



**O Crédito
Imobiliário no Brasil
CARACTERIZAÇÃO E DESAFIOS**

Índice

1	INTRODUÇÃO	3
2	O MODELO DE FINANCIAMENTO BRASILEIRO	4
2.1	Breve histórico da política habitacional	4
2.2	A crise do SFH e a criação do SFI	7
2.3	A habitação de interesse social	11
2.4	Os efeitos da crise sobre o crescimento econômico	13
3	AS EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS	14
3.1	Financiamento habitacional em contexto de liberalização financeira global	14
3.2	Tendências recentes do financiamento habitacional em países da União Européia	16
3.3	Financiamento habitacional na Coréia do Sul	22
3.4	Financiamento habitacional no México	24
3.5	Financiamento habitacional no Chile	27
3.6	Financiamento habitacional nos EUA	32
3.7	Lições da experiência internacional	37
4	PROPOSTAS PARA A EXPANSÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	39
4.1	Premissas para uma reformulação do modelo de financiamento imobiliário	39
4.2	Avanços recentes e o quadro atual do crédito imobiliário	40
4.3	Necessidades de investimentos	42
4.4	Propostas	43
4.5	Um modelo a ser construído	46
5	BIBLIOGRAFIA	46

Equipe

Diretor Executivo
Cesar Cunha Campos

Diretor Técnico
Ricardo Simonsen

Diretor de Controle
Antônio Carlos Aidar

Coordenação
Fernando Garcia

Redação
Ana Maria Castelo
Euclides Pedrozo
Fernando Garcia
Maria Antonieta Del Tedesco Lins

Pesquisa
Ana Maria Castelo
André C. Michelin
Euclides Pedrozo
Maria Antonieta Del Tedesco Lins

Consultoria Editorial
Edney Cielici Dias

Design & Produção Gráfica
André C. Michelin
Renata Owa



**FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS
FGV PROJETOS**

1 Introdução

O crédito imobiliário é uma peça central no processo de desenvolvimento econômico. Financiar imóveis é apoiar a construção do patrimônio de uma nação. No Brasil, o investimento habitacional por habitante ainda é muito exíguo quando comparada a outros países e regiões pelo mundo afora, não apenas países desenvolvidos, como também outros emergentes. E isso se deve, em boa medida, ao fato de a relação entre o crédito imobiliário e o PIB ser também ainda muito exígua.

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

Este estudo traz uma análise do crédito imobiliário no Brasil, do que já temos e de como chegamos até aqui, e elementos para a reflexão do que pode ainda ser feito se quisermos que o crédito imobiliário desempenhe todas as suas potencialidades como alavanca do crescimento, da formação de capital habitacional e do desenvolvimento socioeconômico.

Passando pelo estudo do modelo de financiamento imobiliário no país, o trabalho aborda algumas experiências internacionais, pelo que têm de êxito e por suas particularidades. Depois de visitados os diferentes modelos de crédito imobiliário, o estudo apresenta um conjunto amplo de propostas para um possível aperfeiçoamento do sistema de financiamento no Brasil.

Não se trata de propor um modelo que busque a perfeição, mas, sim, de pensar em uma estrutura de financiamento que seja capaz de atender a dois grandes objetivos: dinamizar os mercados financeiros, e com isso o crédito como propulsor do desenvolvimento, e estabelecer uma política social de habitação continuada, que possa aos poucos zerar nosso déficit habitacional.

2 O Modelo de Financiamento Brasileiro

2.1 Breve histórico da política habitacional

A questão habitacional brasileira é contemporânea ao desenvolvimento manufatureiro-industrial que se deu a partir do século 19. O crescimento das cidades, nas primeiras décadas do século 20, ao mesmo tempo em que atendeu ao aumento da demanda por mão-de-obra, deu-se de maneira pouco organizada no que diz respeito à tarefa de alojar essa população e criar a infra-estrutura urbana necessária. A solução espontânea para esse rápido crescimento demográfico nas cidades foi a “habitação coletiva” – mais de uma família compartilhando o mesmo teto ou o mesmo terreno. Com o passar do tempo, as classes de renda mais elevada, ameaçadas economicamente pela desvalorização de seus imóveis nas imediações centrais das cidades, mobilizaram-se para retirar os cortiços dos bairros centrais para localidades periféricas, o que deu origem ao tipo precário de habitação chamado favela.

A construção de moradias no Brasil foi de responsabilidade da iniciativa privada durante todo o período anterior à década de 1930. Com a intensificação do processo de industrialização e urbanização, o Estado brasileiro passou a intervir diretamente na infra-estrutura e na construção dos primeiros conjuntos habitacionais.

Com o crescimento do número de pessoas que viviam em subúrbios e o aumento no número de assentamentos irregulares nas cidades, o processo de industrialização veio acompanhado da consolidação das periferias como local de moradia da população de baixa renda. Já no início da década de 1950, as necessidades habitacionais, que não levavam em conta as favelas e cortiços que se alastravam pelas cidades brasileiras, eram estimadas em 3,6 milhões de moradias. Uma importante limitação do sistema da Casa Popular, vigente até meados dos anos 1960, era a ausência de um indexador dos contratos. Durante todo o período anterior a 1964 – ano em que foi criado o Sistema Financeiro de Habitação –, não havia um mecanismo de crédito habitacional estruturado capaz de articular a oferta e a demanda de recursos necessários para a realização de investimentos habitacionais. Na maioria das vezes, o crédito era obtido de maneira isolada, através do esforço individual. Quando as operações eram intermediadas por bancos, a captação de recursos junto ao público era remunerada com taxas de juros nominais constantes. Com a aceleração do processo inflacionário, as remunerações reais tornaram-se negativas, o que desestimulou a oferta de fundos e inviabilizou as operações de crédito.

Em face da necessidade de maiores investimentos habitacionais, foi criado, pela lei 4.380, de 1964, o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). No contexto das reformas bancárias e do

mercado de capitais, esse foi o principal instrumento de captação de recursos para habitação e permanece até os dias de hoje como o pilar do crédito imobiliário. As grandes inovações instituídas pelo sistema foram: (i) a correção monetária dos ativos e passivos, a qual garantia a rentabilidade real das aplicações dos poupadores; e (ii) a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), que se tornou o órgão central, orientando e disciplinando o sistema no País e propiciando a formação de uma rede de agentes financeiros especializados na intermediação da captação e na aplicação desses recursos.

A concepção desse sistema baseava-se na concessão de crédito habitacional com fontes próprias de recursos. A captação de fundos deu-se a partir de dois instrumentos: as cadernetas de poupança e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). As cadernetas foram criadas com o objetivo de captar a poupança voluntária das famílias e contribuíram de forma decisiva para a disseminação do hábito de poupar na sociedade. A aplicação dos recursos das cadernetas obedecia a critérios de exigibilidade mínima que variaram em diferentes períodos.¹ O FGTS foi o instrumento de poupança compulsória do sistema. Criado com o objetivo de substituir o estatuto da estabilidade no emprego, o FGTS é um fundo de indenizações trabalhistas cuja arrecadação foi destinada à concessão de crédito à habitação e ao financiamento do saneamento básico e infra-estrutura urbana.

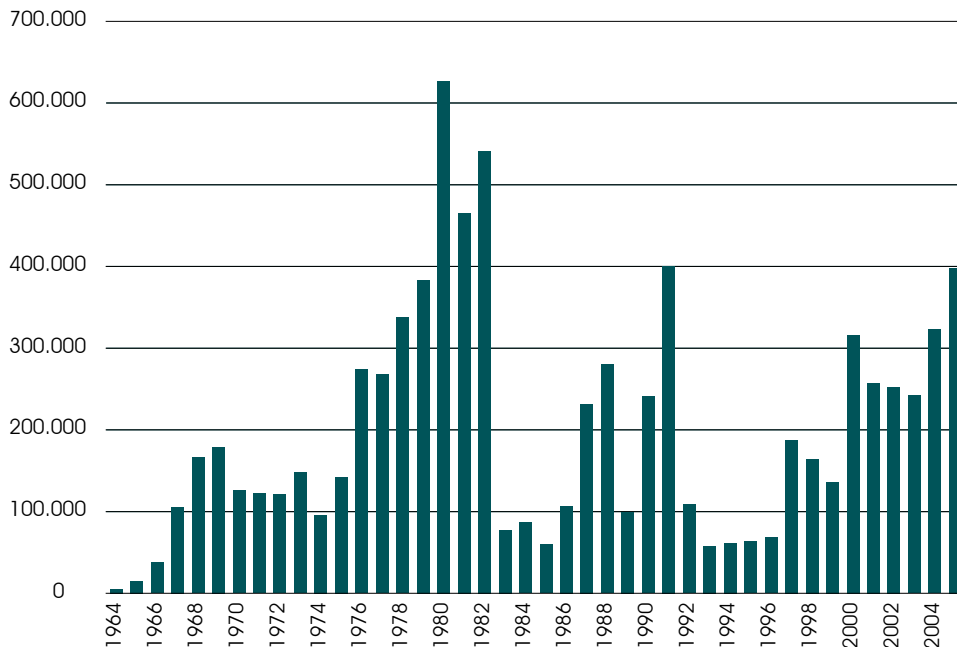
O prazo de financiamento de imóveis poderia chegar a 30 anos, prazo de validade de uma hipoteca, constituindo um grande avanço em relação ao arranjo anterior. As cadernetas de poupança, o FGTS e os serviços de intermediação financeira eram remunerados pelos juros auferidos nos financiamentos. Tanto os saldos devedores quanto as prestações, eram corrigidos por um indexador do sistema. Em 1967, foi criado o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) para equilibrar o descompasso entre a evolução dos saldos devedores e das prestações. O sucesso desse instrumento pressupõe um ambiente econômico de crescimento e inflação estável, que caracterizou a década de 70. Adicionalmente, em 1969, foi criado o Coeficiente de Equiparação Salarial (CES), com o intuito de solver resíduos oriundos das diferenças entre os reajustes das prestações (anual) e dos saldos devedores (trimestrais). Outro aspecto importante na estruturação do SFH foi a prática de subsídios cruzados, a qual consistia em cobrar taxas de juros progressivas de acordo com o valor do financiamento, com o intuito de favorecer famílias de renda mais baixa.

Esse sistema, avançado para as condições econômicas e financeiras da época, gerou impressionante volume de fundos para o financiamento habitacional. Em poucos anos de operação, mais precisamente entre 1965 e 1980, o número de unidades habitacionais financiadas passou de 8 mil por ano, em 1964, para 627 mil, em 1980. O gráfico 2.2.1 ilustra essa impressionante evolução.

A despeito do elevado ritmo de crescimento do número de famílias e, por conseguinte, de moradias, a notável expansão do crédito permitiu que parcela considerável das novas moradias criadas no país contasse com o financiamento habitacional. A taxa de cobertura do sistema, definida como a parcela das novas moradias criadas no período que foram atendidas com financiamento, chegou a 70%, em 1980. Também em seus 15 primeiros anos de operação, a participação dos saldos de financiamentos habitacionais no total dos empréstimos bancários (públicos e privados) para o setor privado saltou de algo em torno de 2% para mais de 20%. Note-se que essa participação manteve-se acima desse patamar até final dos anos 90, como ilustra o gráfico 2.2.2.

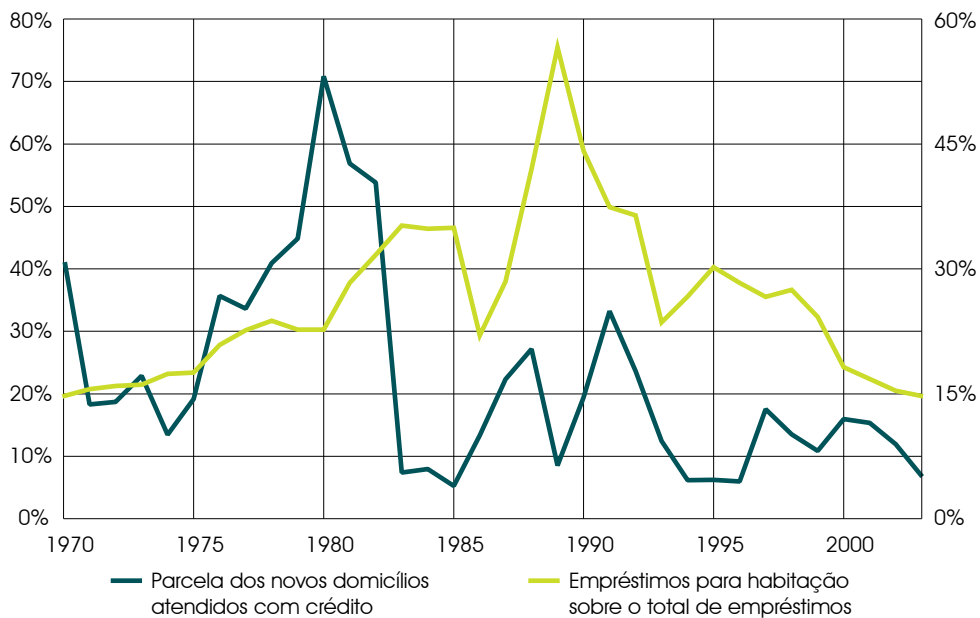
¹ De 65% a 75% do saldo médio dos depósitos, a depender do período em consideração, deveria ser destinado ao financiamento habitacional (princípio de exigibilidade), sendo que, deste total, 80% deveriam ser aplicados em operações do SFH e o restante, em operações a taxas de mercado, conhecidas como carteiras hipotecárias.

