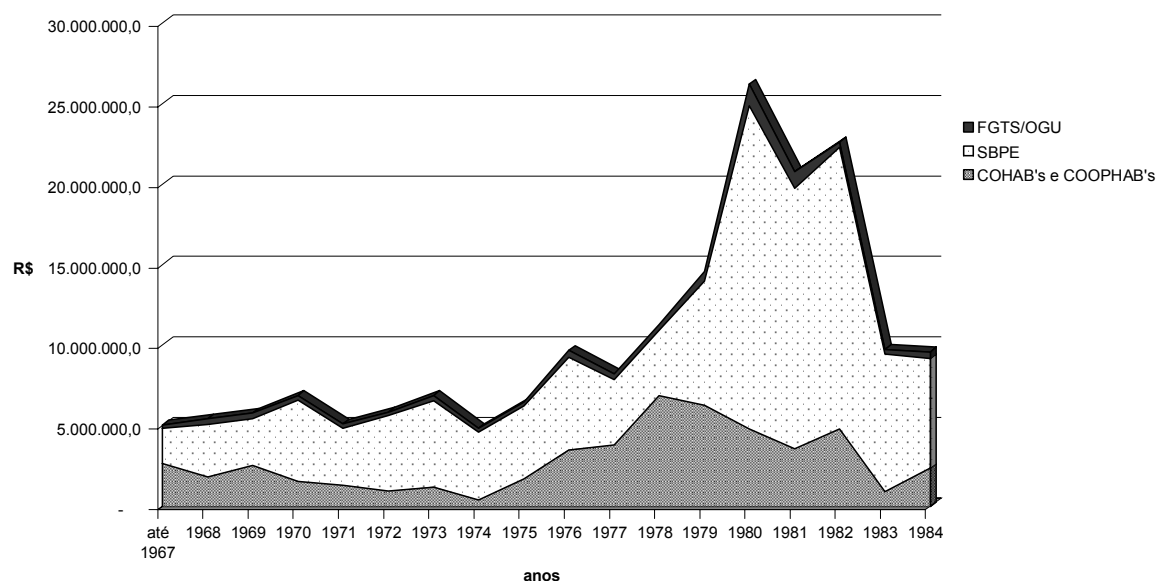
Pode-se observar uma elevação brusca nos números de unidades vendidas pelo programa desenvolvido pelas companhias e cooperativas habitacionais a partir de meados da década de 1970, com pico de atuação no final da década. O mesmo ocorre para o SBPE no final da década de 1970, com apogeu no início da década de 1980. No final do período em 1984 os dois programas atingem níveis baixos de atuação, recuando aos parâmetros iniciais do período.

Evidencia-se a baixa representatividade dos programas alternativos ao longo do período, com uma atuação incompatível às necessidades habitacionais da população de até 3 salários mínimos, que em 2000 representavam 83,2% do déficit habitacional urbano (Fundação João Pinheiro, 2001:167).

Fazendo um balanço geral da existência do BNH, foram financiadas no período de 1964 a 1984, entre todos os programas, 4,3 milhões de unidades habitacionais, distribuídas da seguinte forma: 18% para os programas alternativos, financiados com recursos do orçamento da união e do FGTS, 40% das unidades para as COHAB'S e COOPHAB'S com recursos do FGTS e 42% com recursos do SBPE, ou seja, 58% para beneficiários com rendimentos mensais de até 10 salários mínimos e 42% para a faixa superior a 10 salários. Pesquisas realizadas demonstram entretanto que a atuação do BNH restringia-se a famílias com renda superior a cinco salários mínimos, ou seja, capazes de arcar com as prestações mensais de um financiamento (Royer, 2002: 9).

Se considerarmos que os valores das unidades financiadas pelo SBPE são superiores aos financiamentos com recursos do FGTS a desigualdade do modelo brasileiro nesse período fica ainda mais explícita. No Gráfico 13 fizemos uma simulação do volume total de recursos por cada categoria, FGTS/OGU, COHAB's e COOPHAB's. É bem clara a supremacia do SBPE frente às outras fontes de recursos, principalmente na década de 1980.

GRÁFICO 13 - SIMULAÇÃO DE VALORES TOTAIS FINANCIADOS POR CATEGORIA



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos de Santos, 1999.

Obs.: Simulação do volume total financiado por fonte de recursos considerando-se para cada unidade financiada os seguintes valores: R\$ 10.000,00 para FGTS, R\$ 70.000,00 para SBPE e R\$ 30.000,00 para COHAB's e COOPHAB's.

Por essa simulação a distribuição de recursos passa a ser: 32% para famílias com rendimentos de até 10 salários mínimos e 68% para a faixa superior a 10 salários mínimos. Em 2001, segundo o IBGE, apenas 4,7% da população auferiam rendimento mensal acima de 10 salários mínimos (IBGE, 2004b).

O SFH e o BNH foram implementados sob o regime militar para resolver o problema de moradia das famílias mais pobres e acabou sendo responsável por consolidar o mercado imobiliário urbano:

(...) O investimento de vultosa poupança, parte compulsória (FGTS) e parte voluntária (SBPE no financiamento à habitação, saneamento básico e infraestrutura urbanos, mudou a face das cidades brasileiras, financiando a verticalização das áreas residenciais mais centrais; contribuindo para o aumento

especulativo do solo; dinamizando a promoção e a construção de imóveis (o mercado imobiliário atinge novo patamar e nova escala); diversificando a indústria de materiais de construção; subsidiando apartamentos para as classes médias urbanas; patrocinando a formação e consolidação de grandes empresas nacionais de edificação e mesmo de construção pesada, nas faraônicas obras de saneamento básico.(...)(Maricato, 1996: 44).

Paralelamente à produção habitacional as favelas urbanas cresceram significativamente durante a existência do BNH. As unidades produzidas para a população de baixa renda eram muitas vezes utilizadas para fins eleitoreiros e a relação de troca de favores entre políticos e beneficiários do BNH impedia a execução de despejos como resposta aos elevados índices de inadimplência (Maricato, 1996).

Em 1985 foi criado um grupo de trabalho para diagnosticar a atuação do BNH, que concluiu pela incompatibilidade do mesmo com os propósitos da Nova República, cujo lema era “tudo pelo social”. A prioridade no campo da política habitacional passa a ser o atendimento da população de menor renda das periferias urbanas efetivamente não beneficiada pelo BNH (Royer, 2002).

No ano seguinte, em 1986, foi extinto o BNH; seus arquivos foram destruídos por um incêndio que possivelmente não tenha sido acidental (Maricato, 1996: 44).

Com a sua extinção as atribuições do BNH foram diluídas em três principais instituições. O Banco Central do Brasil assumiu a posição de órgão normativo e fiscalizador do SBPE, a Caixa Econômica Federal é gestora do FGTS e agente financeiro do SBPE. A política habitacional e os programas alternativos ficaram a cargo de um órgão da esfera do executivo federal, sempre um ministério ou secretaria.

Um dos problemas mais graves do SFH decorreu da aceleração inflacionária ocorrida a partir do final da década de 1970 com auge nos anos 1980. A deterioração dos salários dos mutuários e o descompasso entre os índices de reajuste salariais e das prestações provocou já nos primórdios do SFH elevados níveis de inadimplência.

O sistema já era por concepção vulnerável às flutuações macroeconômica, visto que dependia da poupança nacional e do emprego para garantir a entrada de novos recursos, e portanto seu equilíbrio atuarial (para alimentar respectivamente o SBPE e o FGTS). Índices de inadimplência elevados comprometeriam também o retorno dos recursos já aplicados no sistema e deveriam ser imediatamente atacados (Santos, 1999:13).

Para resolver essa situação o governo criou o plano de equivalência salarial, PES e o fundo de compensação das variações salariais, FCVS. Por esses instrumentos as prestações seriam reajustadas anualmente de acordo com os salários enquanto os saldos devedores continuavam sendo corrigidos trimestralmente. Para compensar essa lacuna estabeleceu-se uma sobreprestação mensal que iria para o fundo de compensação das variações salariais, FCVS.

Entretanto a contribuição dos novos mutuários para o FCVS não foi suficiente para que o mesmo pudesse financiar integralmente o descompasso gerado pelo plano de equivalência salarial. A partir de 1979, com a inflação anual aproximando-se dos três dígitos a situação dos mutuários, principalmente de classes média e alta, se complicou, pois o reajuste das suas prestações, excepcionalmente, ficou acima da correção salarial.

A partir de reivindicações das classes média e alta, em 1985 foi concedido um subsídio a todos os mutuários do sistema e o FCVS sofreu o início do desequilíbrio financeiro mais conhecido com “rombo do FCVS”. O desequilíbrio

aumentou mais ainda em decorrência do plano cruzado de março de 1986 que estabeleceu uma regra de reajuste de prestações com base nos doze meses anteriores e subsequente congelamento das mesmas por um ano. Outros planos econômicos contribuíram em menor escala para gerar um passivo total para o governo R\$ 76,4 milhões em dezembro de 2003 (Banco Central do Brasil, 2004).

Outro problema ocorrido ao longo da existência do SFH foi a dívida contraída pelo setor público, para investimentos em habitação e saneamento, junto ao FGTS. Essas dívidas, 75% do volume de crédito concedido com recursos do FGTS, foram continuamente renegociadas, com alongamento de prazos e facilidades, rompendo assim o equilíbrio financeiro do FGTS (Garcia e Castelo, 1996:7).

Assim sendo, o final da década de 1980 foi caracterizado pela perda de fôlego do sistema como um todo, principalmente dos agentes financeiros públicos as COHAB'S, pelas restrições de endividamento impostas aos estados e municípios

Na década de 1990 o FGTS recobrou sua capacidade de financiamento e serviu de fonte de financiamento para novos programas, como o pró-moradia e habitar-Brasil para famílias de até 3 salários mínimos e a carta de crédito – FGTS para a população com renda mensal até 12 salários mínimos.

Esses programas foram inovadores pois enquanto o pró-moradia e o habitar-Brasil têm como alvo a população residente em áreas caracterizadas por altos índices de precariedade, como favelas; o programa carta de crédito – FGTS desvincula o crédito imobiliário individual do empreendimento imobiliário em si. Ou seja, uma família pode obter financiamento direto para a compra de uma unidade isolada, rompendo a lógica anterior de grandes financiamentos integrais para as construtoras e repasse apenas das unidades inseridas nesses empreendimentos ao consumidor final.

Desde sua criação até 1994 o SFH financiou 5,6 milhões de unidades habitacionais, sendo que nesse mesmo período foram produzidas 31,6 milhões (Santos, 1999: 22). Isso significa que o sistema foi responsável pelo financiamento de apenas 18% das unidades construídas no país. Isso significa também que as famílias optaram, em sua maioria, por formas alternativas de financiamento, seja através de outros agentes como imobiliárias e construtoras, seja através de poupança própria.

Hoje o modelo de financiamento habitacional no Brasil está calcado no SFH que é composto pelo SBPE; fundos para-fiscais como o FGTS, e o sistema de financiamento imobiliário, o SFI. A seguir detalharemos esses eixos em termos de atuação mais recente.

2. Os fundos para-fiscais

Dois fundos públicos de poupança compulsória constituídos por depósitos mensais de empregadores são utilizados para conceder financiamentos habitacionais, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço ou FGTS e o Fundo de Amparo ao Trabalhador ou FAT.

Esses dois fundos são considerados para-fiscais por originarem-se na cobrança de contribuições específicas, não sendo, portanto vinculações de impostos arrecadados (Pinheiro, 1997).

- Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS

O FGTS foi criado pela Lei 5.107 de 13 de setembro de 1966, com o duplo objetivo de assegurar proteção financeira aos trabalhadores em situações de desemprego e aposentadoria e ser utilizado como fonte de recursos para aquisição da casa própria (Brasil, 1966).

A criação do FGTS tinha ainda um terceiro objetivo relacionado à eficiência alocativa do mercado de trabalho, ou seja, um dos objetivos era flexibilizar as demissões e acabar com a estabilidade aos 10 anos de serviço ao obrigar às empresas a fazer o provisionamento das indenizações (Carvalho, Pinheiro, 2000).

O FGTS foi amplamente utilizado nas décadas de 1960 e 1970 como fonte de financiamento para o Estado na provisão de habitação e infra-estrutura e sofreu graves problemas atuariais em função dos elevados índices de inadimplência dos programas habitacionais das companhias e cooperativas habitacionais e dos estados e municípios. Hoje esses problemas estão praticamente equacionados, a partir das negociações das dívidas dos estados e municípios (que por sua vez assumiram para si as dívidas dos mutuários finais das companhias habitacionais) e pagamento regular das parcelas acordadas (Carvalho, Pinheiro, 2000).