Gráfico 2.1.1 Unidades habitacionais financiadas pelo SFH, 1964-2005



Fonte: BNH – Caixa Econômica Federal e Banco Central do Brasil.

Gráfico 2.1.2 Evolução do SFH, taxa de cobertura e de participações no mercado de capitais 1970-2003



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

2.2 A crise do SFH e a criação do SFI

A insuficiência da estrutura de financiamento se mostra com a reversão da trajetória de expansão do crédito habitacional em meados dos anos 80. O sistema que chegou a atender 70% do incremento anual da demanda por domicílios, como é ilustrado pelo gráfico 2.2.2, atualmente é incapaz de atender a 10% dela (dados de 2003). O volume de crédito, que chegou a representar 57% do total de empréstimos ao setor privado, voltou a estar em patamar semelhante ao que esteve no início dos anos 70. É interessante notar que, mesmo no auge do sistema, cerca de 38% dos novos domicílios receberam financiamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) ou do FGTS.

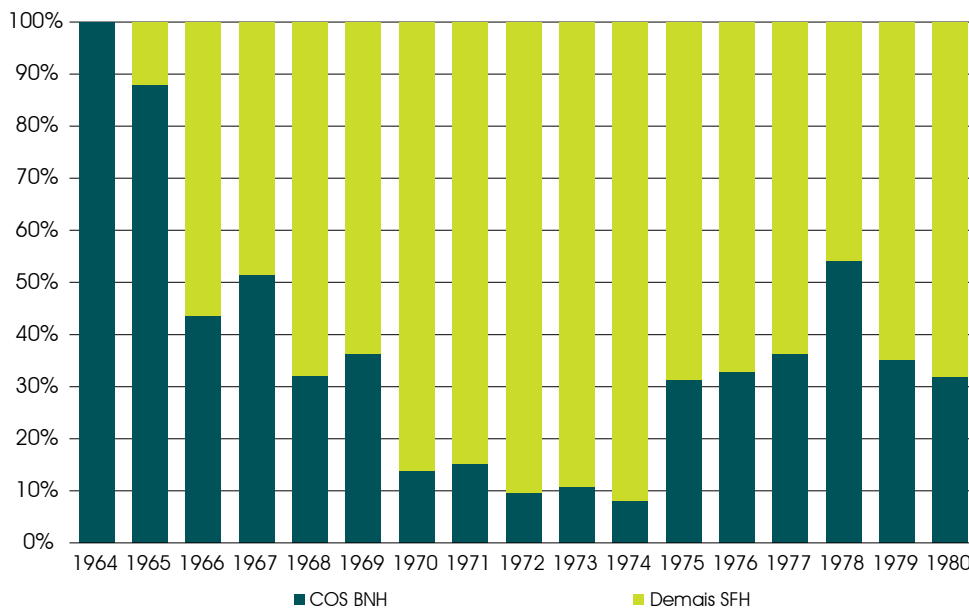
Outro ponto a ser destacado é o fato de que o SFH não obteve sucesso em destinar recursos à população de baixa renda, pelas próprias limitações de renda dessa parcela da sociedade. Os grupos de renda inferior necessitam de uma política específica para suprir suas necessidades habitacionais. Ao discutir a política de financiamento habitacional brasileira, entre 1964 e 1986, Néri e Carvalho (1999) destacam que o elevado valor do imóvel, em contraste com o prazo máximo do término do contrato, comprometiam excessivamente o orçamento mensal das famílias de baixa renda, o que inviabiliza a demanda dessas pessoas por investimentos habitacionais adequados. As evidências de que a política habitacional foi incapaz de permitir o acesso dos pobres ao crédito também foram trabalhadas por Garcia e Rebelo (2002) com base nas informações na PNAD de 1998.

O gráfico 2.2.3 ilustra o percentual dos empréstimos aprovados pela Carteira de Operações Sociais (COS) do BNH no total dos contratos do SFH entre 1964 e 1980. Durante a fase de expansão e implantação das companhias habitacionais – 1964 a 1969 –, o número de unidades habitacionais para as classes de baixa renda, com empréstimos aprovados pela COS-BNH, cresceu continuamente, passando de 8,6 mil para 51 mil unidades. No entanto, desde 1968, esses contratos passaram a representar menos da metade do total de empréstimos do SFH. Nos anos 1970 até 1974, os contratos da COS-BNH representavam, em média, 12% do total do SFH, tendo uma ligeira recuperação entre 1975 e 1978, ano em que a COS-BNH chegou a financiar quase 200 mil unidades. Vê-se, portanto, que mesmo no auge de operação do sistema, a cobertura para a população de baixa renda foi reduzida.

Outra evidência da insuficiência do sistema é a reversão do processo de acumulação de capital habitacional no Brasil. O gráfico 2.2.4 mostra a evolução do estoque habitacional por habitante entre 1950 e 2003. Nota-se que, em contraposição ao período 1965 a 1980, momento em que o estoque de capital habitacional per capita apresentava as maiores taxas de crescimento (4,6% ao ano), no período posterior à extinção do BNH o país tem encontrado sérias dificuldades em fazer crescer esse estoque de capital, visto que a taxa média anual se reduziu drasticamente, passando para 2,7% ao ano (1986 a 2003).

As falhas do SFH que contribuíram para o baixo ritmo de desenvolvimento habitacional foram apontadas por alguns autores que trataram o tema, como Rebelo (1997) e Castelo (1997). Eles destacam: (i) a taxa de juros fixa; (ii) a falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais; (iii) a instabilidade congênita do sistema, ocasionada pelo prazo de permanência incerto dos depósitos nos fundos de financiamento do crédito habitacional; e (iv) seu caráter pró-cíclico. Segundo esses autores, a taxa real de juros fixa impede o ajuste entre oferta e demanda por crédito. De outro lado, o fato de o SFH ser um sistema “estanque”, sem nenhuma articulação com o mercado de capitais brasileiro, impossibilita que os recursos captados por outros instrumentos financeiros sejam canalizados para a habitação. Quanto ao aspecto de instabilidade congênita do SFH, apenas um cenário favorável de crescimento econômico possibilitaria o funcionamento pleno de um sistema que capta recursos no curto e médio prazos e empresta-os no longo prazo. O comportamento pró-cíclico dos fundos é explicado da seguinte forma: quando aumenta a

Gráfico 2.2.1 Operações da COS–BNH e dos demais programas do SFH



Fonte: Azevedo e Andrade (1982).

renda disponível das famílias, também aumenta a captação líquida do sistema; nos períodos recessivos, os saques tendem a superar os depósitos.

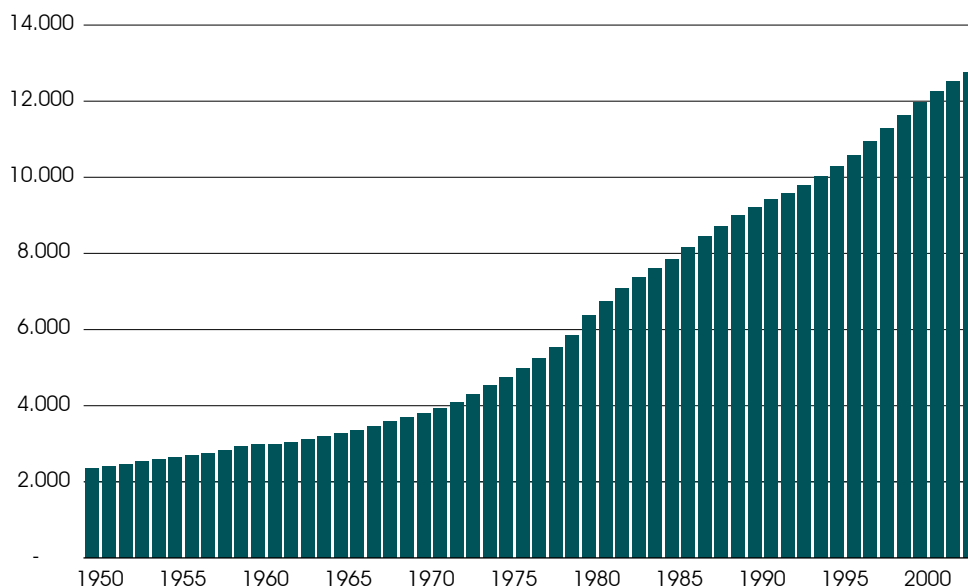
Além dos problemas intrínsecos ao próprio sistema – instabilidade e insuficiência de recursos –, fatores outros, como a escassez de poupança doméstica e a instabilidade econômica, também contribuem na explicação das deficiências. Um fator fundamental para garantir a rentabilidade real da oferta de recursos destinados à habitação era a correção dos empréstimos concedidos. Com a crise econômica que seguiu durante o período entre 1980 e 1990, o arrocho salarial, a queda do poder aquisitivo, a elevação das taxas de juros e a inflação ocasionaram a elevada inadimplência no SFH. À medida que o ambiente econômico apresentava instabilidade, e em razão de políticas oportunistas, o FCVS tornou-se incapaz de suportar o saldo residual.² Na prática, a aceleração do processo inflacionário ocasionou reajustes nas prestações inferiores ao dos saldos devedores referentes aos imóveis financiados.

O sistema também perdeu capacidade de financiamento devido ao fato de que parte expressiva dos recursos aplicados não ter retornado ao sistema no prazo previsto. Dos passivos junto ao FGTS, em meados dos anos 90, cerca de 75% haviam sido contraídos pelo setor público em seus diferentes níveis de governo, que dispôs de condições favorecidas no alongamento dos prazos de pagamento dos empréstimos. Isso comprometeu a disponibilidade de fundos do FGTS para novos empréstimos.

Não seria exagero afirmar que fatores externos levaram à crise do modelo. Uma parte substantiva da crise do SFH pode ser atribuída a uma excessiva intervenção estatal. As sucessivas alterações nas regras de correção dos termos contratuais e a ação do Judiciário no sentido de proteger os mutuários, em vez de favorecer os devedores, acabou por introduzir limitações no funcionamento do mercado e elevar a percepção de risco das instituições financeiras, configurando claramente o que se costuma conhecer como restrição de crédito.

² Esse saldo tem magnitude estimada, em valores de outubro de 2006, em R\$ 100 bilhões, segundo a Caixa Econômica Federal.

Gráfico 2.2.2 Brasil, estoque de capital habitacional por habitante, 1950 a 2003, R\$ de 2005



Fonte: Ipeadata.

No início de 1986, o Plano Cruzado incluiu as cadernetas de poupança, o FGTS e as prestações dos financiamentos habitacionais no congelamento de preços. As prestações foram corrigidas segundo o valor real médio dos últimos meses, sendo o número de meses fixado de acordo com o prazo de reajuste de cada contrato. Mesmo voltando a ter correção trimestral e sendo o único ativo financeiro com prazo de correção inferior a um ano, as cadernetas de poupança registraram captação negativa no período. Isso se deveu a duas razões: (i) o grande aumento no consumo dos bens duráveis, que ocasionou uma retirada em massa das cadernetas; e (ii) o aumento dos depósitos compulsórios no Banco Central sobre os saldos, que agravou ainda mais a situação de esvaziamento do SFH, apesar de não ter um impacto direto na captação líquida dos contratos. Essas medidas introduziram distorções importantes no equilíbrio econômico-financeiro dos contratos.

Ainda em 1986, o SFH passou por uma profunda reestruturação com a extinção do BNH. Suas funções foram redistribuídas entre vários órgãos do governo. O Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU) ficou responsável por formular propostas de política habitacional e de desenvolvimento urbano. Ao Conselho Monetário Nacional (CMN) couberam as funções de orientar, disciplinar e controlar o SFH. O Banco Central do Brasil (Bacen) ficou com as tarefas de fiscalizar as instituições financeiras que integravam o SFH e de elaborar normas pertinentes aos depósitos de poupança. À Caixa Econômica Federal (CEF) coube a administração do passivo, do ativo, do pessoal e dos bens móveis e imóveis do BNH, bem como a gestão do FGTS.

É fácil compreender que as fragilidades inerentes ao SFH seriam exacerbadas em qualquer cenário de aceleração inflacionária e de queda da renda real. Isso aconteceu efetivamente a partir do aprofundamento da instabilidade macroeconômica nas décadas de 1980 e 1990. E, para piorar a situação, como já observado, parte substantiva dos fundos não voltou ao sistema nos prazos e valores previstos.

Frente a esse cenário bastante desfavorável, buscaram-se mecanismos para contornar a crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Criado em 1997, pela lei nº 9.514 (20/11/1997), como complemento ao Sistema Financeiro da Habitação, o SFI tem

como principais fundamentos a securitização dos créditos imobiliários e a maior segurança jurídica dos contratos. Ao contrário do SFH, o novo sistema vai captar recursos no mercado e não dispõe de um *fundring* cativo ou taxa de juros determinadas. Os principais instrumentos para a securitização são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). A segurança jurídica seria garantida com a introdução da alienação fiduciária³.

Em seus nove anos de existência, o maior êxito do SFI está associado ao financiamento de edificações comerciais. Na área habitacional, o sistema não logrou expressivos avanços. O que se deveu, em grande parte, às altas taxas de juros e aos entraves institucionais e jurídicos que permearam a política habitacional, muitos deles ligados à baixa satisfação dos direitos de propriedade e ao elevado custo de execução de hipotecas. Estando as instituições financeiras sujeitas a regras estritas do SFH, o direcionamento de recursos para financiamento habitacional acaba por limitar a participação dos bancos nesse mercado.