São diversos os fluxos de entrada e saída do FGTS, cujo órgão operador hoje é a Caixa Econômica Federal. A principal fonte de receita é o depósito mensal de 8% do salário de cada trabalhador, pelo seu respectivo empregador, em uma conta vinculada junto à Caixa Econômica Federal. Essas contas são remuneradas a uma taxa única de 3% a.a. e correção monetária.

Os principais fluxos de saída são os saques (nos casos de demissão, aposentadoria ou aquisição de moradia) e os fluxos de recursos para provisão de habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana, tecnicamente divididos em: empréstimo, repasse e financiamento.

Empréstimos podem ser efetuados aos agentes financeiros ligados ao SFH. Dentre eles encontra-se a própria Caixa Econômica Federal que acumula as funções de agente operador e agente financeiro, assumindo perante o FGTS os riscos de crédito. Esse caráter dual da Caixa Econômica Federal restringe na prática o acesso de outros agentes financeiros aos recursos do FGTS, limitando a dinamização do mercado de crédito habitacional para a população de baixa renda.

Repasse corresponde ao fluxo financeiro do FGTS para o agente promotor ou mutuário pessoa jurídica, que podem ser cooperativas e companhias habitacionais ou incorporadoras que promovam a construção de unidades habitacionais e a concessão de crédito às famílias.

Financiamento é o crédito imobiliário direto ao mutuário pessoa física.

Todas essas modalidades de utilização dos recursos do FGTS são genericamente chamadas de aplicações e o retorno das mesmas constitui a segunda fonte de receita do fundo. Os mutuários pagam as parcelas referentes a juros e amortizações das dívidas assumidas junto ao FGTS aos seus respectivos agentes financeiros e promotores que os repassam ao agente operador que é a Caixa Econômica Federal. Os riscos das operações são assumidos pela Caixa Econômica Federal pois o fundo não pode sofrer perdas de patrimônio (Pinheiro, 1997).

Como se pode perceber, os fluxos de entrada e saída de recursos são complexos e abrangem uma série de atores como os trabalhadores, bancos, companhias habitacionais e mutuários finais.

Todas as aplicações efetuadas com recursos do FGTS devem seguir às normas delineadas pelo conselho curador do FGTS, que é composto por três representantes dos empregados, três dos empregadores e seis do governo; e pelas diretrizes indicadas pelo agente gestor, atualmente representado pelo Ministério das Cidades, que é responsável pelos orçamentos plurianuais, definições de metas e acompanhamento dos programas.

Todos os requisitos expostos a seguir devem necessariamente ser preenchidos para todas as operações de crédito com recursos do FGTS: garantia real; remuneração a taxa de juros média mínima de 3% a.a. além da correção monetária igual às contas vinculadas; rentabilidade suficiente para cobrir os custos operacionais e constituição de reserva técnica; prazo máximo de 25 anos; e aplicações em saneamento básico e infra-estrutura urbana complementares aos programas habitacionais que devem compor pelo menos 60% dos recursos aplicados.

A capacidade de investimento do FGTS depende então de uma série de fatores como índices de emprego formal, níveis de emprego e renda para garantir níveis adequados de adimplência, bem como custos operacionais. Depois de um período de corrosão do fundo em decorrência da concessão de créditos de baixa qualidade e elevados índices de inflação na década de 1980, como já explicamos na primeira seção deste capítulo, a partir da década de 1990 o FGTS retoma lentamente sua capacidade de investimento.

Somente no ano de 2000 percebe-se um aumento significativo na capacidade de investimento do FGTS que atinge o patamar de 0,64% do PIB. Esse aumento pode ser explicado pelo crescimento econômico com aumento

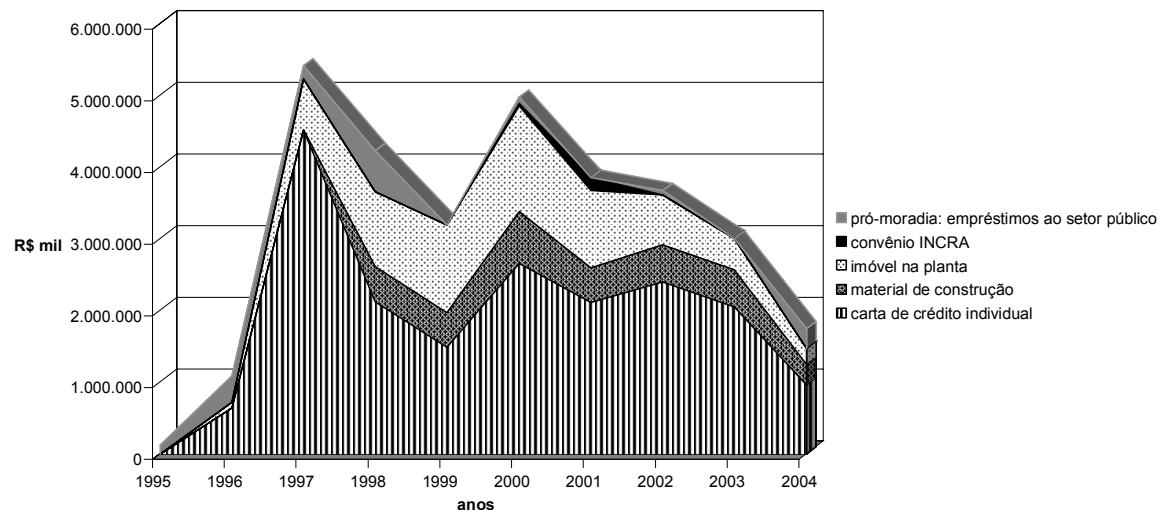
de contribuições e queda de saques, e também pelo saneamento do fundo iniciado em 1993, com renegociações de dívida entre outras medidas, proporcionando aumento da arrecadação dos empréstimos (Carvalho, Pinheiro, 2000).

As aplicações em habitação realizadas com recursos do FGTS são direcionadas a basicamente 5 programas dirigidos tanto ao setor público como ao setor privado. O pró-moradia e o convênio com o INCRA consistem em empréstimos ao setor público e as linhas imóvel na planta, material de construção e carta de crédito são programas direcionados ao setor privado, especificamente ao mutuário final, sendo que no caso do imóvel na planta há um incentivo aos construtores na medida que eles utilizam-se desses recursos para financiamento do capital de giro da obra.

Em 2004 estão sendo retomadas linhas de crédito para a produção a partir de novas medidas legais como a instituição do patrimônio de afetação que segrega o imóvel objeto do financiamento dos outros ativos da empresa construtora, protegendo o agente financeiro no caso de falência da mesma.

No gráfico 14 pode ser observada a evolução das aplicações em habitação do FGTS no período de 1995 a 2002. Pode-se perceber uma retomada significativa a partir do ano de 1997, consolidada nos anos posteriores. Evidencia-se ainda a importância adquirida pelo programa de carta de crédito criado na década de 1990 e direcionado diretamente ao mutuário final alternativamente aos esquemas tradicionais de financiamento à produção, ou seja à indústria da construção civil.

GRÁFICO 14 - FGTS: INVESTIMENTOS EM HABITAÇÃO POR PROGRAMA, 1995 - 2002



Fonte:Elaborado a partir de Caixa Econômica Federal, 2004b. Saldos de agosto de 2004.

Obs: Valores atualizados pelo IPCA – IBGE, data-base junho de 2004.

As condições do crédito imobiliário com recursos do FGTS oferecido pela Caixa Econômica Federal são: prazo de 12 a 240 meses, juros de 6% a 10,16% a.a., progressivos em função da renda, acrescidos de correção monetária, e valor venal máximo dos imóveis de R\$ 15.000,00 para lote urbanizado, R\$ 72.000,00 para a aquisição de imóveis usados e R\$ 80.000,00 para aquisição de imóveis novos ou construção, imóvel na planta (Caixa Econômica Federal, 2004a).

Muito embora as críticas ao FGTS estejam normalmente relacionadas aos custos e enrijecimento do mercado de trabalho formal, é importante ressaltar a fragilidade desse instrumento como grande financiador de habitação tendo em vista sua vulnerabilidade às flutuações conjunturais da economia, bem com a pesada estrutura burocrática na qual ele está inserido, o que dificulta sua utilização pelos agentes financeiros de forma mais flexibilizada e

coerente com a característica da população que precisa de habitação neste país .

O papel da Caixa Econômica como agente operador do FGTS requer a submissão de todos os créditos solicitados a todos os normativos desta instituição além das resoluções do Conselho Curador do FGTS, o que gera um excesso de normas e regularização prejudiciais à eficiência do fluxo de fundos para crédito imobiliário habitacional.

A Lei 10.188 de 2001 criou o programa de arrendamento residencial já previsto por meio de sucessivas medidas provisórias reeditadas a partir da medida provisória 1.823 de abril de 1999.

Esse programa prevê a utilização de recursos remanescentes de quatro fundos em extinção¹⁴, bem como a contratação de operação de crédito junto ao FGTS limitada a R\$ 2.450 milhões para operacionalizar o Programa de Arrendamento Residencial ou PAR.

A Lei prevê a criação de um patrimônio específico do programa que é contabilizado independentemente dos ativos da Caixa Econômica Federal, sendo apenas mantidos como propriedade fiduciária desta instituição que é agente gestor do programa.

O programa apresenta duas modalidades principais: construção e reforma. A Caixa Econômica Federal promove a contratação de empresas privadas para a construção ou reforma dos imóveis que virão a ser patrimônio do Fundo de Arrendamento Residencial – FAR, esse fundo é composto pelos recursos do FGTS e outros previstos na Lei de criação do PAR, bem como das receitas provenientes dos arrendamentos residenciais realizados. Quando o

¹⁴ FAS – Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social, FINSOCIAL – Fundo de Investimento Social, PROTECH – Programa de Difusão Tecnológica e FDS – Fundo de Desenvolvimento Social.

imóvel está pronto são fechadas operações de arrendamento ao beneficiário/arrendatário final.

O arrendamento ocorre por um período de quinze anos com prestações calculadas a uma taxa de arrendamento mensal de 0,7% do valor final do imóvel. Ao final do período o morador pode exercer opção de compra do imóvel.

Esse programa ocorre também em parceria com os municípios através de convênios específicos onde estes se encarregam de indicar candidatos para arrendar os imóveis, indicar prédios viáveis para a modalidade de PAR reforma além de vender áreas de propriedade das companhias habitacionais com ou sem subsídio para empreendimentos PAR.

Os investimentos no período 1999 a 2004 realizados no âmbito do programa PAR estão apresentados na tabela 5. Nesses quatro anos foram investidos R\$ 1.748 milhões em valores históricos correspondentes a R\$ 2.326 milhões em valores atualizados pelo IPCA-IBGE. Com esse volume de recursos foram produzidas 84.111 unidades habitacionais.

TABELA 5 -INVESTIMENTOS COM RECURSOS DO FAR

DESCRIÇÃO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RECURSOS (R\$ mil)	198.838	858.222	562.698	887.828	1.364.350	223.358
NÚMERO DE UNIDADES	6.958	31.005	20.315	30.261	44.147	8.467

Fonte: Elaborado a partir de Caixa Econômica Federal, 2004b. Posição agosto de 2004.

Obs: Valores atualizados pelo IPCA – IBGE, data-base junho de 2004.

- Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT

O FAT foi criado em 1990 através das Leis 7.998 e 8.019 de 11 de janeiro e 11 de abril, que regulamentam a Constituição Federal de 1988.

O fluxo de receita principal é composto pelas contribuições financeiras dos empregadores do setor público e privado. O setor privado contribui com 1% (instituições sem fins lucrativos) e 0,65% (demais empresas) sobre a folha de pagamento. O setor público contribui com 1% das receitas correntes das receitas correntes adicionadas de transferências recebidas de outras esferas públicas nos casos de estados e municípios. Já as autarquias contribuem com 0,65% das receitas orçamentárias e as empresas públicas com 0,65% da receita operacional bruta (Pinheiro, 1997).

Os fluxos de saída são: transferências ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDES (40% das contribuições), seguro-desemprego, abono salarial, aplicações em depósitos especiais das instituições financeiras oficiais federais (como Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil), despesas com treinamento e pesquisas no âmbito do Sistema Nacional de Empregos, despesas operacionais e reserva mínima de liquidez (Pinheiro, 1997).

A partir de 2002 a Caixa Econômica Federal passa a operar dois programas habitacionais com recursos do FAT, carta de crédito individual (crédito imobiliário direto ao mutuário) e imóvel na planta (crédito imobiliário direto ao mutuário com incentivo à produção). Na tabela 6 está apresentado o volume de recursos do FAT aplicados em habitação, o que correspondeu à produção, no mesmo período, de 8.028 unidades.

TABELA 6 - INVESTIMENTOS COM RECURSOS FAT

Programa	R\$ mil		
	2002	2003	2004
Carta de crédito individual FAT	504.431	149.860	20.977
Imóvel na planta FAT	36.226	28.987	13.693
Material de construção FAT	-	1.489	12.192
TOTAL FAT	540.656	180.336	46.862

Fonte: Elaborado a partir de Caixa Econômica Federal, 2004b.

Obs: Valores atualizados pelo IPCA – IBGE, data-base junho de 2004. Posição agosto/2004.

3. O Sistema brasileiro de depósitos de poupança – SBPE

O sistema brasileiro de poupança e empréstimo ou SBPE, instituído na criação do SFH, funciona através de agentes financeiros que trabalham com a modalidade de captação de recursos denominada caderneta de poupança. As diretrizes para aplicação dos recursos captados são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, que é o órgão deliberativo máximo do sistema financeiro nacional¹⁵.

Essas diretrizes são estabelecidas por meio de resoluções. A legislação específica em vigor em agosto de 2004 inclui: Lei 4.380 de 21/08/1964, Lei 4.864 de 29/11/1965, Lei 8.004 de 14/03/1990, Lei 8.036 de 11/05/1990, Lei 8.177 de 01/03/1991, Lei 8.692 de 28/07/1993, Lei 10.150 de 21/12/2000; Decreto-Lei 2.291 de 21/11/1986; Resoluções do Banco Central 1.980 de 30/04/1993, 2.130 de 21/12/1994 e 2.173 de 30/06/1995 e 3.005 de 30/07/2002 (Banco Central do Brasil, 2004).

Essas normas estabelecem que 65%, no mínimo, dos recursos captados em depósitos de poupança devem ser aplicados em financiamentos imobiliários, 20% direcionado a encaixe obrigatório no Banco Central e os 25% restantes podem ser aplicados de forma diversificada dentro dos limites da legislação em vigor. Esses percentuais incidem sempre sobre uma base de cálculo que considera o menor dos dois valores: 1) a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos doze meses antecedentes ao mês de referência; ou 2) a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança no mês de referência (Banco Central do Brasil, 2002).

¹⁵ O CMN é constituído pelo Ministro da Fazenda (Presidente), Ministro de Planejamento e Orçamento e Presidente do Banco Central do Brasil (Ministério da Fazenda, 2004).

Do percentual mínimo de 65% para financiamento imobiliário, pelo menos 80% deve ser aplicado em créditos imobiliários com fins habitacionais dentro do âmbito do SFH. O restante pode ser direcionado a operações de crédito a taxas de mercado, sendo no mínimo 50% para crédito imobiliário habitacional (Banco Central do Brasil, 2002).

A questão básica a ser analisada é a interpretação dos 80% que devem ser aplicados no âmbito do SFH. De acordo com a Resolução 3.005 do Banco Central do Brasil, são consideradas operações de financiamento habitacional (Banco Central do Brasil, 2002):

- Créditos para aquisição de imóveis novos ou usados;
- financiamento à produção de imóveis;
- comprometimentos futuros para a concessão de crédito para compra de imóveis ainda em fase de produção;
- cartas de crédito com prazo de validade máximo de 120 dias para aquisição ou construção de imóveis;
- aquisição de material de construção ou reforma;
- cédulas e letras de crédito imobiliário e cédulas hipotecárias emitidas no âmbito do SFH;
- certificados de recebíveis imobiliários;
- direitos creditórios originados em compromissos de compra e venda de imóveis;
- quotas de fundos de investimento imobiliário e de fundos de investimento em direitos creditórios com carteiras constituídas por financiamentos habitacionais;
- operações remanescentes de normas já não mais em vigor;
- saldos de depósitos no Fundo de Apoio à Produção de Habitações para a População de Baixa Renda (Fahbre) e no Fundo de Estabilização (Festa);

- créditos junto ao Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS);
- créditos de dívidas novadas do FCVS;
- descontos concedidos em contratos com previsão de cobertura pelo FCVS;
- imóveis residenciais recebidos em liquidação de financiamentos habitacionais.
- saldos de financiamentos negociados no âmbito do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).

Como se pode perceber, existe uma ampla gama de alternativas para aplicação das exigibilidades mínimas que originalmente eram destinadas apenas à concessão de crédito para moradias de interesse social, com valores teto e taxas de juros limitadas.

Hoje, de acordo com a Resolução 3.005, uma operação no âmbito do SFH está limitada a financiamentos de até R\$ 150.000,00 para imóveis avaliados até R\$ 300.000,00, a uma taxa de juros máxima de 12% a.a.

O único incentivo para as instituições financeiras concederem créditos menores é um mecanismo, também previsto nessa resolução, que permite para efeito de contabilização das exigibilidades mínimas a aplicação de um fator multiplicador de 1,5 para os saldos dos financiamentos concedidos para a aquisição de imóveis residenciais novos com valores limitados a R\$ 100.000,00 para os municípios de São Paulo e Rio de Janeiro e R\$ 80.000,00 para outras localidades do país.

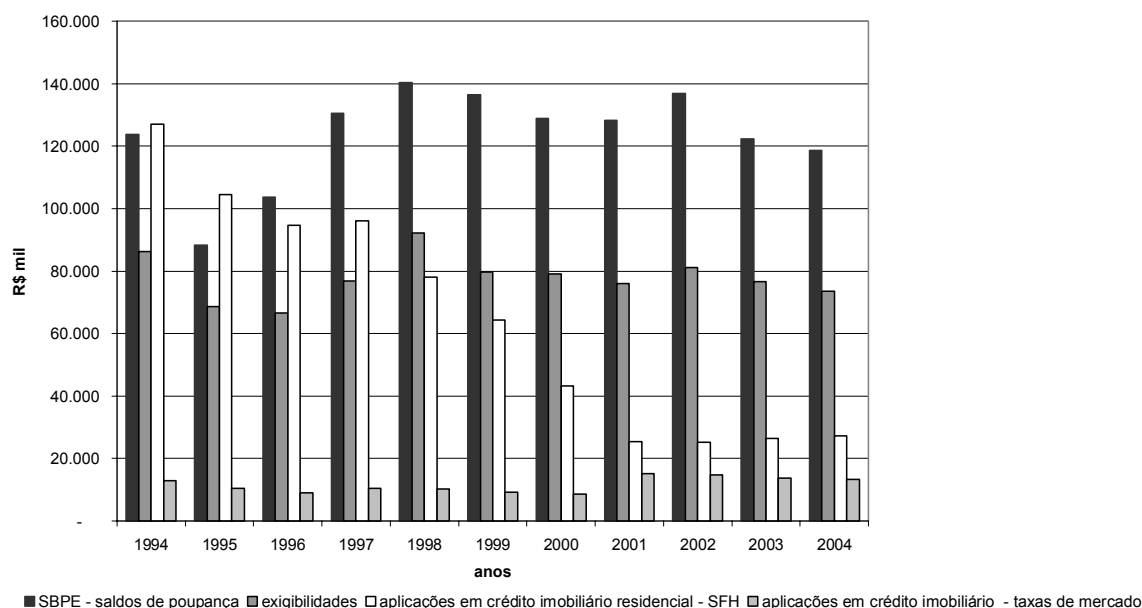
Dessa forma, os créditos abaixo dos valores acima contam 1,5 vez para o atendimento do percentual mínimo que deve ser aplicado pelos bancos em créditos dentro do SFH.

Como vimos, dos 65% dos depósitos de poupança que devem ser aplicados em crédito imobiliário, pelo menos 80% deve ser destinado a operações no âmbito do SFH e o restante a operações de crédito a taxas de mercado, sendo que no mínimo 50% deve ser aplicado em crédito imobiliário para fins habitacionais.

Quando a instituição financeira não atende as exigibilidades acima descritas, o saldo remanescente é recolhido ao Banco Central e remunerado mensalmente pela remuneração da poupança (6% a.a.) mais uma taxa de juros de 0,5% a.a., ou seja, mesmo nos casos de não atender as obrigações previstas os bancos têm um *spread* garantido de 0,5% a.a.

Os gráficos a seguir ilustram o funcionamento do SBPE no período 1994-2004. O gráfico 15 demonstra a relação entre saldos de poupança, exigibilidades mínimas e saldos efetivamente aplicados em créditos imobiliários para fins habitacionais.

GRÁFICO 15- SALDOS DE APLICAÇÕES EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO X SALDOS DE POUPANÇA X EXIGIBILIDADES, 1994 - 2004



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do Banco Central do Brasil.

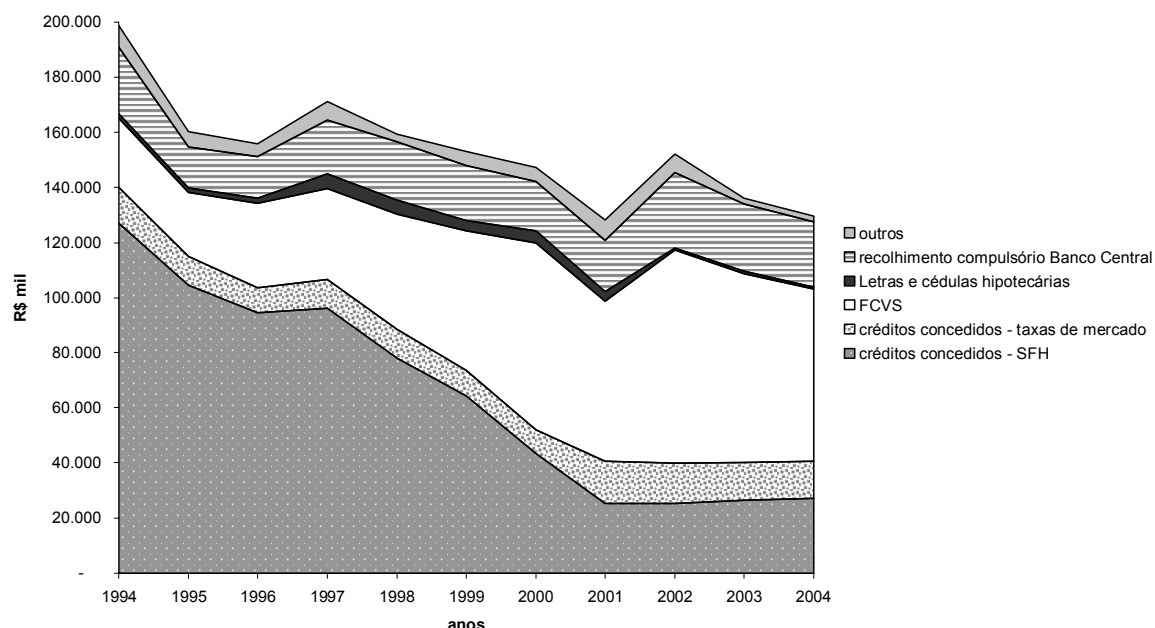
Obs: SBPE – saldos de poupança de dezembro do ano correspondente. Exigibilidades: 65% do menor dos dois: 1) média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança do mês de referência, ou, 2) a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos 12 meses antecedentes ao mês sob referência. Financiamentos – SFH: financiamentos para aquisição, para produção, cartas de crédito e outros dentro dos limites previstos na Resolução 3005 do Banco Central. Financiamentos – taxas de mercado: financiamentos a taxas de mercado: créditos imobiliários para habitação fora dos limites previstos pelo SFH. Os saldos de 2004 referem-se ao mês de junho. Valores atualizados pelo índice de preços ao consumidor amplo (IBGE, 2004).

Como pode ser visto, os saldos de poupança apresentam um comportamento estável ao longo do período, com diminuição das exigibilidades, relativamente aos saldos de poupança, a partir de 1997. Já as aplicações no âmbito do SFH decrescem de forma significativa e as operações a taxas de mercado aumentam de forma sutil.

O gráfico 16 demonstra como são investidos todos os recursos do sistema brasileiro de poupança e empréstimo, o SBPE. Percebe-se claramente um aumento da participação dos créditos FCVS, com um decréscimo correspondente do volume de crédito concedido no âmbito do SFH. Evidencia-

se também o elevado volume de recursos recolhidos compulsoriamente pelo Banco Central.