Visando contornar esses entraves, nos últimos três anos, o sistema de financiamento habitacional passou por modificações e aperfeiçoamentos importantes. A principal delas foi a promulgação da lei 10.931, que dispõe, entre outras coisas, sobre o patrimônio de afetação, que é um instrumento que permite a criação de um patrimônio próprio para cada empreendimento, que passa a ter a sua própria contabilidade, separada das operações do incorporador-construtor. O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador e somente responde por dívidas e obrigações vinculadas à própria incorporação. É um instrumento que pretende dar maior segurança e transparência ao comprador do imóvel e aos investidores. Vale mencionar que as empresas que aderirem ao sistema terão um regime de tributação especial.

A lei 10.931, além de dispor sobre o patrimônio de afetação, trouxe outras mudanças importantes como a inclusão da alienação fiduciária no novo Código Civil, o que veio reforçar esse instrumento. Ainda no bojo da lei, vale mencionar o aperfeiçoamento da legislação que regula a Letra de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário. Paralelamente, a lei 11.196 introduziu medidas de desoneração tributária, entre as quais está a isenção das aplicações de pessoas físicas em ativos como as Letras Hipotecárias, Letras de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários e a discriminação nas petições judiciais do valor contestado, assegurando a continuidade do pagamento da parte da dívida que não é objeto de contestação. Todas essas mudanças aperfeiçoaram o arcabouço institucional voltado ao financiamento habitacional. A tabela 2.2.1 mostra a evolução do estoque de CRIs entre 2000 e 2006. Nota-se que a partir de 2005, o sistema começa a ganhar maior dinamismo.

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

³ É importante ressaltar que o instrumento da alienação fiduciária pode ser utilizado em qualquer contrato e não apenas no crédito imobiliário.

Tabela 2.2.1 Emissão primária de certificados de recebíveis imobiliários (R\$ mil)

Anos	R\$ mil	Número de operações
2000	171.671	5
2001	222.796	13
2002	142.177	9
2003	287.599	17
2004	403.080	29
2005	2.102.322	34
2006	1.071.437	77

Fonte: CVM.

As operações com recursos do FGTS também apresentaram um incremento bastante intenso. A recuperação da capacidade de financiamento do FGTS começou a partir do início da década de 2000 e intensificou-se desde 2003. Assim, o número de unidades financiadas vem crescendo de forma bastante significativa, tendo alcançado cerca 332,6 mil unidades em 2005 – um aumento de 16% em relação a 2000 ou quase o dobro das unidades financiadas em 1997.

É importante observar que a recuperação da capacidade de financiamento do SFH ainda é lenta e os números atuais mal retomam os patamares observados no início dos anos 90 e estão muito distantes do volumes de financiamento do período áureo do sistema em 1980.

A dificuldade de recuperação do SFH está em grande parte relacionada a características intrínsecas ao próprio sistema, que vão além das políticas inconsistentes do final dos anos 80, da instabilidade macroeconômica ou do patamar da taxa de juros. A captação de recursos de curto prazo para a concessão de empréstimos de duração mais longa é um fator de instabilidade. Além disso, o modelo fundado na segmentação do mercado de crédito tende a ter sua capacidade de financiamento restrita ao tamanho desse *funding*, que é a poupança.

2.3 A habitação de interesse social

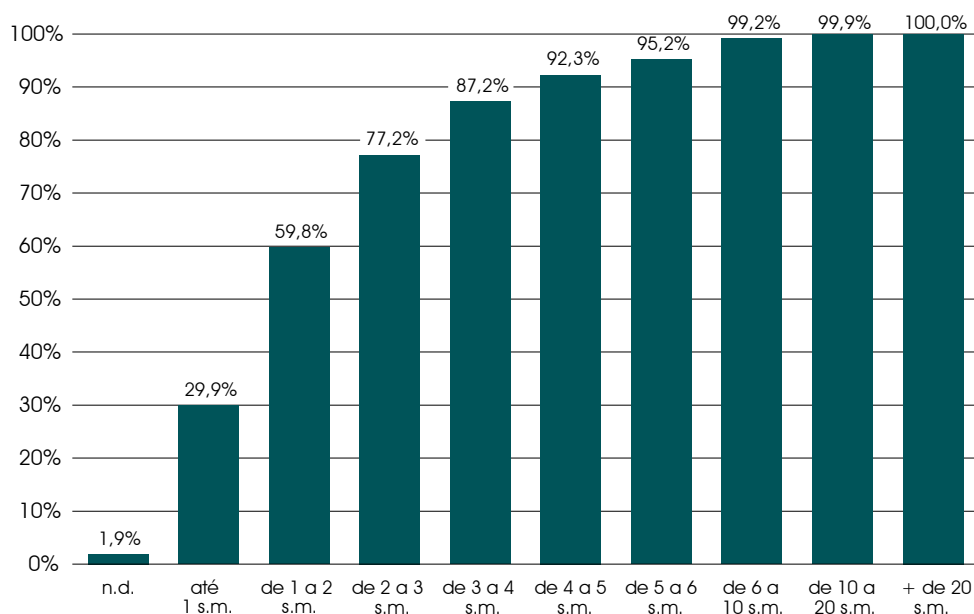
A despeito de o país ainda estar longe de apresentar um sistema de financiamento habitacional que dê conta de seus grandes desafios, é fato que, nos últimos três anos, houve um incremento expressivo na oferta de crédito imobiliário. Concomitantemente, pesquisas revelaram que a carência de moradias ainda é uma das questões sociais mais graves do país e não evoluiu na mesma direção da oferta de crédito.

De fato, estudo da FGV Projetos (2006) revelou que a situação habitacional é pior do que se estimava. O déficit habitacional de 2005 somou 7,8 milhões de moradias, correspondendo a 14,7% do total de domicílios do país. Isso significa dizer que, para que cada família brasileira tivesse uma moradia adequada em 2005, seria necessário que o estoque de habitações fosse 14,7% maior do que o observado.

A coabitação familiar respondeu pela maior parcela deste déficit: 4,3 milhões de domicílios. Os domicílios inadequados, onde estão incluídas as favelas, os cortiços e as moradias rústicas, somaram 3,5 milhões. Desse total, os domicílios rústicos (em favelas ou com materiais de parede ou telhado inadequados) responderam pela maior parcela (3,3 milhões). Os cortiços, que já foram o maior problema habitacional urbano, atualmente respondem por uma parcela pouco expressiva do déficit (2%).

Em termos absolutos, a carência de moradias assume uma maior dimensão nos dois principais centros urbanos do país, São Paulo e Rio de Janeiro, seguidos pelos Estados do Maranhão, Minas Gerais, Bahia e Pará. O déficit habitacional desses seis Estados representou 59% do total nacional. Em termos relativos, ou seja, como fração do total de domicílios, os

Gráfico 2.3.1 Distribuição do déficit habitacional por faixa de rendimento, Brasil, 2005



Fonte: IBGE. Elaboração: FGV Projetos.

maiores problemas estão nas regiões Norte e Nordeste, com destaque para Maranhão, Amazonas e Pará.

Do ponto de vista social, o maior problema é o déficit por inadequação, em que a relação entre as carências habitacionais e renda domiciliar é mais nítida. O gráfico 2.3.1 mostra o déficit habitacional por inadequação nas faixas de rendimento domiciliar. Dos 3,3 milhões de domicílios inadequados no país, 77% estavam em domicílios com renda mensal de até 3 salários mínimos e 92%, nos domicílios com rendimento até 5 salários mínimos. Outra estatística reforça essa idéia: considerando as famílias brasileiras que ganham até 1 salário mínimo por mês, quase 13% estavam no déficit habitacional por inadequação em 2005.

O perfil das famílias que compõem o déficit habitacional permite entender os caminhos opostos que têm seguido o crédito e os números do déficit. De um lado, há pessoas com baixo poder aquisitivo e, na outra ponta, bens de elevado valor final. Tornar a prestação do imóvel compatível com a renda dessas famílias tem sido o desafio dos agentes públicos.

Alguns programas voltados para esse público foram criados nos últimos anos. Merecem menção o Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH) e Sistema Nacional da Habitação de Interesse Social (SNHIS).

O PSH é um programa de subsídio do governo federal, regulamentado pela lei nº 10.998, de 28 de maio de 2003, e decreto nº 5.247, de 19 de outubro de 2004. Ele é operado por instituições financeiras e agentes financeiros do SFH e pretende viabilizar o acesso à moradia dos segmentos de menor renda familiar (até 3 salários mínimos por mês). O PSH utiliza recursos orçamentários para subsidiar operações de financiamento e parcelamento habitacionais de interesse social.

Por sua vez, o SNHIS foi criado pela Lei Federal nº 11.124, de 16 de junho de 2005. A mesma lei também criou o Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS) e instituiu o Conselho Gestor do FNHIS. O objetivo principal do SNHIS é integrar todos os programas e projetos destinados à habitação de interesse social de todas as esferas de governo. O FNHIS é

um fundo de natureza contábil, que vai centralizar e gerenciar os recursos orçamentários dos programas estruturados no SNHIS. Suas principais fontes de recurso são o Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social (FAS) e dotações do Orçamento Geral da União (OGU). Em 2006, o FNHIS recebeu dotação orçamentária de R\$ 1 bilhão.

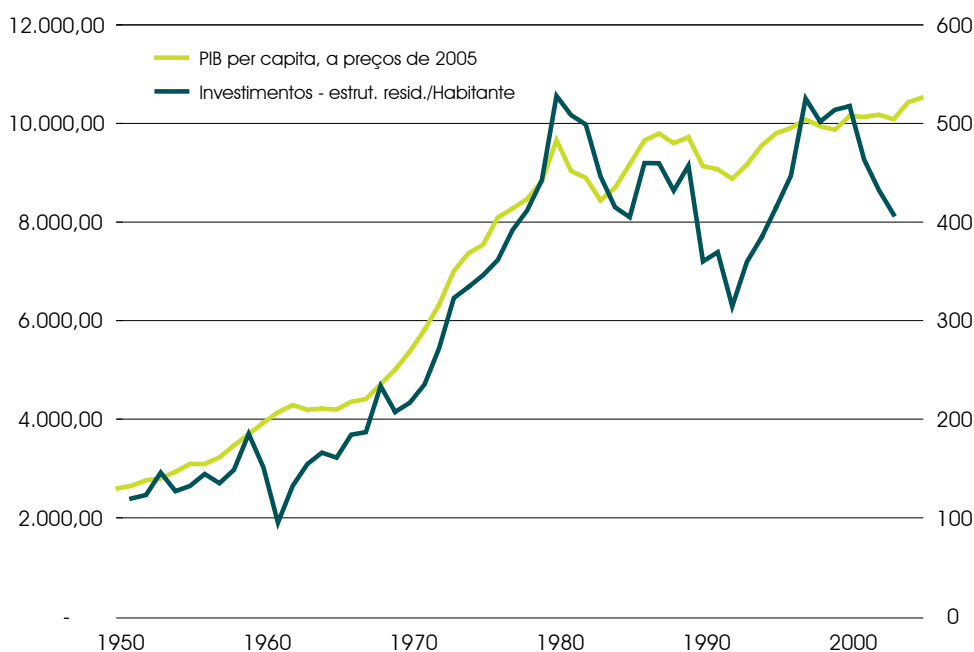
A concepção do SNHIS representou um grande avanço na política habitacional voltada para a população de menor renda. No entanto, sua integração a uma política habitacional ampla, que considere todos os elos do sistema, ainda está em gestação e vale notar também que a dotação de recursos para o FNHIS ainda é muito pequena em relação ao déficit habitacional.

2.4 Os efeitos da crise sobre o crescimento econômico

A crise do SFH foi um dos fatores responsáveis pela perda de dinamismo da economia brasileira. Durante o auge do sistema, entre os anos de 1965 e 1980, o investimento habitacional por habitante no Brasil passou de R\$ 161 para R\$ 528, ou seja, um crescimento de 8,2% ao ano. Nesse período, o país também experimentou taxas de crescimento da renda per capita expressivas: 5,7% ao ano. Desde meados dos anos 1980, o ritmo de crescimento da economia brasileira caiu de forma acentuada, passando para uma taxa média anual de apenas 0,3% entre 2003 e 1986. Concomitantemente, houve a retração do investimento em capital habitacional por habitante, como ilustra o gráfico 2.4.1, o qual voltou ao patamar de R\$ 300 e, mesmo após uma breve recuperação seguida ao Plano Real, tem se mantido abaixo dos R\$ 500.

Vale mencionar que a evolução do investimento habitacional por habitante esteve diretamente associada à concessão de crédito no âmbito do SFH. No período de auge do SFH, entre 1978 e 1982, momento em que se financiava em torno de 500 mil moradias ao ano, o investimento habitacional per capita manteve-se próximo ao patamar de R\$ 500, o que equivalia, no total, a cerca de 5,4% do PIB brasileiro.

Gráfico 2.4.1 Brasil, investimento em capital habitacional por habitante e PIB per capita, 1950 a 2005, em R\$ de 2005



Fonte: Ipeadata.

3 As Experiências Internacionais

A reflexão sobre o modelo de financiamento habitacional brasileiro, as possíveis reformas que poderiam trazer-lhe mais eficiência e a possibilidade de contribuir de forma mais incisiva no processo de desenvolvimento nacional pode ser enriquecida a partir do estudo de algumas experiências internacionais.

Resolver uma complexa equação cujos resultados garantiriam um fluxo contínuo de recursos de longo prazo para financiar a formação de capital habitacional pelas famílias é uma tarefa central para todos os países, quaisquer que sejam seus estágios de desenvolvimento.