GRÁFICO 16 - DIRECIONAMENTO DOS RECURSOS DO SBPE, 1994 - 2004

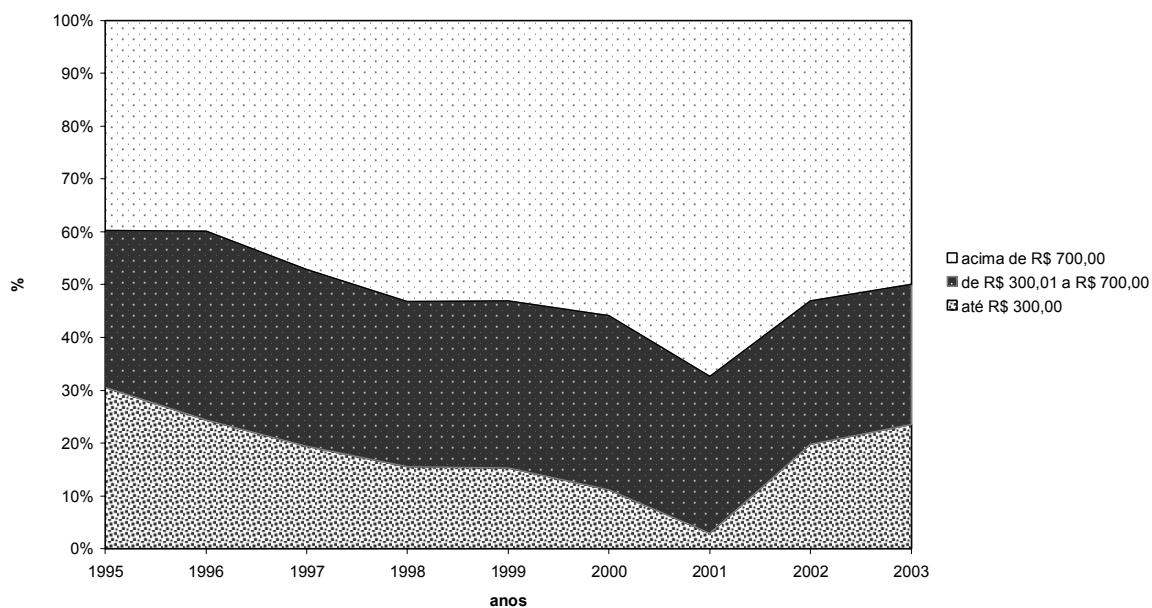


Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do Banco Central do Brasil.
 Obs: outros: imóveis recebidos em liquidação de financiamentos habitacionais, aplicações em fundos especiais (FABRE e FESTA), aquisições de direitos creditórios em imóveis residenciais, certificados de recebíveis imobiliários – CRI, títulos de companhias hipotecárias ou securitizadoras. Valores atualizados pelo índice de preços ao consumidor amplo (IBGE, 2004).

Os gráficos 17, 18 e 19 demonstram o perfil dos créditos concedidos. Percebe-se a predominância de créditos com prestações acima de R\$ 300,00 com tendência de aumento do volume de crédito com prestações acima de R\$ 700,00. O sistema é geograficamente concentrado, ou seja, os recursos são aplicados onde são captados, com significativa representatividade da Região Sudeste.

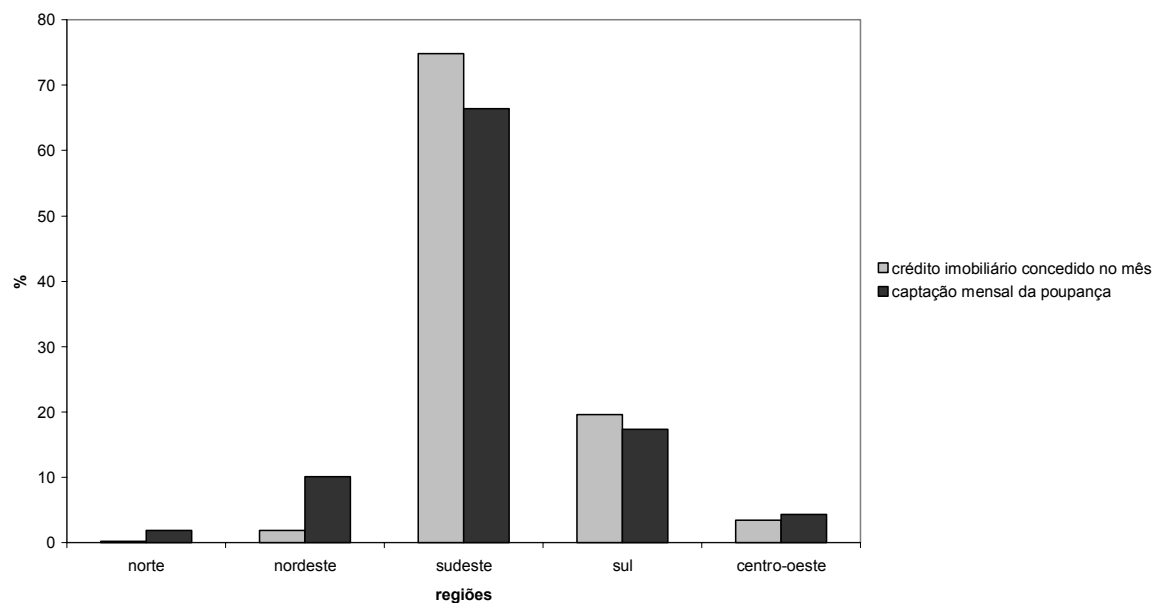
Por fim, predominam os créditos para aquisição de imóveis novos e construção, sendo que nesta última modalidade identifica-se uma expressiva participação dos créditos para empresas.

GRÁFICO 17 - CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA HABITAÇÃO, PERCENTUAIS CONCEDIDOS POR FAIXA DE VALOR DAS PRESTAÇÕES, 1995 - 2004



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do Banco Central do Brasil.
Obs: Estoques finais do mês de dezembro de cada ano.

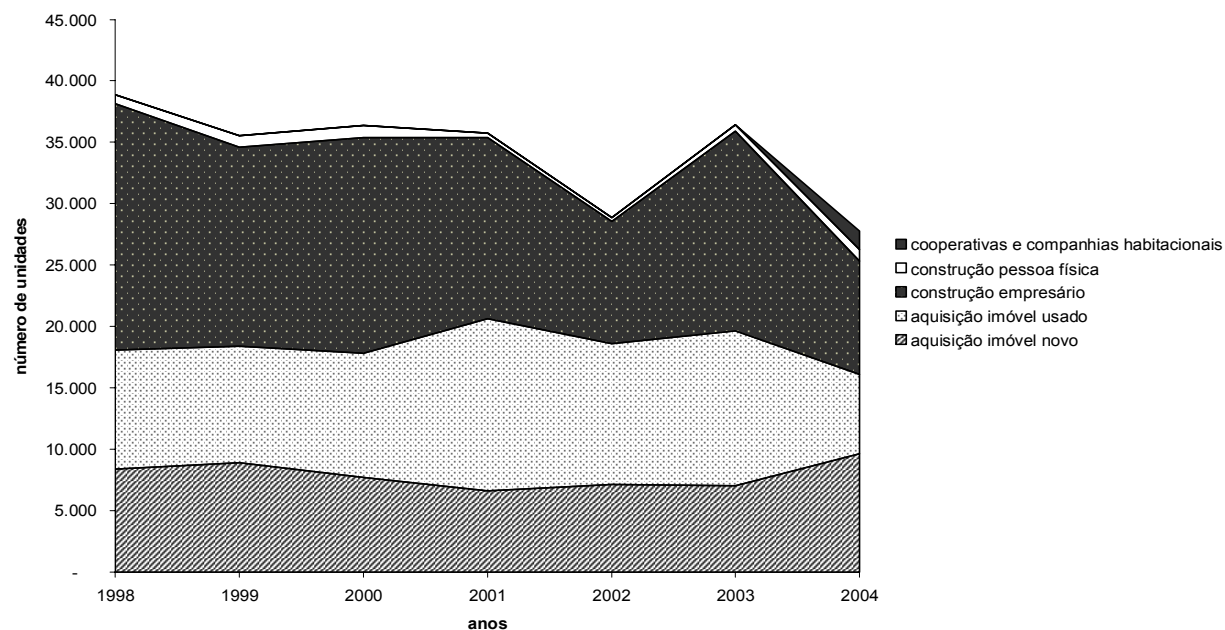
GRÁFICO 18 - CRÉDITO IMOBILIÁRIO CONCEDIDO X CAPTAÇÃO DA POUPANÇA POR REGIÕES GEOGRÁFICAS, JUNHO/2004



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do Banco Central do Brasil.
Obs: total de créditos imobiliários concedidos em todas as modalidades, aquisição, construção, taxas de mercado e outros.

Percentuais referentes aos valores aplicados e captados no mês de junho de 2004.

GRÁFICO 19 - FLUXO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO CONCEDIDO POR MODALIDADE, JANEIRO/1998 - JUNHO/2004



Fonte: elaborado a partir de dados extraídos do Banco Central do Brasil.

4. O Sistema de financiamento Imobiliário – SFI

A Lei Federal nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, estabelece as bases para o desenvolvimento do mercado secundário no Brasil, seguindo os moldes do modelo americano anteriormente descrito, através da criação do Sistema de Financiamento Imobiliário.

A Lei prevê um Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, composto por caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e outras a critério do Conselho Monetário Nacional.

Adicionalmente, revelando seu aspecto mais inovador, a Lei viabiliza a emissão do denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI. Tal certificado tem por objetivo efetivar a securitização dos créditos imobiliários das empresas integrantes do SFI. A securitização poderá ocorrer também através da emissão de outros títulos de crédito.

O objetivo principal do CRI consiste em captar recursos de investidores institucionais em prazos compatíveis com os financiamentos imobiliários. A emissão do CRI se dá a partir de um Termo de Securitização que especifica os créditos imobiliários que lastreiam a operação. Este termo é registrado no Registro de Imóveis e na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – CETIP é responsável pelo registro das negociações envolvendo os CRI.

Outros instrumentos inovadores são o regime fiduciário sobre créditos imobiliários e a alienação fiduciária de bens imóveis. Ambos são importantes mecanismos para o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas,

na medida que resolvem alguns problemas identificados no Sistema Financeiro de Habitação – SFH.

O regime fiduciário sobre créditos imobiliários tem por objetivo viabilizar a não inserção dos créditos imobiliários que lastreiam uma série de CRI no patrimônio da empresa securitizadora. Desta forma o investidor ao adquirir CRI possui uma garantia explícita de que os créditos imobiliários (lastro da operação) estão imunes a eventuais ações judiciais contra a empresa securitizadora.

A operacionalização do regime fiduciário se dá através da criação de sociedades de propósito específico para incorporar os créditos imobiliários, segregando-os assim do patrimônio da securitizadora.

A alienação fiduciária de bens imóveis por sua vez funciona como um facilitador na concessão de financiamentos imobiliários. Com o instrumento do contrato de alienação fiduciária o financiador detém a posse direta do imóvel através da propriedade fiduciária, e o devedor assume então a figura de possuidor direto do imóvel. Liquidado o financiamento cessa-se o contrato e o comprador assume a propriedade plena do imóvel.

A introdução da alienação fiduciária para os bens imóveis segue o modelo predominante no mercado de financiamento de bens móveis (por exemplo: automóveis) e vem resolver um problema significativo no mercado de financiamento habitacional: a necessidade de recorrer a longos procedimentos judiciais para a retomada de um imóvel em casos de inadimplência.

Dessa forma, através deste novo modelo representado por essas três inovações fundamentais: o Certificado de Recebíveis Imobiliários, o regime fiduciário sobre créditos imobiliários e a alienação fiduciária de bens imóveis, foram instituídas as bases para a reativação do mercado de financiamento

imobiliário no país, garantindo assim a oferta necessária de créditos imobiliários para o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas.

A Cibrasec é a primeira empresa de securitização do Brasil, e não sofre grandes pressões concorrenciais. O objetivo principal da empresa consiste em desenvolver o mercado secundário de hipotecas no país, de forma a ampliar a liquidez das instituições de financiamento habitacional no país para aumentar a oferta de empréstimos para aquisição de moradias (Atlantic Rating, 2002).

a) A Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC

A Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC foi criada em 1997 como a primeira empresa de securitização do país, tendo como composição acionária 23 bancos e pequenas companhias de crédito imobiliário como apresentado abaixo:

TABELA 7 – COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DA CIBRASEC

%

EMPRESA	PARTICIPAÇÃO
Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. ¹⁶	12.50
Banco Itaú S.A. ¹⁷	11.83
BB Banco de Investimentos S.A.	10.00
CEF – Caixa Econômica Federal	10.00
União de Comércio e Participações Ltda. (empresa do grupo Banco Bradesco S.A.)	10.00
Banco ABN Amro Real S.A.	5.00
Banco Santander Brasil S.A.	5.00
BRB Banco de Brasília S.A.	3.50
Banco do Estado de Santa Catarina S.A.	3.34
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.	3.33
Banco do Estado do Espírito Santo S.A.	3.00
Banco Citibank S.A.	2.50
Associação de Poupança e Empréstimo	2.50
Banco Mercantil do Brasil S.A.	2.50
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Brasil S.A.	2.50
Banco BMC S.A.	1.50
Larcky Sociedade de Crédito Imobiliário S.A.	1.10
Cobansa S.A. Companhia Hipotecária	1.10
Habitasul Crédito Imobiliário S.A.	1.10
Fin-Hab Crédito Imobiliário S.A.	1.05
Cia. Província de Crédito Imobiliário S.A.	1.05
Domus Companhia de Crédito Imobiliário	1.05
Banco Santos S.A.	1.00
Banco BRJ S.A.	1.00
CHB – Cia. Hipotecária Brasileira	0.44
Apeal Crédito Imobiliário S.A.	0.44
Família Paulista Crédito Imobiliário S.A.	0.26
Apemat Crédito Imobiliário S.A.	0.26

¹⁶ 10% através de participação direta e 2.5% pela aquisição do Banco Bandeirantes.

¹⁷ 2.5% diretamente e 9.33% através de aquisições do Banco do Estado de Goiás S.A., 3.5% Banco do Estado do Paraná S.A., 3.33%; e Banco América do Sul S.A., 2.5%.

No período de 1999 a junho de 2002 a empresa emitiu 1.076 CRI, representando um volume de R\$ 324.836 mil (Atlantic Rating, 2002). Os CRI viabilizam a captação de recursos, mas não é a única forma pois esta pode igualmente ser feita através de títulos de dívida própria da empresa securitizadora.

A empresa opera apenas como intermediária, adquirindo créditos imobiliários de originadores (instituições financeiras) que servem de lastro para a captação de recursos. Os riscos de inandimplência, pré-pagamento ou refinanciamento permanecem como responsabilidade do originador podendo ser parcial ou completamente cobertos através de uma seguradora.

A composição acionária está diluída entre instituições originadoras, ou seja aquelas que vendem os créditos imobiliários. Assim sendo, a participação individual está limitada a 10% do capital (exceto nos casos de fusão ou aquisição) a fim de restringir possíveis conflitos de interesse.

O prazo de vencimento dos CRI emitidos pela Cibrasec é compatível com o vencimento da carteira de empréstimos, ou seja, os primeiros vencem em um prazo inferior aos empréstimos que servem de lastro para a operação. O vencimento médio da carteira é de 99 meses, sendo que os créditos originados pela Caixa Econômica Federal apresentam um perfil de longo prazo, enquanto créditos originados em instituições financeiras de menor porte vencem em um prazo mais curto, entre 50 e 70 meses. A margem de rentabilidade ou spread é em média 4%¹⁸, sendo a maior parte dos empréstimos indexada à TR (taxa referencial).

¹⁸ Margem de rentabilidade média em 2001 conforme relatório Análise Detalhada efetuado pela empresa de avaliação de risco de crédito Standard & Poors.

A empresa não assume o risco de inadimplência dos empréstimos, que ou permece a cargo do originador (co-responsável pelo pagamento dos mutuários) ou é transferido ao comprador de CRI através de uma transação estruturada (com cobertura através de uma seguradora).

Dessa forma, nos casos onde o mutuário torna-se inadimplente, o originador assume a responsabilidade pelo pagamento devido ou repõe o crédito que lastreia a operação. Não existem limites para concentração de crédito em um único originador ou mesmo para cobertura através de uma seguradora.

Os CRI emitidos e repassados através do regime fiduciário não estão contabilizados no passivo da empresa. Neste caso, caracterizam-se como obrigação de uma sociedade de propósito específico onde o lastro, bem como as garantias reais, estão diretamente vinculados aos CRI.

Ou seja, os CRI emitidos pela empresa podem ser simples ou com regime fiduciário. Os primeiros constituem um passivo da Cibrasec, sendo lastreados por um conjunto de créditos imobiliários cujos riscos de inadimplência, refinanciamento ou pré-pagamento permanecem como co-responsabilidade da instituição de crédito originadora.

Nos casos de emissão com regime fiduciário, os créditos ficam sob custódia da Cibrasec, que desempenha papel de intermediária no processo de arrecadação e pagamento. Essas operações representam transações estruturadas, sendo o risco de crédito parcialmente coberto através de uma apólice de seguro.

Embora a empresa não esteja exposta aos riscos inerentes a créditos imobiliários, esta segue uma diretriz conservadora na composição de sua carteira de créditos, selecionados através de um sistema de classificação de crédito que considera algumas variáveis específicas relacionadas ao mutuário (capacidade de pagamento), propriedade e empresa seguradora. Pré-condições básicas para a aquisição de um crédito consiste em uma relação mínima de 70% entre o valor de financiamento e o valor da garantia imobiliária, histórico de pagamentos positivo nos últimos três anos, bem como existência de uma apólice de seguros adequada para o imóvel e para o mutuário.

Um dos pressupostos básicos para a eficácia de um mercado secundário de hipotecas consiste na existência de um mercado primário bem estruturado e desenvolvido. O modelo brasileiro de poupança e empréstimo foi instituído através do Sistema Financeiro de Habitação com base no antigo modelo americano de empréstimo e poupança que entrou em colapso naquele país, enquanto modelo único e universal.

Um modelo eficiente é caracterizado por elevado grau de abrangência e histórico de baixas perdas, no Brasil a oferta de crédito imobiliário está limitada de forma compulsória a um percentual do total de depósitos de poupança de determinada instituição que deve ser direcionado a empréstimos hipotecários. O spread dessas operações é excessivamente elevado tendo em vista a baixa predisposição das instituições a investir em um mercado de reduzida liquidez e elevados riscos de crédito.

As operações de poupança e empréstimos são efetuadas predominantemente por bancos comerciais e não caracterizam *core business* dessas instituições, o que implica em ineficiência operacional, na medida que as mesmas carecem da especialização necessária para atuar no mercado de crédito imobiliário.

Nos Estados Unidos predominam as denominadas companhias hipotecárias que atuam especialmente com crédito imobiliário e podem ou não pertencer a bancos comerciais, sendo sua função primordial conceder e servir os créditos imobiliários. Essas empresas necessitam para seu funcionamento da existência de um mercado secundário de hipotecas pois não estão aptas a manter uma carteira de empréstimos.

Assim sendo o mercado secundário tem o papel fundamental de abastecer de recursos os mercados primários, cujos principais atores não existiriam de outra forma. Adicionalmente as GSE oferecem segurança ao investidor e estabilidade ao mercado, na medida que contam com garantia implícita do governo, ou seja, estas empresas podem recorrer se necessário a empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional.

O nível de desenvolvimento do mercado financeiro americano consiste igualmente em fator de relevância para garantir o bom funcionamento de um mercado secundário de hipotecas, pois instrumentos adequados viabilizam o descasamento de prazo entre captação e empréstimos através da divisão do crédito em títulos com vencimentos a prazos diferenciados, o que permite uma melhor inserção no mercado de títulos com lastro hipotecário.

A existência de empresas de análise de risco de crédito é uma segurança adicional ao mercado americano, contribuindo para uma melhor seleção dos créditos que servem de lastro aos títulos hipotecários.

Um dos fatores mais importantes que garantem o sucesso do mercado secundário nos Estados Unidos é o patrocínio do tesouro americano. Sem esse lastro de credibilidade dificilmente os títulos lastreados em hipoteca iriam penetrar o mercado de capitais e ganhar espaço entre os investimentos de longo prazo dos fundos de pensões e empresas de seguros.

Por fim, a moldura regulatória dos CRI não induz necessariamente a uma injeção de liquidez no sistema de financiamento habitacional pois atualmente a aquisição desses certificados está limitada aos próprios originadores que podem utilizar recursos de exigibilidades dos depósitos de poupança para a aquisição de CRI. Ou seja, eles permanecem em um círculo fechado representado pelos originadores, CIBRASEC e investidores que são no caso os bancos comerciais que operam no sistema. Adicionalmente não há diluição do risco de crédito e de juros que permanece integralmente sob a responsabilidade da instituição originadora, desestimulando a concessão de novos empréstimos.

Um sistema habitacional eficiente deve atender às diversas necessidades do consumidor, ser consistente com as condições macroeconômicas, apresentar baixos *spreads* em relação a outros investimentos, além de possibilitar de forma rápida a execução de garantias.

Para garantir a eficiência e otimização de um mercado secundário de hipotecas no Brasil é essencial reformular o modelo sob o qual está estruturado o mercado primário de forma a torná-lo mais abrangente, seguro e interessante enquanto nicho de mercado. No Brasil as condições macroeconômicas evidenciadas pelas elevadas taxas de juros inibem sobremaneira as operações de crédito imobiliário de longo prazo a taxas inadequadas ao mercado consumidor.

5. Limitações e perspectivas

Até 1940, aproximadamente 70% da população da Cidade de São Paulo habitava em moradias alugadas (Bonducki, 1998: 218). No Brasil, essa alternativa de habitação era muito difundida, sendo considerada um investimento atrativo, facilmente acessível em termos de tecnologia e gestão de negócios, e que proporcionava índices elevados de rentabilidade. A população de baixo rendimento ocupava residências construídas de forma a otimizar o aproveitamento do lote, muitas vezes na forma de pequenas vilas particulares ou construídas por industriais para alocar seus operários (Laviola, 1995).

A produção imobiliária para locação de moradias populares tinha como foco a redução dos custos de construção, sem levar em conta as condições básicas de higiene e saneamento. Surgiram, dessa forma, habitações coletivas de diversos tipos conhecidas como cortiços. Essas moradias ocupavam tanto construções mais antigas, que tinham seus cômodos adaptados para atender, de forma bastante precária, várias famílias simultaneamente; como alojamentos instalados de forma improvisada em espaços livres de terrenos já ocupados para outros fins.

A Lei do Inquilinato, regulamentando o mercado de aluguéis, e o congelamento dos valores dos aluguéis no início da década de 1940 constituíram fatores fundamentais para a retração da construção de habitações para aluguel. O novo marco legal representou o surgimento de entraves para os proprietários de imóveis retomarem rapidamente os mesmos, gerando custos adicionais para a administração do negócio. Adicionalmente, o congelamento dos aluguéis gerou um decréscimo significativo na rentabilidade do investimento em moradias para locação. Na Cidade de São Paulo, a rentabilidade caiu de 12% a 18% ao ano para 4% a 8% nos primeiros anos após o congelamento (Bonducki, 1998).

A partir da década de 1940, as políticas públicas passaram a se orientar mais especificamente para incentivar o desenvolvimento industrial, procurando atrair investimentos para esse setor que, por sua vez, promoveu uma forte aceleração no processo de urbanização do Brasil. Esse processo de urbanização, que atraiu habitantes da zona rural e de várias regiões do país, agravou ainda mais o problema da moradia nas cidades, que já enfrentavam a estagnação da oferta de domicílios para aluguel. É importante esclarecer que, para este processo de urbanização, não foram criados mecanismos de financiamento para a produção e comercialização de residências.

As alternativas de financiamento habitacional implementadas nas décadas seguintes, por meio de programas das Caixas Econômicas e Institutos de Previdência, considerando-se ainda a ausência de políticas direcionadas às questões de uso e ocupação do solo, foram insuficientes para atrair capitais para o mercado imobiliário de residências para a população de baixa renda. Essa carência de oferta de habitações, tanto para aluguel como para compra, abriu caminhos para a disseminação de formas precárias e irregulares de moradia, intensificando os problemas já existentes nas regiões centrais das cidades, com o aumento da população encortiçada, e novos flancos de ocupação na periferia da cidade, com o surgimento de favelas e loteamentos clandestinos.

A situação agrava-se com a criação do Sistema Financeiro de Habitação em 1964, que viabilizou um modelo de financiamento à habitação somente acessível às classes de renda mais elevada, com condições de acesso ao crédito. O grande aporte de liquidez para o crédito imobiliário na década de 1970, gerado a partir da criação das cadernetas de poupança e do FGTS, promoveu o aquecimento da indústria da construção civil que, por sua vez, foi responsável pela atração de mais trabalhadores para empregos sem exigência de qualificação específica.