Discutimos abaixo algumas experiências internacionais. A escolha dos países ou das regiões procurou contemplar distintas formulações de sistemas de financiamento habitacional em países para os quais a questão habitacional está a diferentes distâncias de uma solução durável. Todos os casos escolhidos apresentam inegáveis elementos de sucesso. Em muitos deles, o êxito das políticas de financiamento habitacional esteve vinculado a um processo de fortalecimento das instituições – muitas vezes passando por medidas de liberalização financeira – conjugado a avanços na estabilidade macroeconômica.

3.1 Financiamento habitacional em contexto de liberalização financeira global

O desenvolvimento recente do financiamento habitacional tem sido marcado pelas transformações mais amplas nos sistemas financeiros em todo o mundo. Isso acontece em meio a um quadro de maior estabilidade macroeconômica e menor vulnerabilidade financeira, fator particularmente importante para os países emergentes. A estabilidade cria as condições para a ampliação da demanda por financiamento habitacional. Além disso, de maneira geral, é possível observar que as operações de mercado vêm ganhando terreno no conjunto das modalidades de crédito disponíveis nos diversos países.

Somou-se ao cenário econômico mais favorável um processo de liberalização e desregulamentação em muitos mercados nacionais, o que contribuiu de forma decisiva para amenizar as restrições sobre o crédito. A reestruturação e o fortalecimento dos mercados financeiros, por sua vez, é condição imprescindível para o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas.

Essas tendências favoráveis no mercado de financiamento habitacional e a estabilidade macroeconômica atuam como elementos determinantes para uma boa precificação do ris-

co nos empréstimos e uma melhor classificação do crédito. Com isso, este último fica mais eficiente e pode ser mais bem alocado. Sensíveis melhoramentos na avaliação do risco dos empréstimos e na sua classificação trouxeram mais eficiência para as operações de crédito. Ao mesmo tempo, uma ampliação das atividades de securitização tem trazido um maior grau de especialização aos mercados financeiros, abrindo o caminho para os investidores diversificarem sua carteira de ativos.

Com o melhor acesso ao crédito, as famílias têm podido ampliar muito seus empréstimos imobiliários, mas também têm percebido a elevação do preço das moradias. Diante desse quadro, estudos realizados por bancos centrais nacionais e agências de risco procuraram avaliar a sustentabilidade desse endividamento, sem ter encontrado grandes problemas. Tanto as famílias teriam, em média, a possibilidade de absorver uma elevação do custo dos recursos e dos preços dos imóveis, como as instituições financeiras estariam suficientemente capitalizadas para enfrentar uma eventual mudança no quadro geral do mercado.

Um leque mais amplo de contratos, com modalidades mais complexas, aumentou a escolha das famílias. Existe, porém, o temor de que uma parcela dessas famílias tenha adquirido propriedades mais caras do que sua renda permitiria a priori, o que introduz um componente de risco em uma eventual virada de preços e mercados.

Tendências recentes nos mercados de financiamento habitacional

A expansão do volume de crédito imobiliário é um fenômeno real em muitos países, notadamente nos mais desenvolvidos. Esse crédito assume formas distintas de acordo com a estrutura de financiamento vigente em cada nação. Para além das diferenças econômicas entre países e regiões, o endividamento das famílias é composto essencialmente por financiamento habitacional e hipotecas.

A parcela da dívida das famílias no total do endividamento nacional elevou-se entre 1985 e 2005, para um grupo de 14 países considerados em estudo do BIS (2006). Mesmo assim, esse tipo de dívida ainda representa uma parcela limitada da dívida total.

A magnitude da dívida hipotecária varia bastante na comparação internacional, provavelmente em razão de suas especificidades econômicas e dos sistemas habitacionais domésticos. Enquanto na Suíça a relação dívida hipotecária/PIB é de 125% do PIB, no México essa relação é inferior a 10%.

A dívida hipotecária cresceu nos últimos 20 anos, mas as taxas de juros caíram, fazendo com que o custo do serviço dessa dívida sofresse uma importante redução no mesmo período. Esses movimentos permitiram que, mesmo com acentuado crescimento da dívida hipotecária, o quociente dívida/ativos das famílias sofresse apenas uma ligeira elevação.

Implicações sobre os mercados de financiamento habitacional

O desenvolvimento recente dos sistemas de financiamento habitacional nos diversos países e a abertura dos mercados nacionais vêm contribuindo para uma melhora do funcionamento desses mercados e atuando como elementos coadjuvantes na consolidação da estabilidade financeira e macroeconômica. Sensíveis melhoramentos na avaliação do risco dos empréstimos e na sua classificação trouxeram mais eficiência para as operações de crédito.

O avanço das operações de securitização permite uma maior especialização nos mercados financeiros e uma melhor alocação e precificação no sistema financeiro global. A composição dos ativos das famílias alterou-se nas últimas duas décadas com um ganho de importância de ativos menos líquidos como *equities*, fundos de pensão e seguros. Em linha com a expansão dos empréstimos hipotecários, observou-se uma elevação generalizada nos preços das moradias nos países considerados no estudo do BIS (2006).

Emprestadores

Mesmo com a crescente integração nos mercados financeiros, os mercados de financiamento habitacional mantiveram-se prioritariamente nacionais, com distintos arcabouços regulatórios e institucionais. Na maioria dos países, um número reduzido de instituições domina o mercado de empréstimos hipotecários. Junto com essas instituições, atuam cooperativas, bancos regionais.

No México, o principal prestador é ainda uma agência estatal, a qual respondeu por 67% do número de créditos imobiliários originados em 2005, seguida por um tipo especial de instituição financeira de propósito limitado, com 16%, e pelos bancos comerciais, responsáveis por 9% do crédito.

Tipos de empréstimos

Nos últimos 20 anos, em mercados tradicionalmente dominados por empréstimos com taxas fixas, observou-se uma crescente demanda por contratos de financiamento habitacional com taxas de juros variáveis ou com uma combinação de taxas fixas e ajustáveis de juros. Apesar dessa tendência, permanecem as distinções nacionais.

As instituições financeiras, por sua vez, devem ampliar a cautela no gerenciamento do crédito e dos riscos operacionais e de reputação. A ampliação das modalidades de operação é bastante positiva, mantido o bom gerenciamento.

No que tange à política econômica, não seria exagero afirmar que o desenvolvimento dos mercados de financiamento hipotecário tende a conferir-lhe espaço cada vez mais importante no desenho das políticas nacionais, por seus potenciais efeitos sobre o crescimento. Dessa forma, medidas de desregulamentação dos mercados financeiros e de estímulo ao acesso ao crédito habitacional para famílias das camadas inferiores de renda aparecem como alternativas interessantes.

3.2 Tendências recentes do financiamento habitacional em países da União Européia

As tendências de expansão são confirmadas quando se observa o comportamento da dívida hipotecária nos países da União Européia exclusivamente. Por muito tempo, o principal objetivo das políticas habitacionais na Europa foi o de construir mais moradias para fazer frente às necessidades crescentes da população. Esse foi o tipo de resposta possível diante de uma insuficiente oferta direcionada pelos mercados. Importantes questões relacionadas à qualidade das moradias, à capacidade de pagamento das famílias e à sustentabilidade da política habitacional permaneceram como peças acessórias em um contexto no qual a meta central era o número de unidades construídas, no âmbito de diferentes programas habitacionais, inclusive os de locação social.

Considerado em conjunto, o panorama habitacional no continente europeu vem sendo o cenário de importantes mudanças, tanto pela intensificação do processo de integração econômica dos mais antigos países membros da UE, como pelas profundas transformações em curso nos antigos países socialistas, novos membros do bloco regional. As questões em debate vão desde a conciliação das políticas habitacionais em face das diretrizes da UE, aos incentivos fiscais concedidos pelos diferentes países, passando pelas distintas estruturas de financiamento habitacional.

Em muitos países europeus, as políticas sociais para habitação adotadas nas décadas de 1950 e 1960 foram prioritariamente de apoio à oferta de unidades habitacionais, pela concessão de subsídios à propriedade e a construtores. Mas, a partir da década de 1970, as políticas voltaram-se para a demanda habitacional e tomaram a forma de transferências diretas às

famílias. As políticas de apoio à demanda teriam, segundo Priemus (2004), a vantagem de não distorcer o processo de formação de preços no mercado de moradias e de manter maior poder de escolha às famílias que, ademais, ficariam menos sujeitas ao estigma da moradia social e da segregação espacial.

A despeito da importância relativa representada pelos sistemas de aluguel social, a maioria das políticas sociais para habitação tem como alvo principal a construção para a propriedade das famílias beneficiárias. Existem diferenças importantes entre os diversos modelos nacionais que se refletem na distribuição da propriedade da habitação social. Em lugares como o Reino Unido, a Alemanha e os Países Baixos, verifica-se um declínio da modalidade de aluguel social, enquanto em outros países, como a França e a Suécia, a participação desse tipo de moradia encontra-se estabilizada. O ganho de terreno da propriedade da habitação social parece apontar para um avanço nas modalidades de mercado do acesso à moradia e uma conseqüente diminuição da importância das políticas habitacionais de cunho social (Priemus, 2004). A menor participação direta do Estado em alguns países europeus coincide com uma presença importante de associações habitacionais sem fins lucrativos na promoção de políticas de apoio à demanda habitacional para grupos sociais com renda inferior, por meio da prática de subsídios e de ações de suporte aos grupos mais vulneráveis.

Assim, tanto no âmbito das políticas sociais como na dinâmica da habitação de mercado, significativas mudanças estão em curso no cenário europeu da habitação. A reorientação do papel do setor público não significa seu desaparecimento de uma área social da maior importância. As políticas têm sido mais direcionadas para a garantia de bom funcionamento das instituições não públicas, como conselhos municipais britânicos, companhias municipais de habitação na Suécia e associações para moradia nos Países Baixos.

Fortalecimento dos mercados

As tendências favoráveis ao desenvolvimento dos mercados habitacionais europeus não se contrapõem à permanência das políticas sociais. Elas atuam até mesmo como instrumentos de inclusão de parcelas das populações aos mercados de moradia.

Wolswijk (2005) estudou a evolução da dívida hipotecária em 15 países da UE entre 1982 e 2003 e comprovou que os empréstimos hipotecários são positivamente relacionados com

Quadro 3.2.1 Principais medidas de desregulamentação financeira em países da UE

	Ano	Medidas
Bélgica	1987	Abandono da fixação de taxas de juros para depósitos
Dinamarca	1982	Liberalização dos contratos de hipoteca e da fixação de juros
Espanha	1987	Desregulamentação das taxas de juros
Finlândia	1986/87	Desregulamentação das taxas de juros e fim de diretrizes para empréstimos hipotecários
França	1987	Eliminação de controles de crédito
Grécia	1987	Desregulamentação das taxas de juros
Irlanda	1986	Eliminação de controles de crédito
Itália	1994	Eliminação da distinção entre instituições de curto e longo prazos
Portugal	1984	Autorização para atividades bancárias privadas
Portugal	1996	Estágio final do processo de privatização
Suécia	1985	Desregulamentação das taxas de juros e abandono dos tetos sobre empréstimos bancários

Fonte: Wolswijk (2005).

medidas de desregulamentação dos mercados financeiros, com a expansão dos mercados de capitais e com o preço das moradias. Como é intuitivo, o estudo mostrou uma relação negativa entre as taxas de juros pós-tributação e o financiamento hipotecário. O desenvolvimento recente dos mercados hipotecários na UE vem trazendo efeitos bastante positivos para as economias nacionais e dando status mais proeminente para o setor de financiamento habitacional nas políticas econômicas. A expansão das atividades hipotecárias coincidiu com medidas de desregulamentação dos mercados financeiros.

Além dos ganhos de flexibilidade aos mercados, em muitos dos 15 países estudados, foram estabelecidos benefícios fiscais estimulando os mercados habitacionais e hipotecários, incluindo subsídios sobre juros, redução em custos de regularização de propriedade, redução de impostos sobre ganhos de capital, afrouxamento das condições de elegibilidade para o acesso ao subsídio sobre hipotecas para famílias de baixa renda, entre outras medidas.

Esse conjunto de mudanças, em conjunção com as tendências de maior estabilidade macroeconômica, responde por um ganho de importância substantivo dos mercados de financiamento habitacional em toda a UE. A Tabela 3.2.1 ilustra o panorama geral do mercado de hipotecas residenciais no conjunto de países da UE em 2004. Embora, em média, a atividade hipotecária residencial na UE não possa ser igualada em montante e estrutura organizacional àquela realizada nos Estados Unidos, existe uma franca tendência de crescimento, ainda que com dinâmicas nacionais bastante diferenciadas.