A reativação do mercado imobiliário, desta vez para venda e não para aluguel, intensificou o problema das habitações precárias nas cidades. O estado tolerou ocupações irregulares da terra urbana através de invasões, grilagens e loteamentos clandestinos, que viabilizavam a provisão não capitalista de habitações para os trabalhadores urbanos recém-chegados do campo, garantindo, assim, a provisão capitalista de habitações com os recursos disponibilizados pelo modelo de financiamento vigente (Maricato, 1984: 110).

Uma radiografia das condições de moradia da população brasileira através da pesquisa nacional por amostra de domicílios, a Pnad realizada no ano de 2001, permite identificar dentre os 169,1 milhões de moradores em domicílios particulares permanentes, 6,7 milhões moradores em favelas (habitação em setor subnormal) e 0,7 milhões de moradores em cortiços, cômodos¹⁹ (Kilsztajn S *et al.*, 2004).

A tabela 8 explicita as condições de ocupação dos domicílios no Brasil em 2001. Pode-se perceber um alto percentual de moradores em domicílios próprios, ou seja uma taxa de propriedade para o país como um todo de 75,1%, superior à taxa de propriedade nos Estados Unidos em 2004 de 68,6% (apresentada no capítulo II).

Os dados evidenciam ainda que a população que está pagando pela aquisição da moradia, ou seja, está inserida em alguma modalidade de financiamento, representa apenas 4,8% do universo total, sendo que esse percentual aumenta à medida que se avança para décimos de rendimento maiores. O conjunto da população representativa do primeiro décimo de rendimento, ou os 10% mais pobres, possuía apenas 1,7% pagando qualquer tipo de financiamento.

¹⁹ A estimativa da Pnad para moradores em favelas é relativamente consistente com os dados do Censo de 2000, mas a estimativa para moradores em cortiços da Pnad é muito inferior à do Censo.

TABELA 8 - CONDIÇÃO DE OCUPAÇÃO DE DOMICÍLIO - BRASIL, 2001

Domicílio	Décimos de Rendimento*			Cortiços	Favelas	(%) Total
	1º	5º	10º			
Próprio	73,6	74,4	80,0	40,6	84,7	75,1
Pago	71,9	69,9	70,9	39,4	83,1	70,3
Pagando	1,7	4,5	9,1	1,2	1,5	4,8
Alugado	7,3	13,4	16,5	34,7	6,4	13,2
Cedido	17,4	11,4	3,3	19,9	5,7	10,9
Por empregador	4,7	3,6	0,7	2,7	0,3	3,4
Outra forma	12,7	7,9	2,6	17,2	5,4	7,5
Outros	1,7	0,8	0,2	4,8	3,2	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Kilsztajn *et al*, 2004.

* Rendimento domiciliar per capita.

Se compararmos as taxas de propriedade em alguns países, vide tabela 9, podemos perceber o elevado patamar dos países emergentes México, Brasil, Bangladesh e Nicarágua em comparação aos Estados Unidos e Canadá. Isso ocorre pois nesses países o conceito de propriedade é mais amplo do que o conceito de propriedade legal relacionado a um título de propriedade institucional e juridicamente reconhecido.

O conceito de propriedade nos países emergentes, entre os quais se inclui o Brasil, refere-se a direitos adquiridos de propriedade de um lote de terra com carências de infra-estrutura, caracterizado normalmente pela ausência de serviços básicos como saneamento (Ferguson, 2004: 20).

TABELA 9 - TAXAS DE PROPRIEDADE - ALGUNS PAÍSES

PAÍS	TAXA DE PROPRIEDADE %
Brasil	75,1
México	86,0
Bangladesh	85,0
Nicarágua	80,0
Estados Unidos	67,0
Canadá	69,0
França	54,0

Fonte: elaborado a partir de dados extraídos de Ferguson, 2004, Kilsztajn S *et al*, 2004 e capítulos I e II dessa dissertação.

O modelo de financiamento habitacional no Brasil através de suas duas principais fontes de recursos os depósitos de poupança e o FGTS, agora ampliado pelo sistema de financiamento imobiliário com os certificados de recebíveis imobiliários, é complexo e ao mesmo tempo pobre em instrumentos, além de não corresponder à realidade e condições de vida da população brasileira.

Ferguson em seu trabalho lista três limitações ao crédito imobiliário tradicional (Ferguson 2004):

- Mercado limitado - créditos imobiliários tradicionais exigem pagamentos mensais por um longo período de tempo, 15 a 30 anos. As famílias com menores rendimentos possuem um fluxo de renda variável, típico em países com predominância do mercado informal, e não têm condições de assumir compromissos de longo prazo e o elevado encargo mensal necessário para a aquisição de moradias.
- Descasamento de prazos ativos e passivos – normalmente em países emergentes as instituições de crédito utilizam fundos de curto e médio prazo para a concessão de crédito imobiliário, fragilizando o sistema em situações de instabilidade econômica, podendo levar a crises de liquidez .
- Exigências de risco de crédito que não combinam com a realidade das famílias de baixa e média renda.

Podemos dizer que essas três limitações são perfeitamente aplicáveis à realidade brasileira, ou seja, nosso modelo de financiamento é restrito tanto aos imóveis em situação plenamente regularizada que podem tranquilamente ser utilizados como garantia das operações, como à população com rendimentos suficientes para arcar com as elevadas prestações mensais e inseridas no

mercado formal de forma a poder comprovar sua renda e responder às exigências de risco de crédito dos agentes financeiros.

Como vimos, praticamente metade das prestações do SBPE está acima dos R\$ 700,00 por mês acessível, portanto apenas à população com rendimentos mensais superiores a 8 salários mínimos²⁰.

Os instrumentos financeiros são extremamente limitados, os créditos no âmbito do SBPE oferecidos pelos bancos limitam-se a dois modelos de amortização, a conhecida “tabela price” e o sistema de amortizações constantes – SAC, similar ao modelo americano *constant amortization mortgage loan*²¹.

Os créditos imobiliários com recursos do FGTS oferecem uma alternativa, o sistema de amortizações crescentes – SACRE, similar ao *graduated payment mortgages*²². De toda forma os sistemas de cálculo oferecidos por todas as instituições são exatamente iguais, ou seja, só existe uma única modalidade para cada forma de amortização.

Mesmo dentro do mercado formal o modelo brasileiro apresenta uma série de limitações. A solução para o descasamento entre prazos ativos e passivos, o sistema financeiro imobiliário – SFI carece de pilares básicos existentes no modelo americano de mercado secundário de hipotecas, como a multiplicidade de agentes e atores e a garantia de última instância do tesouro americano.

A experiência internacional demonstra que crédito imobiliário e mercado secundário nunca comprovam ser opções financeiras viáveis para os pobres. Os bancos habitacionais, estrutura típica em países emergentes para financiar

²⁰ O salário-mínimo em agosto de 2004 = R\$ 260,00.

²¹ Essas sistemáticas de amortização está explicada no capítulo II, seção 4-a, deste trabalho.

²² Idem nota anterior.

habitação, passaram nos últimos 30 anos por processos de falência, transformaram-se em estruturas inócuas, foram privatizados ou transformaram-se em bancos habitacionais com poucos clientes, como o Banco da Jordânia (Daphnis, 2004: 2).

A partir de todas essas restrições surge a figura do microcrédito habitacional, a partir de uma evolução das microfinanças, metodologia revolucionária de promover acesso ao crédito para a população pobre.

O microcrédito habitacional surge como uma inovação em instrumentos financeiros para promover o acesso ao crédito para habitação pela população de mais baixa renda.

Essa modalidade de crédito surge no panorama internacional em duas categorias: instituições especializadas em microcrédito habitacional e instituições tradicionais de microcrédito que passam a oferecer esse produto novo a clientes com histórico positivo nessas instituições.

Os princípios fundamentais dessa modalidade de crédito são (Daphnis, 2004: 4):

- Empréstimos em pequenas quantias baseados na capacidade de pagamento do tomador;
- prazos curtos de pagamento;
- financiamento gradual da moradia;
- preço do crédito deve cobrir seus custos reais;
- possibilidade de ligar o crédito a uma poupança prévia ou histórico de crédito positivo nas modalidades tradicionais de microcrédito.

A idéia fundamental é promover o acesso gradual ao crédito para todas as etapas ligadas ao acesso à moradia, desde custos de aquisição de lotes,

regularização fundiária, construção, ampliação e melhorias da unidade habitacional.

Essa modalidade pode ser uma alternativa importante para o Brasil tendo em vista a obrigação legal dos bancos comerciais de aplicar 2% dos depósitos à vista em empréstimos caracterizados por microcrédito, ou seja até o limite de R\$ 600,00 para pessoas físicas com prazo de pagamento de até dois anos.

Uma das barreiras identificadas por Ferguson para a expansão do microcrédito habitacional é justamente a falta de fundos e a debilidade institucional dos agentes financeiros (Ferguson, 2004: 30). Com a obrigatoriedade legal no Brasil para grandes bancos operarem nessa modalidade temos um reforço adicional para impulsionar este modelo em direção ao sucesso.

Enfim fica evidente que o sistema adotado pelo país em 1964 e ainda hoje vigente em sua estrutura básica não é suficiente para atender a demanda crescente por habitações. As regras do jogo não são compatíveis com a realidade econômica das famílias brasileiras e devem ser mudadas, muitas alternativas existem e precisam ser urgentemente exploradas pelo governo e pelo povo.

Conclusão

Apesar das limitações e restrições dos modelos de financiamento habitacional, eles representam hoje papel chave na promoção do acesso e aquisição de moradia no mundo inteiro.

A diversidade de modelos decorre das experiências específicas de cada país, produzindo resultados diversos ao longo do tempo.

O modelo mais simples é sem dúvida o baseado na captação de recursos via depósitos de poupança. Ele constituiu a base central do crédito imobiliário nos Estados Unidos por muitos anos e ainda hoje constitui, juntamente com o mercado secundário de hipotecas, a principal fonte de captação das instituições financeiras que operam com crédito imobiliário.

No Brasil, a poupança é um dos pilares básicos do modelo de financiamento habitacional e, como vimos, foi responsável pela aplicação do maior volume de recursos durante a existência do BNH.

Os contratos de poupança prévia e os títulos hipotecários representam os eixos principais do financiamento habitacional na Europa. Ganharam força após a segunda guerra mundial, no bojo da reconstrução da Europa ocidental, e vêm sendo amplamente implementados nos países do leste europeu como alternativa aos programas habitacionais do período comunista.

Esses sistemas constituem importantes mecanismos da política habitacional na Europa. Na Alemanha e na França as famílias integrantes dos extratos de renda inferiores são atendidas por programas financiados diretamente pelo Estado. Subindo na escala das faixas de renda da população, os contratos de poupança prévia são uma alternativa para famílias com

dificuldades de comprovação de renda, precisando consolidar um histórico de confiança com as instituições financeiras, e sem condições de arcar prontamente com o valor de entrada necessário para acessar um crédito imobiliário. Os títulos hipotecários abrangem os créditos de melhor qualidade provenientes das faixas de renda superiores com menores probabilidades de inadimplência.

O modelo calcado no mercado secundário de hipotecas, amplamente difundido nos Estados Unidos, representa uma vinculação importante do mercado de crédito imobiliário com o mercado de capitais, uma alternativa sofisticada para captar fundos de longo prazo.

Com o esgotamento do modelo de depósitos de poupança nos Estados Unidos, o mercado secundário tem representado, desde a década de 1980, papel estratégico para a manutenção das taxas de propriedade no país e mesmo para a continuidade do sistema de financiamento habitacional como um todo.

O sucesso do modelo nos Estados Unidos deve-se a diversos fatores, com a existência de um mercado primário de hipotecas altamente desenvolvido e consolidado em um ambiente competitivo onde o crédito imobiliário é visto como um negócio lucrativo. Os sofisticados instrumentos de crédito, securitização e avaliação de risco são compatíveis com a demanda existente, além de garantir confiabilidade ao sistema.

Outros fatores imprescindíveis para a instituição do mercado secundário de hipotecas são o ambiente macroeconômico favorável, com estabilidade de inflação e taxa de juros em patamares relativamente baixos, e o papel representado pelo governo enquanto garantidor de última instância do sistema.

Ou seja, a maturidade alcançada pelo sistema de financiamento habitacional nos Estados Unidos viabilizou o avanço na busca por fontes alternativas de recursos aos depósitos de poupança, fortalecendo o mercado de crédito imobiliário.

Já no Brasil o cenário muda radicalmente. A atividade de crédito imobiliário é exercida pelas instituições financeiras apenas em decorrência da obrigatoriedade imposta pela regulamentação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

As conjunturas macroeconômicas, caracterizadas por muitos anos por um ambiente inflacionário e altas taxas de juros, serviram como um entrave ao desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário. O negócio não era atrativo nem para os mutuários nem para as instituições financeiras, que acabavam restringindo-se, quando muito, aos limites mínimos de encaixe obrigatório da poupança para definir o volume de crédito imobiliário concedido. Já a demanda por financiamentos imobiliários foi obrigada a “encaixar-se” nos produtos existentes em um mercado financeiro oligopolizado.

O ritmo de concessão de financiamentos habitacionais, no âmbito do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, despencou de uma média anual de 85.000 operações no período de 1966 a 1990 para a média de 37.000 operações por ano no período de 1990 a 2002. Esse movimento representou um achatamento expressivo da oferta de crédito para a classe média, alvo prioritário desse sistema, e uma pressão adicional na demanda por recursos do FGTS (Governo Federal do Brasil, 2004).

Os recursos do FGTS vêm sendo aplicados em operações que atendem basicamente a população na faixa de renda acima de cinco salários mínimos, tendo como principal agente de crédito a Caixa Econômica Federal, já que as

companhias habitacionais estaduais e municipais ficaram impossibilitadas de operar no âmbito do FGTS em função das restrições de endividamento impostas na década de 1990. Adicionalmente outras instituições financeiras pré-autorizadas a repassar recursos do FGTS vêm demonstrando pouquíssimo interesse nessa modalidade de crédito.

A Caixa Econômica Federal representa papel chave para o financiamento habitacional, além de órgão gestor e operador do FGTS, uma das duas fontes mais importantes de recursos em termos de volume, opera ainda outros programas habitacionais, como o Programa de Arrendamento Residencial, e subsídios diversos do Governo Federal com recursos do Orçamento Geral da União.

O mercado formal de crédito imobiliário está limitado em sua atuação pela oferta formal de habitações. A rigidez da legislação fundiária no Brasil representa um significativo fator limitador da oferta de terra e moradias. As exigências excessivas e a burocracia dos processos de aprovações para empreendimentos imobiliários elevam o custo da produção, estimulando a informalidade e, portanto a oferta de habitações fora do alcance do mercado de crédito imobiliário, tanto no âmbito do SBPE como do FGTS.

O poder público, em função das restrições orçamentárias e de endividamento, está cada vez mais limitado para investir em habitação. Os recursos disponibilizados (seja por repasse ou incentivos fiscais) a título de subsídios indicam uma lógica regressiva, com os maiores volumes destinados aos sistemas do SBPE e FGTS, que por sua vez atendem apenas as famílias com rendimento acima de cinco salários mínimos, ou seja, aproximadamente 20% da população total.

O sistema de subsídios para habitação no Brasil reflete profunda desarmonia entre os diversos mecanismos e instrumentos, além de

incompatibilidade com a realidade das famílias em termos de renda e condições econômicas. O momento, entretanto, é de mudança e a publicação da Política Nacional de Habitação em 2004 demonstra um avanço no sentido de unificar os investimentos da área em um só sistema: o Sistema Nacional de Habitação. O documento prevê ainda ações complementares de regularização e provisão de infra-estrutura básica para incrementar a oferta de habitações no mercado formal.

Na busca por saídas emergem novos agentes e instrumentos de financiamento, alguns ainda estagnados e outros com perspectivas mais promissoras.

A iniciativa de criação de um mercado secundário de hipotecas no Brasil, através do Sistema de Financiamento Imobiliário, o SFI, ainda é extremamente incipiente. Duas pré-condições básicas inexistem no Brasil para consolidar o sistema: ambiente macroeconômico favorável caracterizado por baixas taxas de juros; e existência de um mercado primário de crédito imobiliário desenvolvido, confiável e eficiente.

Enquanto o crédito imobiliário não constituir uma opção de negócios atrativa para os agentes financeiros, o mercado não terá dinamismo e riqueza de instrumentos suficientes para consolidar um mercado primário consistente. No Brasil, a taxa de juros referencial de mercado (SELIC) encontra-se hoje, em patamar altíssimo, aproximando-se de 20%, e com perspectivas de elevação no curto prazo.

Nessa situação, torna-se muito mais atrativo para as instituições financeiras o direcionamento de recursos para aplicações mais rentáveis, líquidas, seguras e de menor prazo do que para o crédito imobiliário. A modalidade mais popular do SBPE é remunerada a 12% mais inflação, e as operações de crédito são caracterizadas por apresentarem riscos mais elevados, baixa liquidez e retorno de longo prazo. Opções de investimento como os títulos da dívida pública são freqüentes no mercado e representam investimento líquido e certo para os bancos.

Nosso país é marcado pela pobreza e pela informalidade. O modelo ou sistema de financiamento habitacional ideal não pode descartar essa informação.

Outras fontes de financiamento imobiliário são de difícil mensuração, e muitas vezes caracterizadas por custos excessivamente elevados para os mutuários. Como exemplo dessas alternativas temos o financiamento direto com a construtora, o consórcio e a cooperativa habitacionais, crédito direto ao consumidor para material de construção e o micro-crédito.

A coleta de dados desses agentes ainda é pobre e não é claro o papel representado pelos mesmos no mercado de financiamento habitacional como um todo. Estatísticas de 2004 indicam que do total de unidades financiadas, 14% foram operações diretas com as construtoras e 4% foram créditos concedidos através de consórcios e cooperativas habitacionais (Hoek-Smit, 2004).

Agentes como consórcio, cooperativas e instituições de micro-crédito vêm ampliando seu papel no mercado de financiamento habitacional. As modalidades de consórcio e cooperativa são atrativas para o mutuário no sentido de oferecerem taxas de juros mais baixas. Como os fundos são

captados entre os próprios mutuários, ficando para o agente organizador uma taxa de administração, a flexibilidade do preço do crédito é maior.

Esses agentes possuem ainda a vantagem de especializarem-se em determinados nichos de mercado, com uma oportunidade maior de adaptarem os produtos ofertados às necessidades reais da demanda, induzindo maior eficiência nas relações de mercado. Os consórcios são hoje regulamentados e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil; já as cooperativas inserem-se em um arcabouço legal mais flexível e atuam de forma independente.

Alternativa bastante difundida, e pouco mensurada, consiste no mercado informal da construção freqüentemente financiado por agentes financeiros de diversas naturezas. Nesse nicho de mercado estão presentes, através do crédito direto ao consumidor, os bancos tradicionais, lojas, financeiras, e agentes de micro-crédito.

O grande desafio hoje no Brasil, para solucionar a grande questão habitacional que se impõe, consiste em otimizar e ampliar a escala das diversas fontes de recursos que estão hoje disponíveis. É necessário identificar no mercado o papel dos diversos agentes, promovendo articulação entre os mesmos e criando estímulos para que os recursos atendam a diversidade e imensidão das necessidades existentes.

Urge otimizar os subsídios existentes de modo a alavancar as opções de mercado, para que cada vez mais o mercado atenda as camadas mais pobres da população, respeitando suas necessidades e capacidade de pagamento. O mercado de crédito imobiliário deve ser atrativo para as instituições financeiras, para estimular a competitividade e o surgimento de novos agentes especializados em nichos de mercado.

Em um país do tamanho do Brasil e com a diversidade cultural e econômica da população é necessário implementar igualmente diversas frentes de atuação, mas que devem estar articuladas em uma estrutura lógica atraente para os beneficiários e agentes privados, sem desperdício de recursos públicos.

Modelos “importados” de sucesso podem ser extremamente úteis na construção dessa lógica, na medida que muitos elementos e características podem ser implementados nessa diversidade de atuação. É imprescindível, entretanto conservar uma análise crítica sobre as similaridades e diferenças entre o país de origem do modelo e o país onde ele, integral ou parcialmente, será aplicado.

A simples “importação” deste ou daquele modelo dificilmente vai proporcionar um resultado amplamente positivo na sua implantação. Como as características sócio-econômicas, bem como o histórico dos países, são muito distintos, é necessário, para garantir a eficiência de um amplo sistema habitacional, construir uma engenharia própria que leve em consideração a realidade da maioria da população.

Referências Bibliográficas

- ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. 2001. *SFI – Como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br> . Acesso em junho de 2003.
- _____. 2003. *História e perspectivas do crédito imobiliário*. São Paulo: Abecip. 111p.
- Atlantic Rating. 2002. *Rating national of companies: Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br> . Acesso em 15 de junho de 2003.
- _____. 2004a. *Resumo mensal do setor*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/tis/SFH/port/est2004/03/resumo.pdf>. Acesso em 07 de agosto de 2004.
- _____. 2004b. *Sistema Financeiro de Habitação*. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br/?SFH>. Acesso em 01 de agosto de 2004.
- _____. 2002. *Resolução 3.005, de 30 de julho de 2002. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE)*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?idpai=sfhleg&url=http://www5.bcb.gov.br/ixpress/correio/correio/DETALHAMENTOCORREIO.DML?N=102132105&C=3005&ASS=RESOLUCAO+3.005> . Acesso em: 25 de agosto de 2004.
- Bank of Thailand. 2004. *Rates of exchange of commercial banks in Bangkok metropolis*. Disponível em: <http://www.bot.or.th/bothomepage/databank/EconData/Econ&Finance/tab91e.asp>. Acesso em 06 de março de 2004.
- Blood R. 2001. Mortgage default insurance: credit enhancement for homeownership. In: *Housing Finance International*. Setembro 2001. Londres: IUHF. P.49-59.

- Bonducki NG. 1998. Origens da habitação social no Brasil. Arquitetura moderna, Lei do Inquilinato e difusão da casa própria. São Paulo: Estação Liberdade: Fapesp.

Brasil. 1964. *Lei n. 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências.* **Presidência da República.** Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br> . Acesso em 08 de agosto de 2004.

_____. 1966. *Lei n. 5.107, de 13 de setembro de 1966. Cria o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências.* **Presidência da República.** Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br> . Acesso em 08 de agosto de 2004.

_____. 1997. *Lei N. 9514, de 20 de Novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.* **Presidência da República.** Brasília. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/>. Acesso em 20 de junho de 2004.

_____. 2001. *Lei N. 10.188, de 12 de fevereiro de 2001. Cria o Programa de Arrendamento Residencial, institui o arrendamento residencial com opção de compra e dá outras providências.* **Presidência da República.** Brasília. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/>. Acesso em 20 de junho de 2004.

_____. 2001. *Medida Provisória N. 2.223, de 4 de Setembro de 2001. Dispõe sobre a Letra de Crédito Imobiliário, a Cédula de Crédito Imobiliário e dá outras providências.* **Presidência da República.** Brasília. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/>. Acesso em 20 de junho de 2004.

- Brueggeman WB, Fisher JD. 1993. *Real estate finance and investments*. Boston: Irwin/McGraw-Hill. 654 p.
- Caixa Econômica Federal. 2004a. *Caixa Econômica Federal* (sítio eletrônico). Disponível em: <https://caixa.gov.br> . Acesso em 05 de setembro de 2004.
- _____. 2004b. *Investimentos realizados em habitação (total país)*. Gidur/SP (mimeo). 2 p.
- Carvalho CE, Pinheiro MM. 2000. FGTS: avaliação das propostas de reforma e extinção. In: *Economia e sociedade*. Dezembro 2000. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia. P. 49-83.
- Comunidade Européia. 2004. *Collective investment undertakings (UCITS)*. Disponível em: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Directive&an_doc=1988&nu_doc=220. Acesso em 28 de junho de 2004.
- Conselho Curador do FGTS. 2001. *Resolução N.375 de 17 de Dezembro de 2001*. Disponível em: <http://www.mte.gov.br/Temas/FGTS/Legislacao/Resolucoes/Res%20375-01.pdf> . Acesso em 20 de junho de 2004.
- _____. Conselho Curador do FGTS. 2002. *Resolução N.390 de 27 de maio de 2002*. Disponível em: <http://www.mte.gov.br/Temas/FGTS/Legislacao/Resolucoes/Res%20390-02.pdf>. Acesso em 20 de junho de 2004.
- Costa C. 2004. *Recent developments in Europe`s covered bond markets*. Disponível em: <http://212.3.246.148/1/EICCMHLAMDDHKIPHGHBEICOIGPDBK9DBDAGTE4Q/EMF/Docs/DLS/2004-00039.pdf>. Acesso em 28 fevereiro 2004.
- Coulon JY. 2000. Les institutions de la France et le logement. In: *Curso “gestão de programas de reabilitação urbana”*. Notas de seminário, 2000. São Paulo: Universidade de São Paulo. 36 p.