Tabela 3.2.1 Panorama dos mercados de hipotecas residenciais na União Européia, 2004

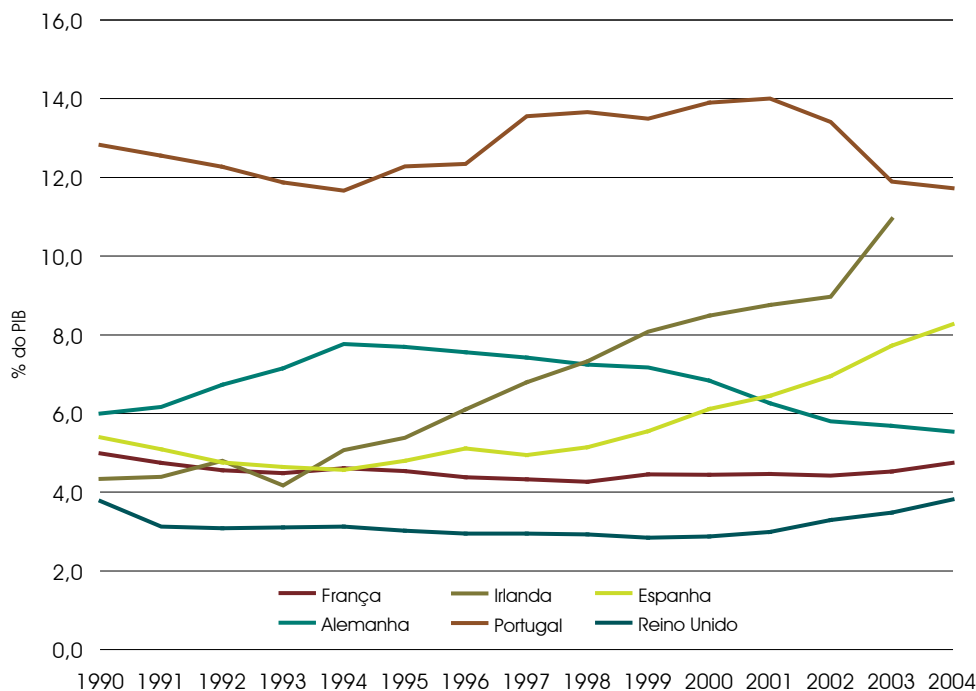
Países	Dívida hipotecária, milhões de dólares	Crescimento da dívida hipotecária	Endividamento das famílias/PIB	Dívida hipotecária per capita, em dólares
Alemanha	1.439.225	0,1%	52,4%	17.438
Áustria	59.787	20,9%	20,3%	7.345
Bélgica	110.003	8,2%	31,2%	10.581
Dinamarca	216.812	6,0%	89,7%	40.168
Espanha	478.443	22,9%	45,9%	11.298
Finlândia	70.308	10,8%	37,8%	13.470
França	537.738	12,2%	26,2%	8.977
Grã-Bretanha	1.546.492	11,1%	72,5%	25.917
Grécia	42.357	28,3%	20,6%	3.836
Holanda	644.483	14,3%	111,1%	39.641
Hungria	9.661	35,1%	9,6%	955
Irlanda	95.816	29,8%	52,7%	23.790
Itália	244.431	13,4%	14,5%	4.223
Polónia	13.292	22,9%	5,5%	348
Portugal	88.110	6,9%	52,5%	8.411
República Tcheca	8.180	34,9%	7,6%	801
Suécia	183.056	10,0%	52,7%	20.395
União Européia 15*	5.679.894	9,6%	46,4%	14.841
União Européia 25**	5.809.929	9,7%	45,3%	12.716
Estados Unidos	9.414.084	13,8%	64,5%	32.058

Fonte: OCDE.

* países membros da UE até final de 2003.

** países membros da UE a partir de janeiro de 2004 com dez novos sócios.

Gráfico 3.2.1 Formação bruta de capital fixo – habitações, em % do PIB, países selecionados da UE



Fonte: OCDE.

Os diferentes níveis da dívida hipotecária nos países considerados refletem características diversas desde as preferências das famílias, até o grau de desregulamentação dos mercados financeiros, passando pelas políticas habitacionais e para os mercados de financiamento imobiliário.

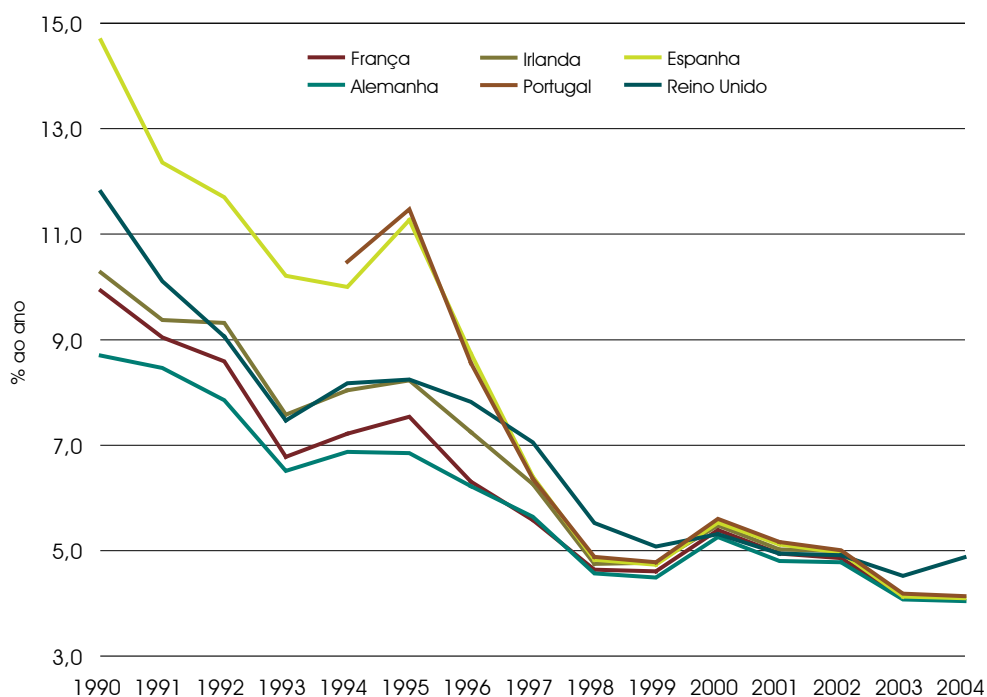
Olhando para o conjunto dos investimentos em habitações, tem-se uma noção de seu impacto na economia. Tanto os ganhos de estabilidade, como o processo de integração econômica e monetária, com seus efeitos sobre a evolução das taxas de juros, os esforços para desregulamentação financeira e as medidas específicas de estímulo ao financiamento imobiliário foram responsáveis por incrementos na participação dos investimentos habitacionais no PIB de vários países europeus. O gráfico 3.2.1 descreve a evolução da parcela referente à habitação na formação bruta de capital fixo de países membros da UE. Os dados mostram uma expansão mais acentuada nos países que vivenciaram um crescimento econômico mais intenso, com processos de reestruturação e fortalecimento institucional, como é o caso da Espanha e da Irlanda, por exemplo.

Todo esse movimento conduziu a uma sensível redução das taxas de juros de longo prazo nos países europeus considerados e a uma convergência destas taxas entre os membros da zona do euro. O gráfico 3.2.2 ilustra essa evolução.

O exemplo europeu é eloqüente acerca dos ganhos obtidos a partir de uma política de incentivo ao setor imobiliário. Os governos podem atuar sobre os mercados hipotecários de várias formas, entre as quais merecem destaque as políticas fiscais. Medidas referentes à cobrança de impostos sobre a renda imputada à propriedade de um bem imóvel, a possibilidade de deduzir do imposto de renda os custos financeiros de uma hipoteca, e o nível de taxaço sobre os ganhos com a transação de imóveis podem estimular ou penalizar as operações nos mercados imobiliários.

A conjunção de medidas fiscais com uma política de estabilidade monetária e financeira pode ser capaz de produzir grandes resultados, como os que se observa na Espanha.

Gráfico 3.2.2 Taxa de juros de longo prazo, em % ao ano, países selecionados da UE



Fonte: OCDE.

A notável expansão do financiamento imobiliário na Espanha

O desenvolvimento do sistema imobiliário espanhol tem sido visto com muita atenção no período recente. Grande parte desse sucesso pode ser explicada pelo estabelecimento de um marco institucional capaz de atender às necessidades do setor financeiro como um todo e do mercado hipotecário em particular.

Os Pactos de Moncloa, firmados em 1977, lançaram as bases para o fortalecimento das estruturas econômicas e de financiamento na Espanha. A liberalização financeira consistiu na progressiva eliminação de obrigatoriedades e rigidezes sobre as taxas de juros. A Lei do Mercado Hipotecário, aprovada em 1981, introduziu uma série de medidas que possibilitaram uma importante expansão do crédito imobiliário, como a elevação do percentual a ser financiado do valor do imóvel e a autorização para que as sociedades de crédito hipotecário pudessem emitir cédulas hipotecárias. Dez anos depois, uma reformulação do marco legal ampliou as possibilidades para emissão de títulos hipotecários, estimulando as operações de securitização.

O estabelecimento de um quadro jurídico-institucional favorável, em conjunção com um quadro macroeconômico de maior estabilidade e prosperidade, lançou as bases para uma sólida ampliação do volume de financiamento, a partir da década de 1980. Junto com isso, o processo de convergência macroeconômica para a unificação monetária no âmbito da UE trouxe ainda mais estabilidade à economia espanhola e contribuiu para uma redução mais marcada das taxas de juros, movimento favorecido também pela redução da inadimplência. Toda essa expansão financeira originou uma intensificação da concorrência entre instituições, estimulando a baixa dos juros.

Esse movimento expansivo foi acompanhado de um importante desempenho do setor de construção habitacional e estabeleceu taxas de crescimento da ordem de 20% ao ano para o mercado hipotecário. Os preços das moradias subiram de forma acentuada, a despeito da ele-

vação da oferta, em parte devido às condições de acesso ao crédito, que elevaram a demanda, mas também pelo aumento da procura por ativos reais que se sucedeu à adoção do euro.

Com todas essas mudanças, a Espanha tem hoje um sistema de financiamento imobiliário muito dinâmico, do qual participam bancos e caixas de poupança em forte ritmo concorrencial e livres de travas institucionais. Cooperativas e entidades específicas de crédito hipotecário são participantes menores em termos de volume. Além do financiamento mais tradicional, existe um importante mercado secundário de hipotecas, cujas atividades foram fortalecidas pelas reformas legais dos anos 1990, pela ampliação da liquidez financeira das empresas, pelo alargamento do potencial de investidores após a unificação monetária, entre outros fatores.

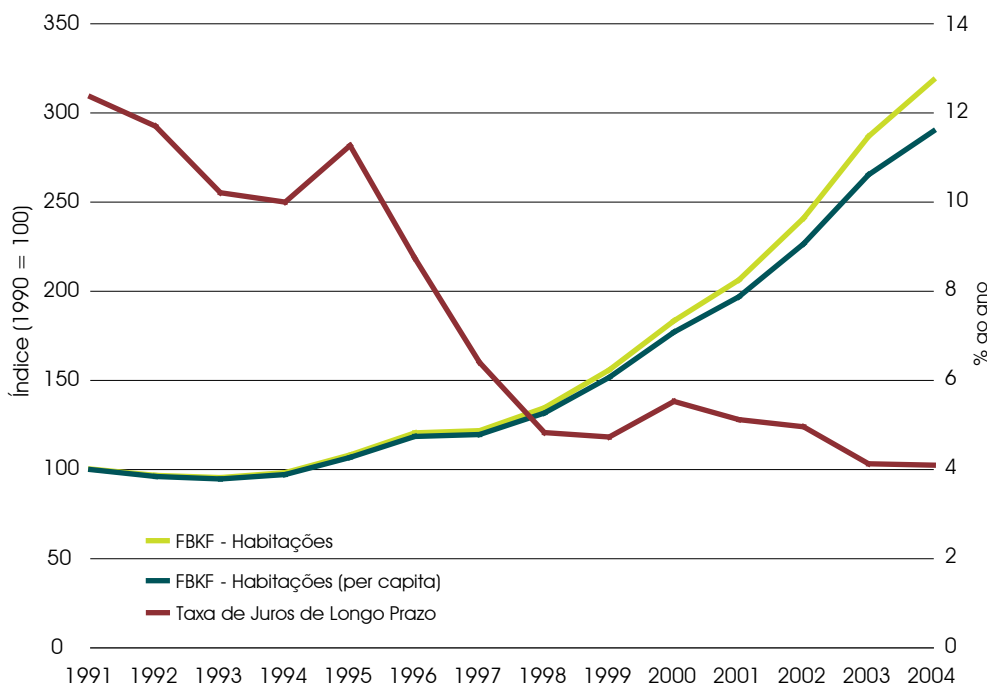
Esse conjunto de transformações vem consolidando as seguintes características no mercado de financiamento hipotecário espanhol:

- redução das margens de intermediação
- prevalência de taxas de juros variáveis nos financiamentos
- maior agilidade no processo de contratação do empréstimo
- valorização dos imóveis

A Espanha parece ser mais um exemplo bem-sucedido de liberalização financeira. Ampliar o crédito de longo prazo para a constituição do capital habitacional das famílias é um resultado que, por si só, justifica as medidas institucionais adotadas. Como é válido também para outros casos, ficam questões a serem avaliadas ao longo do tempo, como a evolução dos preços das moradias e a determinação de um nível aceitável para o endividamento das famílias, sem o comprometimento da estabilidade financeira da economia.

O gráfico 3.2.3 descreve o comportamento da formação de capital habitacional e das taxas de juros de longo prazo. Considerados como um índice com base em 1990 e a preços constantes, os indicadores de investimento habitacional mostram um expressivo crescimen-

Gráfico 3.2.3 Espanha. Evolução da formação bruta de capital habitacional (FBKF) e das taxas de juros de longo prazo



Fonte: OCDE.

to, intensificado a partir da implementação de medidas de liberalização financeira no final dos anos 1990 e das políticas de convergência macroeconômicas no âmbito da integração monetária européia.

3.3 Financiamento habitacional na Coréia do Sul

Entre os países em desenvolvimento, a Coréia do Sul apresenta um modelo bastante bem-sucedido de política habitacional. Ela foi combinada no tempo com as demais prioridades de desenvolvimento, ao longo de um processo de intenso crescimento econômico e profunda transformação social no país entre a década de 1960 e o momento atual.

O financiamento habitacional coreano divide-se entre público, por meio do Fundo Nacional de Habitação, e privado, com os bancos para habitação e comerciais, além de outras instituições e companhias seguradoras.

Desde a década de 1960, o programa habitacional coreano foi sendo implementado como parte do planejamento governamental em sentido mais amplo. Na década de 1970 evidenciou-se uma notória escassez de moradias no país, dado que, naquele momento, diante do estabelecimento das prioridades nacionais no crescimento industrial, os investimentos dirigiram-se fundamentalmente para a infra-estrutura. Foram então iniciadas as bases institucionais da política habitacional, com uma forte participação do Estado no período inicial. Em 1977, uma legislação para a promoção da construção de moradias foi adotada, com um sistema de garantias especiais estabelecido para evitar a quebra de empresas construtoras.

Na década seguinte, com o adensamento das regiões urbanas, a questão habitacional assumiu uma importância crescente, e a política teve como principal objetivo a estabilização dos preços de moradias pelo aumento da oferta e pela limitação governamental dos preços. Antes do desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas, a política de financiamento habitacional foi conduzida pelo Banco de Habitação da Coréia e pelo Fundo Nacional de Habitação. Essas duas entidades foram criadas com aporte de recursos públicos, depósitos de compradores, entre outras formas de captação.

No período compreendido entre o final dos anos 1980 e a década de 1990, os planos governamentais de construção habitacional foram implantados com sucesso, o que restringiu a especulação e deu impulso ao setor da construção nacional. Isso foi possível pela combinação da política de estímulo à construção com um incremento dos mercados de títulos imobiliários.

O Fundo Nacional de Habitação foi estabelecido em 1981 com o objetivo de captar recursos e criar uma oferta de crédito para a aquisição de moradia pelas famílias. Os fundos são captados com diferentes tipos de operações, como o lançamento de títulos de habitação nacional, empréstimos orçamentários, hipotecas etc. O volume total de recursos destina-se à concessão de crédito de longo prazo a taxas de juros reduzidas para construção, compra e obtenção de um fundo de depósito para aluguel. As taxas situam-se entre 3% e 9%, de acordo com o tipo de programa. Os prazos para amortização dos empréstimos variam em razão do tipo de programa e, no caso da compra de imóvel, os prazos situam-se entre 10 e 19 anos, com carência entre 1 e 3 anos.

No período entre 1981 e 1999, o fundo captou um volume de recursos da ordem de US\$ 33 bilhões e apoiou a construção de 2,9 milhões de unidades habitacionais. Do ponto de vista legal, o sistema coreano compõe-se de algo como 30 leis e regulações para o setor habitacional, regulamentando desde planos de utilização do território como o plano de promoção nacional de habitação, o qual dispõe sobre os princípios fundamentais da política habitacional.

Na esteira da crise financeira dos anos de 1997-98, as políticas governamentais foram alteradas para adaptar-se à nova situação do mercado imobiliário. O Banco de Habitação da Coréia foi privatizado e transformado em um banco comercial, chamado Banco Habitacional e Comercial. Os preços de venda das unidades privadas são definidos pelo mercado, e a regulação

pública sobre a construção habitacional foi abrandada. As instituições de apoio à construção habitacional passaram a apoiar também os compradores de moradias.

Além das mudanças nas instituições que operam nesses mercados, foram estabelecidos novos procedimentos contábeis e regras para o mercado de securitização. A reestruturação feita a partir da crise financeira direcionou o setor de financiamento habitacional coreano ainda mais para a lógica e as práticas de mercado. Foram criados bancos hipotecários e outras instituições entraram no mercado. Ademais, o mercado foi aberto para a participação estrangeira.

Em 1999, foi criada a Companhia Hipotecária Coreana (ou Korean Mortgage Company, KoMoCo), com o objetivo de apoiar o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas, introduzindo contratos padronizados e práticas para garantir os papéis.

A Corporação para Financiamento Habitacional Coreana (Korea Housing Finance Corporation) foi criada em 2003, como uma entidade pública, e assumiu a responsabilidade pela securitização dos empréstimos hipotecários. A corporação, captando recursos no mercado, estabeleceu um conjunto de modalidades de financiamento de longo prazo para habitação e opera também em cooperação com instituições financeiras privadas.

Política habitacional para baixa renda na Coreia

O núcleo da política habitacional para a população de baixa renda está na construção pública para aluguel, organizada em dois tipos: um modelo apoiado na assistência financeira do governo e o outro baseado nos subsídios do Fundo Nacional de Habitação, sem assistência financeira pública.

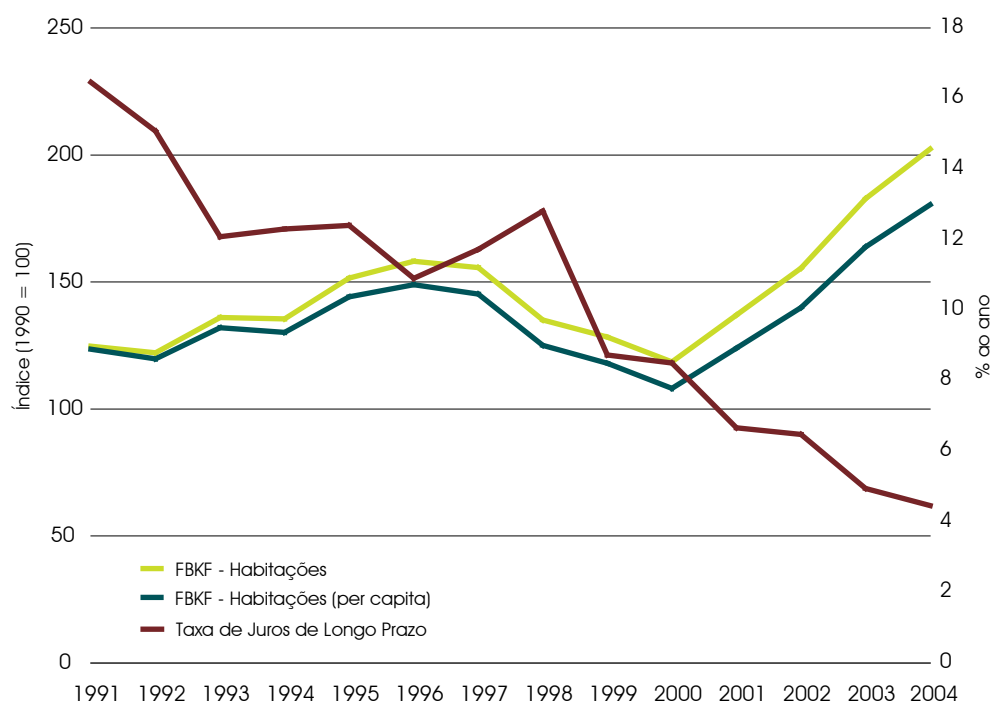
A habitação para aluguel com apoio financeiro inclui a construção de unidades habitacionais para aluguel permanente. Nesse modelo, o financiamento público é inicialmente investido em programas de construção e esse apoio pode representar até 85% do custo da obra. Além disso, os subsídios ao aluguel podem assumir a forma de empréstimos para a constituição do depósito nos contratos de aluguel e empréstimos do fundo aos construtores de unidades para aluguel permanente.

Várias formas de assistência são disponibilizadas para a aquisição de uma pequena unidade habitacional por famílias de baixa renda. O apoio baseia-se fundamentalmente em disponibilidade de recursos para financiamento e baixo custo de empréstimos para imóveis menores do que 85 m².

Em conjunto com a ampliação de oferta de moradias na Coreia, indicadores divulgados pelo governo demonstram a melhora na qualidade das unidades habitacionais. A melhora nas condições gerais de moradia resulta das transformações econômicas e sociais vividas pelo país nos últimos 40 anos e a expansão do mercado imobiliário. Desde o acesso a água quente, passando pelo número de cômodos per capita e pelo tamanho médio da habitação, verificou-se uma melhora substancial nas condições de moradia.

Ao mesmo tempo, o mercado imobiliário sofreu importantes transformações desde a crise financeira do final da década de 1990, que trouxe um aumento na inadimplência e dificuldades para as empresas do setor. Ademais, o aumento da oferta de moradias vem contribuindo para uma redução dos preços e uma queda na rentabilidade das empresas. Nesse contexto, o superaquecimento do mercado observado às vésperas da crise não deve mais acontecer. Apesar da instabilidade inserida pela crise financeira, quando se observa o processo de formação de capital habitacional no país entre 1997 e 2000, verifica-se que o decréscimo dos investimentos habitacionais não teve uma intensidade tão elevada como se poderia esperar, refletindo um certo vigor do setor imobiliário coreano. O gráfico 3.3.1 ilustra a evolução da formação bruta de capital fixo habitacional entre 1991 e 2004, bem como das taxas de juros de longo prazo, que apresentaram notável queda ao longo do período considerado, como consequência da liberalização financeira e do aumento da competição entre as instituições financeiras.

Gráfico 3.3.1 Coréia do Sul. Evolução da formação bruta de capital habitacional (FBKF) e das taxas de juros de longo prazo



Fonte: OCDE.

Embora não seja plausível projetar outro período de intenso crescimento econômico para a economia coreana, espera-se a manutenção de taxas de crescimento da ordem de 4% ao ano em média. Com a intensificação das atividades dos mercados imobiliários, deve crescer também a necessidade de informações a seus participantes. O aumento da disponibilidade de unidades habitacionais deve trazer tendências de produção mais específicas para as construtoras. O desafio atual está mais em produzir moradias diversificadas para atender novas demandas do que em ampliar a quantidade de unidades. Concomitantemente, o financiamento junto aos mercados e a securitização devem ganhar importância crescente.

3.4 Financiamento habitacional no México

O mercado hipotecário mexicano sofreu importantes modificações desde a crise financeira que afetou o país em 1994. Até aquele momento, mais da metade da concessão de financiamento habitacional era garantida pelas instituições financeiras, particularmente pelos bancos comerciais. A crise arrastou bom número de instituições para a insolvência e, no processo de resgate, o governo incorporou parte importante dos créditos em liquidação e tornou-se acionista das instituições.

Após o saneamento do setor, elas foram abertas à privatização. Grande parte do capital foi adquirido por grupos internacionais, cuja presença é hoje marcante no sistema financeiro mexicano.

Os bancos voltaram ao mercado de financiamento hipotecário a partir de 2003. No final de 2005, bancos e demais instituições financeiras eram responsáveis pela emissão de 17% do crédito. A securitização de *pools* de hipotecas foi iniciada em 2003, porém ainda permanece limitada.

A notável estabilidade financeira, o ambiente de taxas de juros reduzidas e um conjunto de reformas institucionais empreendido no período recente atuaram como fatores de

atração para as hipotecas do capital bancário privado e dos devedores, com níveis baixos de custo hipotecário.

A dinâmica demográfica também tem dado a tônica da demanda por moradia, fator fundamental no impulso ao desenvolvimento do mercado hipotecário.

Habitação para baixa renda no México

O México também convive com um quadro habitacional crítico para a população de baixa renda. No ano de 2000, o déficit habitacional estimado para o país era de 5,6 milhões de unidades habitacionais. Assim como em outros países em desenvolvimento, as deficiências foram sendo aprofundadas à medida que avançou a urbanização.

Nos anos 1960, junto com o processo de industrialização mais rápida e industrialização foram criadas as principais instituições específicas para a política habitacional. Em 1963, foi constituído no Banco do México o Fundo de Operação e Financiamento Bancário à Moradia (Fovi), cujas principais atribuições eram promover a construção e melhoria das moradias de interesse social e outorgar crédito por meio dos bancos privados.

Em 1972, em uma reforma constitucional, os empresários receberam a obrigatoriedade de aportar recursos para a constituição de um Fundo Nacional de Moradia e de estabelecer um sistema de financiamento capaz de oferecer crédito barato para a compra de casas pelos empregados. Dessa reforma nasceu o Fundo Nacional da Moradia para os Trabalhadores (Infonavit). Ainda naquele ano foi criado por decreto o Fundo de Moradia do Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores al Servicio del Estado (Issste), e o Fondo de la Vivienda del Issste (Fovissste).

A partir de 1983, o direito a moradia foi considerado uma garantia constitucional. Até aquela década, a política habitacional havia sido exclusivamente realizada por intervenção direta do Estado, tanto na construção como no financiamento e outorga de subsídios indiretos, com taxas de juros reduzidas.

Apenas nos anos 1990 teve início a consolidação das instituições de moradia nacionais em agentes financeiros. Desde então, a política habitacional ocupou um lugar de destaque nos planos nacionais de desenvolvimento. Foram estabelecidas linhas de reforma das instituições responsáveis pela política, bem como um esforço de focalização da população a ser atendida. No período mais recente, uma tentativa de maior coordenação institucional foi implementada.

Vale notar que a reformulação do sistema previdenciário e a obrigatoriedade de cada trabalhador de participar nos fundos estimulou a formação de um volume importante de recursos que passaram a ficar disponíveis para crédito de longo prazo.

Para fazer frente ao atraso no setor, foi posto em prática a partir de 2001 um amplo programa habitacional estratégico, coordenado pelas instituições já existentes. A idéia foi a de organizar e ampliar a oferta de crédito, em um primeiro momento. Em seguida, projetou-se a ocupação do solo e a infra-estrutura necessária, para, em seguida, reduzir os custos de construção.

O programa é baseado em dois grandes pilares: o subsídio direto para a compra da moradia pela população de baixa renda e o crédito para melhoria física da habitação. O programa tem como população alvo as famílias em pobreza extrema e aquelas que recebem até três salários mínimos. Trata-se de um projeto baseado em um subsídio federal destinado à ampliação ou ao melhoramento, ao qual somam-se recursos locais e aportes do próprio beneficiário.