- Daphnis F, Ferguson B (org.) 2004. *Housing microfinance: a guide to practice*. Bloomfield: Kumarian Press. 298 p.
- Daphnis F. 2004. Housing microfinance: toward a definition. In: Daphnis F, Ferguson B (org.). *Housing microfinance: a guide to practice*. Bloomfield: Kumarian Press. P. 1-14.
- De Soto H. 2000. *O mistério do capital*. Rio de Janeiro: Record. 306 p.
- Diamond DB. 1998. The transition in housing finance in central europe. In: *Housing finance international*, dezembro 1998. Londres: IUHF. P. 15 - 26.
- Diamond DB, Lea MJ. 1992. France. In: *Journal of housing research* v. 3. Washington: Fannie Mae. Disponível em: http://www.fanniemaeoundation.org/programs/jhr/pdf/jhr_0301_ch3_France_pt1.pdf. Acesso em 25 de fevereiro de 2005.
- Fabozzi FJ, Dunlevy JN. 2001. *Agency passthrough Securities and Mortgage Strips*. Pensilvânia: Frank J. Fabozzi Associates.
- Fannie Mae. 2004. *Fannie Mae at a Glance, february 2004*. Disponível em: <http://www.fanniemae.com/global/pdf/ir/resources/fanniemae glance.pdf>. Acesso em 20 de março de 2004.
- _____. 2003. *Form 10 Q –United States Securities and Exchange Commission*. Disponível em: <http://www.fanniemae.com/ir/pdf/sec/2003/f10q05152003.pdf>. Acesso em 10 de abril de 2004.
- Federal Reserve. 2004. *Statistics: releases and historical data*. Washington DC. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/a/tcm3y.txt> . Acesso em 10 de outubro de 2004.
- Ferguson B. 2004. The key importance of housing microfinance. In: Daphnis F, Ferguson B (org.). *Housing microfinance: a guide to practice*. Bloomfield: Kumarian Press. P. 15-32.
- FitchICBA. 2000. *German Pfandbriefe and analogous funding instruments elsewhere in Europe-particularly France and Spain*. Londres: Fitch

Ibca. Disponível em:

http://www.fitchibca.com/corporate/reports/report.cfm?rpt_id=71465.

Acesso em 20 de junho de 2004.

Friedemann R. 2003. Extending mortgage lending to middle and lower income groups in emerging economies: are contract savings systems (CSS) suitable? In: *2003 International housing finance program. Improving housing finance systems in emerging and advanced economies*. Notas de seminário, 2003. The Wharton School, University of Pennsylvania, Filadélfia. 28 p.

Fundação João Pinheiro. 2001. *Déficit habitacional no Brasil 2000*. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro, Centro de Estatística e Informações. 200 p.

Garcia F, Castelo AM. 1996. O Sistema Financeiro da Habitação: Problemas estruturais e diretrizes para uma reforma. São Paulo, mimeo. 17 p.

Government Housing Bank of Thailand. 2004. *Factual Profile Government Housing Bank of Thailand*. Disponível em: <http://www.ghb.co.th/ghbweb/main/fprofile.htm>. Acesso em 06 de março de 2004.

Governo Federal do Brasil. 2004. Política nacional de habitação. In: *Cadernos MCidades habitação*. Brasília: Ministério das Cidades. 103 p.

Governo Federal dos Estados Unidos. 2004. *Federal National Mortgage Association Charter Act*. Disponível em: <http://www.fanniemae.com/global/pdf/aboutfm/understanding/charter.pdf>. Acesso em 09 de abril de 2004.

Guttentag JM. 1998a. Reorganizing housing banks. In: *Housing Finance International* vol. março/1998. Londres: IUHF. P. 45-53.

_____. 1998b. Secondary market-based versus depository-based housing finance systems. In: International Union for Housing Finance (org.). *Secondary mortgage markets: international perspectives*. Londres: IUHF. 152 p.

- Guttentag, JM, Lea MJ. 2003a. Types of housing finance systems. In: *Improving housing finance systems in emerging and advanced economies conference*, junho de 2003. Pensilvânia: Wharton International Housing Finance Systems. 31 slides.
- _____. 2003b. Secondary mortgage markets: an introduction. In: *Improving housing finance systems in emerging and advanced economies conference*, junho de 2003. Pensilvânia: Wharton International Housing Finance Systems. 38 slides.
- Hardt J., Lichtenberger JD. 2001. The economic and financial importance of mortgage bonds in Europe. In: *Housing Finance International* vol. junho/2001. Londres: IUHF. P. 19-29.
- Herring R, Wachter S. 2002. Bubbles in real estate markets. Apresentado em: *Federal Reserve Bank of Chicago and World Bank Group's conference - Asset price bubbles: implications for monetary, regulatory and International policies*. Chicago, 22-24 de abril, 2002.
- Hoek-Smit M, Diamond DB. 2003. The design and implementation of subsidies for housing finance. Apresentado em: *World Bank seminar on housing finance in emerging markets*. Março 2003. Washington.
- Disponível em:
http://www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/housing/pdf/Hoek_Diamond_paper.doc . Acesso em 20 de junho de 2004.
- Hoek-Smit M. 2004. *Federal Housing Subsidies Brazil*. Brasília: International Housing Finance Program Wharton Real Estate Center. 20 slides.
- Hubbard, RG. 2003. Evaluating liquidity risk management at Fannie Mae. In: *Fannie Mae Papers* vol. II, 5, novembro 2003. Whashington: Fannie Mae. Disponível em:
<http://www.fanniemae.com/commentary/pdf/fmpv2i5.pdf> Acesso em 02 de março de 2003.
- IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. 2004a. *Índices de preços ao consumidor, séries históricas*. Brasília: Fundação IBGE.

Disponível em:

[ftp://ftp.ibge.gov.br/Precos/Indices de Precos ao Consumidor/IPCA/Series Historicas/](ftp://ftp.ibge.gov.br/Precos/Indices_de_Precos_ao_Consumidor/IPCA/Series_Historicas/). Acesso em 14 de agosto de 2004.

_____. 2004b. *Pesquisa nacional por amostra de domicílios – 2001*. Brasília: Fundação IBGE. Disponível em: http://www.ibge.gov.br/brasil_em_sintese/tabelas/trabalho_tabela02.htm. Acesso em 12 de outubro de 2004.

Kilsztajn S et al. 2004. *Aluguel e Rendimento Domiciliar – Brasil, 2001*. São Paulo: Laboratório de Economia Social do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – LES/PUCSP (mimeo). 17 p.

- Laviola MC. 1995. Os primórdios da intervenção governamental no campo da habitação popular até os anos 30 - um estudo centrado na Cidade de São Paulo. São Paulo: Programa de Economia Política/PUCSP (mimeo: dissertação de mestrado).

Lea MJ. 2001. Overview: Housing finance systems. In: International Union for Housing Finance (org.). *Housing finance sourcebook: 2000*. Londres: IUHF. P. 1-12.

Lea MJ, Chiquier L. 1999. *Providing long term financing for housing: The role of secondary markets*. Washington: World Bank (mimeo). 23 p.

Lea MJ, Renaud B. 1995. Contractual savings for housing. *Policy research working paper 1516*. Washington: World Bank. Disponível em: http://econ.worldbank.org/files/479_wps1516.pdf. Acesso em 02 de outubro de 2004.

- Maricato E. 1984. *Indústria da construção e política habitacional*. São Paulo: Faculdade de Arquitetura e Urbanismo/USP (mimeo: tese de doutorado).
- _____. 1996. *Metrópole na periferia do capitalismo*. São Paulo: Hucitec. 141 p.

Ministério da Fazenda. 2004. *Conselho Monetário Nacional*. Brasília: Ministério da Fazenda. Disponível em:

<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>. Acesso em 14 de outubro de 2004.

Mortgage Bankers Association. *Mortgage loans outstanding*. Disponível em: <http://www.mbaa.org/marketdata/index.html>. Acesso em 14 de março de 2004.

Navarro M. 2004. *Política Habitacional de Chile: 25 años de programas de subsidio directos a la demanda*. Apresentação realizada na Secretaria de Habitação e Desenvolvimento Urbano do Município de São Paulo, São Paulo, 26 de agosto de 2004. 43 slides.

National Statistical Office, Thailand. *Household socio-economic survey*. Disponível em: <http://www.nso.go.th/eng/stat/socio/soctab1.htm>. Acesso em 06 de março de 2004.

Oliveira F. 1977. Acumulação monopolista, Estado e urbanização: a nova qualidade do conflito de classes. In: Moisés J (org.). *Contradições urbanas e movimentos sociais*. Rio de Janeiro: Cedec. P. 65-76.

Oliveira FE et al. 1999. A rentabilidade do FGTS. *Texto para discussão* 637. Brasília: IPEA. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td_0637.pdf. Acesso em 09 de julho de 2004.

Pinheiro MM. 1997. O papel dos fundos parafiscais no fomento: FGTS e FAT. *Texto para discussão* 485. Brasília: IPEA. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/1997/td_0485.pdf. Acesso em 09 de julho de 2004.

Pulain A. 2003. *European structured covered bonds: Moody's rating approach*. Disponível em: http://www.moodys.com/moodys/cust/research/avalon/Publication/Rating%20Methodology/noncategorized_number/SF21457.pdf. Acesso em 28 fevereiro 2004.

Rojas E. 2001. The long road to housing sector reform: lessons from the chilean housing experience. *Housing Studies*. Vol. 16, número 4. Londres: Carfax Publishing. P. 461-483.

- Royer L. 2002. *Política habitacional no Estado de São Paulo : estudo sobre a Companhia de Desenvolvimento Habitacional e Urbano do Estado de São Paulo, CDHU*. São Paulo: Faculdade de Arquitetura e Urbanismo/USP (mimeo: dissertação de mestrado). 209 p.
- Santomero A, Babbel DF. 1997. *Financial markets, instruments and institutions*. Boston: McGraw-Hill/Irwin. 720 p.
- Santos CHM. 1999. Políticas federais de habitação no Brasil: 1964/1998. *Texto para discussão 654*. Brasília: IPEA. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td_0654.pdf. Acesso em 09 de julho de 2004.
- Standard & Poors. 2002. *Análise detalhada: CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br>. Acesso em 20 de novembro de 2003.
- UN-HABITAT. 2003a. *The challenge of slums - Global Report on Human Settlements 2003*. Disponível em: <http://hq.unhabitat.org/register/item.asp?ID=1156>. Acesso em 05 de fevereiro de 2005.
- _____. 2003b. *Population of slum areas at mid-year, by region and country 1990-2001*. Disponível em: <http://www.un-habitat.org/programmes/guo/documents/Table2.pdf>. Acesso em 05 de fevereiro de 2005.
- _____. 2003c. *Slum population projection 1990-2020*. Disponível em <http://www.un-habitat.org/programmes/guo/documents/Table4.pdf>. Acesso em 05 de fevereiro de 2005.
- U.S. Bureau of the Census. 2004. *Housing vacancies and homeownership*. Washington DC. Disponível em: <http://www.census.gov/hhes/www/hvs.html>. Acesso em 24 de abril de 2004.
- U.S. Department of Labor. 2004. *Bureau of labor statistics*. Washington DC. Disponível em <http://data.bls.gov/servlet/SurveyOutputServlet>. Acesso em 20 de setembro de 2004.

- Van Order R. 2000. The U.S. Mortgage Market: A model of dueling charters. *Journal of Housing Research* v. 11. Washinton: Fannie Mae. Disponível em:
http://www.fanniemaefoundation.org/programs/jhr/pdf/jhr_1102_vanorder.pdf. Acesso em 20 de junho de 2004.
- _____. 2003. Public policy and secondary mortgage markets. In: *World Bank conference on housing finance in emerging markets: policy and regulatory challenges*. Março, 2003. Washington. Disponível em:
http://www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/housing/pdf/VanOrder_StateSupport.doc . Acesso em 20 de junho de 2004.
- Wachter S. 1990. The limits of the housing finance system. In: *Journal of Housing Research* v. 1. Washinton: Fannie Mae. Disponível em:
http://www.fanniemaefoundation.org/programs/jhr/pdf/jhr_0101_wachter_1.pdf. Acesso em 20 de junho de 2004.
- Whitaker JS. 2000. Globalização e urbanização subdesenvolvida. In: *Revista da Fundação SEADE*, vol. 14. Outubro/dezembro 2000. São Paulo: Fundação SEADE.
- Whitaker JS. 2004. *A cidade para poucos: breve história da propriedade urbana no Brasil*. São Paulo (mimeo). 16 p.
- World Bank. 2002. *Política nacional de habitação para o Brasil, mantendo o momentum da reforma*. Brasília: World Bank (mimeo). 53 p.