O subsídio direto para a compra da unidade habitacional assume as seguintes formas: em terrenos de propriedade da municipalidade e em terrenos pertencentes aos beneficiários. No primeiro caso, a operação é composta por um aporte federal exclusivamente destinado à compra da moradia, um aporte do beneficiário – os governos locais entram com a infra-estrutura

urbana, estudos, projetos e as bases institucionais e técnicas para a edificação. Nas construções em terreno próprio, os recursos federais destinam-se exclusivamente à edificação.

No programa de melhoria da habitação, os subsídios federais assumem valores mais baixos, e o aporte do beneficiário deve ser no mínimo equivalente a 20% do valor do subsídio federal. Os governos locais ficam responsáveis pelos mesmos serviços de projeto e infra-estrutura.

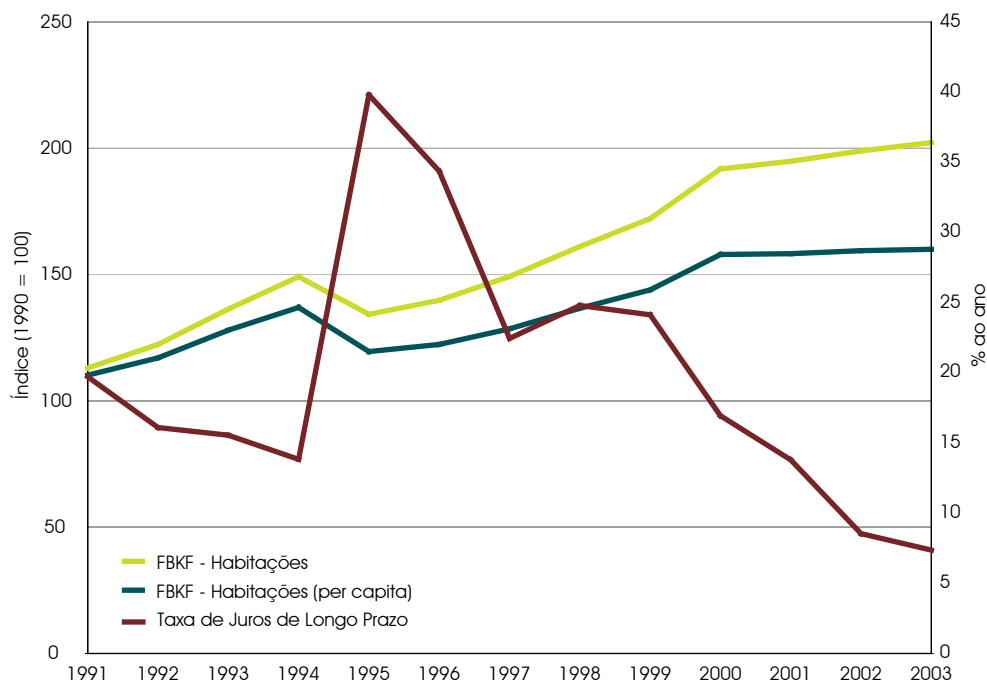
A estruturação da política habitacional no período recente teve como alicerce a criação e estruturação das seguintes organizações: a Comissão Nacional de Fomento à Moradia (Conafovi), vinculada à secretaria de Desenvolvimento Social; o Conselho Nacional de Moradia (Conavi), instituição de consulta e assessoria ao governo federal; e a Sociedade Hipotecária Federal (SHF), como um eixo de financiamento. Além disso, os aportes das Sociedades Financeiras de Objeto Limitado (Sofoles) deram importante dinamismo à concessão de crédito.

Ademais da coordenação das instituições estatais e entidades patronais e de trabalhadores, o desenho da política habitacional considerou a atuação de entidades privadas e do sistema financeiro, de maneira a direcionar os distintos grupos de renda às diferentes alternativas oferecidas pelo sistema.

No período mais recente, a SHF e as Sofoles passaram a ampliar a oferta de crédito para famílias de trabalhadores autônomos, incorporando um importante contingente de população às políticas de crédito habitacional. Desde 2002, o Infonavit passou a financiar também imóveis usados, o que serve de estímulo a atividades de mercado secundário.

Como resultado dessa política, entre 2001 e o início de 2006, foram concedidos cerca de 3 milhões de empréstimos para a compra de unidades habitacionais. Somam-se a esse número, um total de 976 mil empréstimos para a melhoria ou ampliação e moradias existentes. Apesar dos avanços institucionais e da co-ordenação da política habitacional, estimativas de empresas privadas e da imprensa mantêm o déficit habitacional na casa dos 5 milhões de

Gráfico 3.4.1 México. Evolução da formação bruta de capital habitacional (FBKF) e das taxas de juros de longo prazo



Fonte: OCDE.

moradias. É preciso reconhecer, no entanto, que a nova estrutura institucional tem potencial para estabelecer um sistema que atenda a demanda em um prazo mais longo.

Considerado em seu conjunto, o mercado imobiliário mexicano vem apresentando um desempenho bastante favorável, não apenas por conta das políticas direcionadas de crédito e das agências específicas, mas também como reflexo da expansão do financiamento de mercado, notadamente das operações hipotecárias. O gráfico 3.4.1 mostra o crescimento dos investimentos em habitação, considerados em preços constantes e a partir de um índice com base 1990 e das taxas de juros de longo prazo. Ao mesmo tempo em que cresce a formação bruta de capital fixo habitacional, as taxas de juros apresentam um decréscimo sistemático após os ajustes que se seguiram à crise financeira de 1994.

3.5 Financiamento habitacional no Chile

O atual sistema de financiamento habitacional chileno tem uma história relativamente recente. Seu fortalecimento está diretamente associado à estabilidade macroeconômica e às reformas institucionais realizadas a partir de meados da década de 70. Antes disso, ocorreram algumas fases mais ou menos bem-sucedidas, que terminaram fracassando com o recrudescimento da inflação e a instabilidade política e econômica.

Entre esses períodos, o mais relevante, pois levou a uma mudança de patamar no número de edificações construídas no país, foi o que vai de 1959 a até primeira metade dos anos 70. Nessa fase, prosperou o Sistema de Poupança e Empréstimo (Sinap), inspirado no modelo de Savings & Loans (S&L) norte-americano. O sucesso do sistema na captação de recursos para financiamento habitacional esteve em grande medida associado à criação de um regime de correção monetária para operações de longo prazo e das Associações de Poupança e Empréstimo (AAP). As AAPs emitiam títulos hipotecários corrigidos monetariamente (VHR) que passaram a ser transacionados no mercado secundário.

A demanda por moradias contou com um reforço importante nesse período: o subsídio do governo. Segundo Morandé e Garcia (2004), a política habitacional chilena procurou já desde essa época facilitar o acesso à moradia das camadas menos favorecidas e com menos acesso ao mercado financeiro.

Segundo Brollo (2004), entre os anos de 1941 e 1958 – período anterior ao Sinap – eram construídas, em todo o país, cerca de 5 mil unidades habitacionais por ano, em média, o que representava cerca de 614 mil m²/ano de área construída. Durante seu período de funcionamento, o Sinap elevou a média anual de edificações para mais de 33 mil unidades, o correspondente a 2,1 milhões m²/ano de área construída.

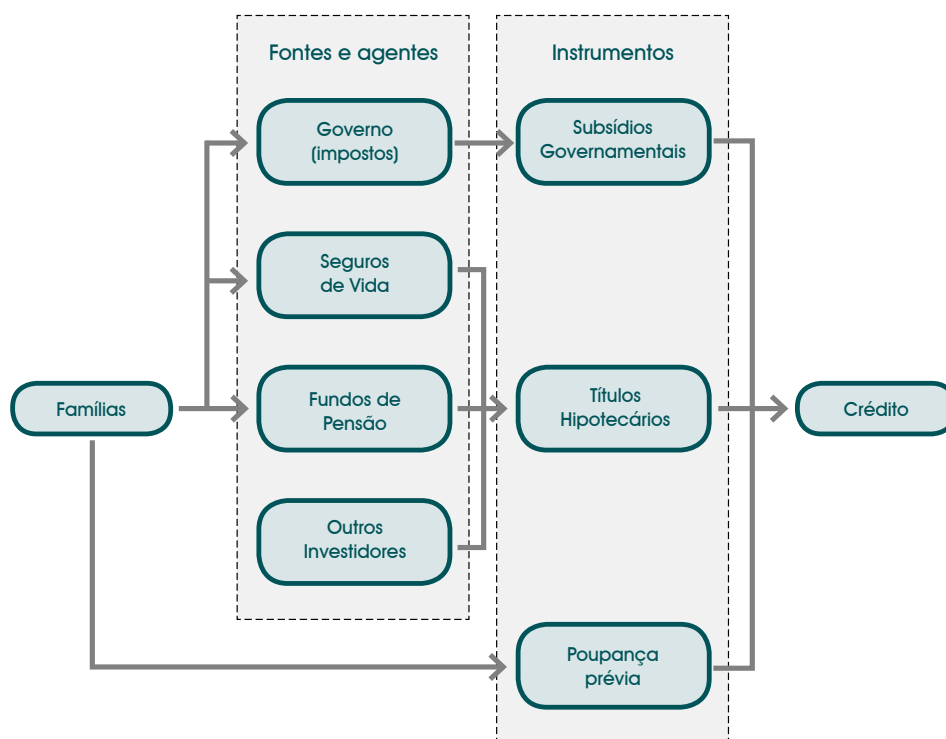
A perda de dinamismo desse sistema ocorre a partir de meados da década de 70. Brollo (2004) menciona os principais fatores que levaram a isso: (i) os problemas de fluxo (a captação de recursos diminuiu em razão da recessão e da perda de poder aquisitivo da população) e (ii) o descompasso entre os prazos de aplicação e de captação, dois conhecidos problemas desse tipo de sistema. A desarticulação do Sinap também se deveu à política econômica de então.

A partir de 1976, uma série de reformas estruturais foi introduzida na economia chilena. Elas pretendiam modernizar o país, promovendo sua maior integração com o resto do mundo e reduzindo o papel do Estado. O modelo de financiamento habitacional foi reformulado. Do modelo antigo, tomaram-se emprestados os pilares fundamentais da nova política: a política de crédito e a de subsídios.

A política de crédito se desenvolveu a partir do sistema de financiamento hipotecário, enquanto a política de subsídios consolida-se como o instrumento de transferência de renda que permite as famílias mais carentes ter acesso à habitação.

A **figura 3.5.1** mostra os mecanismos de intermediação que articulam a oferta de fundos com a demanda por crédito imobiliário.

Figura 3.5.1 Agentes, fontes e instrumentos do financiamento habitacional



Fonte: Brollo (2004).

As reformas no sistema de financiamento habitacional objetivaram criar um mercado de crédito que fosse capaz de gerar os instrumentos e recursos financeiros para a intermediação entre a demanda e a oferta de financiamento imobiliário.

O aumento espetacular no número de habitações construídas e a expressiva redução do déficit habitacional confirmam o relativo sucesso do novo sistema. O déficit habitacional relativo caiu de 11,6%, em 1992, para 5,3%, em 2002.

O sistema de crédito e o papel da poupança de longo prazo

O novo sistema trouxe algumas inovações em relação ao modelo anterior que respondem em grande medida pelo seu sucesso: a criação de mecanismos e instrumentos de intermediação e a formação de fundos de longo prazo. O sistema anterior era limitado à captação de poupança das famílias no curto prazo, enquanto o novo modelo buscou ampliar e diversificar as fontes de financiamento da casa própria.

A base do sistema de financiamento está na concessão de créditos de longo prazo reajustáveis conforme a variação da Unidade de Fomento (UF), ou seja, uma unidade de conta que segue a evolução do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) ou a variação cambial. Os dois principais instrumentos de captação são as Letras de Crédito Hipotecário (LCH), emitidas ao portador, e os Mútuos Hipotecários Endossáveis (MHE). As taxas de juros abonadas nos títulos constituem remunerações reais dos papéis. É, pois, um sistema com perfeita indexação, o qual minimiza o risco associado à inflação.

As LCH são instrumentos de renda fixa de médio e longo prazos, emitidas por bancos comerciais, Banco do Estado, sociedades financeiras e pelo Ministério de Vivienda y Urbanismo. São emitidas com valor nominal, prazo de resgate e taxa de juros iguais às do contrato

de empréstimo que as gerou. O valor nominal pode ser expresso em UF, pesos ou moeda estrangeira. O prazo de emissão das letras varia entre 8 e 30 anos, sendo os mais comuns de 12, 15 e 20 anos. As LCH, quando do seu lançamento, são isentas de impostos na transação e são livremente negociadas na Bolsa de Valores do Chile, o que lhes confere elevada liquidez. Essas operações constituem o chamado mercado secundário de títulos, que permite aos adquirentes a recomposição de carteira com custo reduzido.

Os MHE são títulos endossáveis, que podem ser negociados continuamente e que não necessitam de colocação no mercado secundário. Seus principais demandantes são as companhias de seguro. Esses agentes adquirem os papéis emitidos pelas Administradoras de Mútuos Hipotecários (companhias hipotecárias), que concedem cartas de crédito às famílias. Essas características tornam os MHE um instrumento cujo valor independe da valoração de mercado, realizada na Bolsa, como é o caso das LCH. Os MHE são mais utilizados para o financiamento de imóveis de valor elevado.

Além desses dois títulos, outros instrumentos empregados na captação são: bônus de papéis securitizados de mútuos hipotecários e de contratos de arrendamento habitacional, ações de sociedades imobiliárias e quotas de fundos de investimento imobiliário. Contudo, a LCH e o MHE foram responsáveis pela maior parcela do crédito.

Segundo Morandé e Garcia (2004), entre 1990 e 1996, o número de operações com letras hipotecárias passou de 40 mil operações a 58 mil. A retração da economia do final dos anos 1990 levou a uma redução significativa no número de operações, que baixaram a 34 mil em 1999. Em 2003, o número foi a 49 mil, representando mais de US\$ 950 milhões, cerca de 1,6% do PIB chileno. Vale mencionar que em 2001, os créditos hipotecários residenciais atingiram US\$ 2 bilhões, ou ainda, cerca de 63,5% do valor do investimento habitacional.

Por sua vez, o número de operações de mútuos hipotecários que chegaram a totalizar 16 mil operações (US\$ 600 milhões), em 2003, foi de 7.300 operações (US\$ 60 milhões).

A reforma previdenciária chilena foi outro dos elementos-chave para o desenvolvimento dos instrumentos hipotecários. O estabelecimento de um novo sistema de previdência, fundado em instrumentos de capitalização, e a expansão dos negócios da indústria de seguros canalizaram vultosos recursos de longo prazo.

A reforma do sistema previdenciário desempenhou papel crucial na geração de fundos para a aquisição dos títulos hipotecários primários e securitizados. Criados em 1981, os fundos de pensão cresceram em ritmo acelerado, especialmente no período 1996-2002, quando a taxa anual foi de 9%. Esse crescimento permitiu a acumulação de ativos em ritmo também bastante intenso. Em 1985, os ativos das Administradoras de Fundos de Pensão (AFP) já representavam 10% do PIB chileno, segundo Arrau (2001). Dez anos depois, o total de ativos das AFP atingia 38,8% do PIB, em 1999, já superava 50% da renda nacional, representando atualmente mais de 60% do PIB chileno.

Esse dinamismo favoreceu diretamente o mercado imobiliário. As letras hipotecárias, por exemplo, representam instrumentos bastante atrativos para os fundos, pela variedade de emissões e prazos, pela garantia que oferecem e por serem bastante líquidas.

Em 1994, constituiu-se um novo marco legal para a securitização, com a lei 19.302, a qual modificou vários dispositivos legais relacionados com a Lei de Mercado de Valores, principalmente no que diz respeito ao estabelecimento de sociedades securitizadoras, à emissão de títulos de longo prazo e à classificação de riscos. Esse marco legal foi reforçado com uma série de normas de caráter geral por parte da Superintendência de Valores e Seguro. Em linhas gerais, essas mudanças estabeleceram que as sociedades securitizadoras, para cada emissão de títulos, devem formar um patrimônio separado, distinto de seu patrimônio comum, e que para a emissão dos títulos securitizados é necessária a classificação de riscos. Essas mudanças também permitiram a securitização de créditos do arrendamento mercantil de moradias.

O desenvolvimento da securitização de hipotecas no Chile se mostrou muito lento nos primeiros anos da reforma, ao se comparar com o mercado primário de hipotecas. Em 1999, foi introduzida maior flexibilidade dos instrumentos de securitização. Atualmente existe a possibilidade de colocar uma emissão de bônus securitizado antes mesmo de se adquirir os ativos subjacentes e constituir o patrimônio separado. Essa modificação contribuiu para um rápido aumento das emissões e ampliou o espectro dos ativos securitizáveis – atualmente é permitido efetuar securitizações sobre todos os tipos de contas a pagar.

Vale mencionar que os fundos de pensão estão autorizados a investir até 50% do valor do fundo em letras hipotecárias, 10% em fundos de investimento imobiliário e 10% em bônus titularizados.

A política social

O acesso ao mercado das famílias de menor renda não é uma tarefa fácil. No Chile, uma importante característica do modelo atual de financiamento habitacional é sua ampla cobertura social. Com as reformas dos anos 1970, estabeleceu-se que a promoção e execução de projetos de edificação de conjuntos habitacionais, para qualquer classe social, é de responsabilidade primordial do setor privado. No entanto, cabe ao Estado o desenvolvimento urbano, a regulação normativa e a atenção aos setores mais necessitados, mediante o financiamento não oneroso de parte da demanda, ou seja, por meio de subsídios.

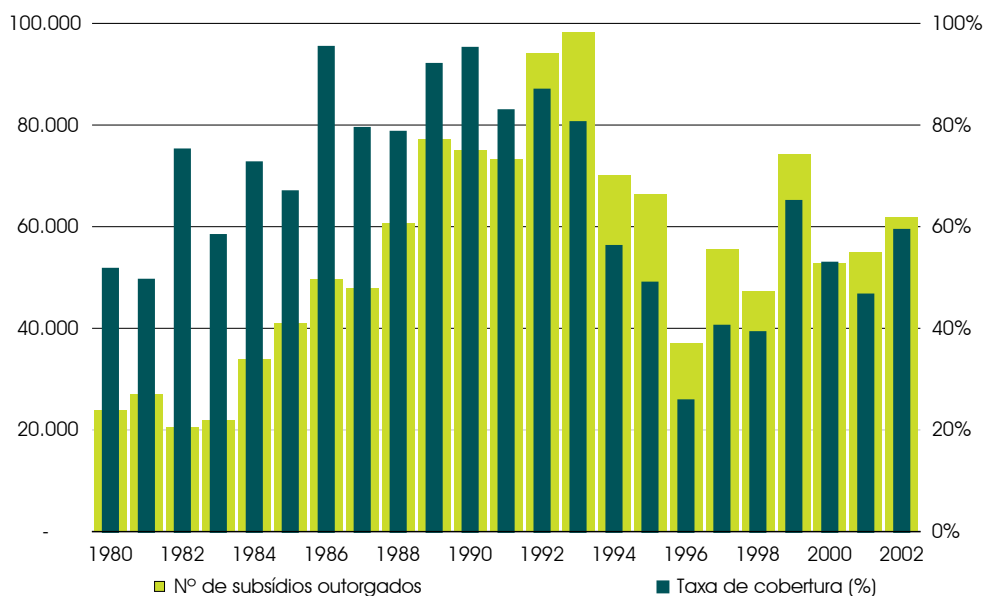
O subsídio governamental chileno é concedido por programas regidos por dois princípios básicos: o de equidade e o de progressividade. O primeiro garante o acesso universal ao sistema, o outro determina subsídios relativamente maiores aos cidadãos de menor renda, que constituem uma demanda por imóveis de menor valor. Há, ainda, um terceiro princípio a orientar a concessão dos subsídios: a família que postula o subsídio deve empreender um esforço prévio de poupança por um período que varia entre 12 e 60 meses.

No caso da habitação progressiva de interesse social, a poupança prévia pode ser substituída pelo lote do terreno. Esse compromisso desempenha quatro papéis fundamentais no sistema de financiamento: (i) o esforço é importante porque a poupança obtida constitui parcela do valor do imóvel que será subsidiado, o que diminui a necessidade de financiamento e o fluxo de prestações do crédito hipotecário; (ii) esse esforço revela a capacidade de pagamento da família e sinaliza sua credibilidade, o que reduz o custo de obtenção de informações e amplia a probabilidade de obtenção de crédito; (iii) a poupança prévia constitui um custo para receber o subsídio, o que evita atitudes oportunistas por parte dos cidadãos; e (iv) a obrigatoriedade de poupança prévia também contribui para que o subsídio seja encarado como a consequência de um esforço familiar, e não como uma dádiva ou um direito do cidadão, sem contrapartida de qualquer obrigação.

São cinco os principais programas de subsídio habitacional no Chile: (1) Habitação Progressiva, (2) Habitação Básica, (3) Subsídio Rural, (4) Programa Especial para Trabalhadores e (5) Sistema Unificado. Os dois primeiros são destinados à população carente, aos 20% mais pobres do país. A diferença entre eles é que, no Programa Habitação Progressiva, o subsídio destina-se à construção por etapas da habitação – a construção é dividida em duas partes, sendo que para cada uma delas é destinado um subsídio.

O gráfico 3.5.1 ilustra a evolução dos subsídios concedidos no Chile, de 1980 a 2002. Nota-se um período de franca expansão dos programas públicos de atenção à baixa renda, que vai de 1984 a 1994. Nesse último ano, foram outorgados quase 100 mil subsídios, o que correspondeu a 80% das novas unidades habitacionais construídas naquele ano (taxa de cobertura). Esse período foi seguido por três anos de drástica redução no número de subsídios e, após 1997, por um novo momento de expansão. Contudo, o mais importante a ser destacado é o fato de cerca de 62% das unidades habitacionais construídas ao longo dessas duas décadas e pouco terem contado com subsídios diretos às famílias que as adquiriram.

Gráfico 3.5.1 Subsídios outorgados e taxa de cobertura da demanda, 1980 a 2002



Fonte: Instituto Nacional de Estadísticas de Chile (INE).

Problemas e ajustes recentes

O modelo chileno de financiamento habitacional vem se aprimorando continuamente, em razão dos problemas que surgiram ao longo de sua história. Mas, o sistema ainda padece de alguns problemas. O principal é a falta de liquidez dos ativos imobiliários, a qual pode ser atribuída ao fato de que, até 1996, só se concedia subsídios habitacionais para a aquisição de moradias novas – Held (2000). Há consenso quanto à necessidade de fortalecer o mercado secundário de imóveis, uma vez que sua baixa liquidez já compromete o ritmo de produção de novas edificações residenciais. Ao ascender economicamente, ou ao ampliar o número de membros, uma família torna-se mais exigente quanto ao padrão de suas habitações. Contudo, a dificuldade em realizar seu ativo imobiliário, para empregar os recursos no financiamento de uma habitação nova, compromete a capacidade de pagamento.

Para superar esse desajuste, o sistema habitacional chileno incorporou instrumentos para o fomento do mercado secundário, consubstanciados no mecanismo de arrendamento mercantil, ou leasing habitacional. O sistema, regulamentado em 1996, opera da seguinte forma: as sociedades imobiliárias, entidades com fins lucrativos, levantam recursos no mercado financeiro por meio de LCH e adquirem imóveis para arrendamento. O mercado alvo do leasing habitacional é constituído por famílias que podem pagar aluguel, mas que não dispõem de poupança prévia de 20% a 25% do valor da habitação, como costuma acontecer no caso do crédito hipotecário. A família que ingressa no sistema de leasing pode repassar seu contrato a terceiros, ou trocar de habitação ao longo do contrato. Nesse caso, os recursos que já foram pagos são creditados para efeito de cálculo do novo aluguel.

O sistema de leasing conta com inúmeras vantagens com relação ao sistema tradicional de arrendamento de imóveis. A taxa de leasing (8% a.a.) é mais baixa que a taxa de aluguel (cerca de 12% a.a.) no mercado imobiliário chileno, uma vez que o sistema conta com seguro e com um compromisso mais estável que o arrendamento sem transmissão da propriedade. Diferentemente do aluguel, a família que pretende adquirir um imóvel de padrão mais alto, ou que

necessita mudar de cidade, tem mobilidade. No longo prazo, espera-se que o sistema de leasing venha a tomar espaço significativo do mercado de imóveis para arrendamento e fomentar o mercado secundário de residências. Vale notar que o sistema também é vantajoso para os investidores institucionais. O rendimento de 8% a.a. é mais elevado que a exigência de retorno das AFP, ao mesmo tempo em que o leasing incorre em menores custos de administração e menores riscos, se comparados com a aquisição de imóveis para aluguel.

Outro problema é a inadimplência dos créditos hipotecários para habitações de interesse social. A taxa de inadimplência, de cerca de 17,5% em 1998, é atribuída às deficiências no processo de cobrança e às dificuldades de fazer efetivas as garantias hipotecárias, em caso de não-pagamento. Pérez-Iñigo (1999) estudou as razões da inadimplência da carteira hipotecária governamental: a inadimplência dos créditos estava negativamente correlacionada à poupança prévia da família, ao passo que o não-pagamento estava relacionado mais com a falta de vontade do que com a própria incapacidade.

Pérez-Iñigo (1999) também destaca problemas com os programas de subsídio. O autor sinaliza para a elevada exigência de poupança prévia, a qual vem discriminando famílias numerosas e favorecendo a demanda de pessoas solteiras, responsáveis por quase 35% dos subsídios concedidos em 1996. Uma explicação para esse fato é que os subsídios para habitações com mais de 50 m², mais adequado a famílias numerosas, são bastante restritos. A consequência foi a sobra de recursos para o subsídio. Na segunda metade da década de 90, havia disponibilidade para subsidiar 110 mil unidades habitacionais por ano, em média, mas a demanda pelos subsídios absorveu somente 80 mil. Held (2000) atribui esse fato à inadequação da oferta habitacional, a qual não contempla uma política para imóveis usados e para famílias numerosas, que têm maiores dificuldades de formação de poupança prévia.

Esses dois últimos problemas constituem um *trade-off* para os dirigentes da política habitacional. Se, de um lado, a exigência de poupança prévia reduz a taxa de inadimplência do crédito, de outro, restringe o acesso de uma parcela considerável da população ao crédito e ao subsídio. Novamente, o *leasing* habitacional, por exigir uma poupança prévia reduzida, surge como uma alternativa que, se não resolve totalmente, é capaz de minorar esse dilema.

3.6 Financiamento habitacional nos EUA

O mercado americano de securitização de recebíveis imobiliários, também conhecido como o mercado americano de hipotecas, é o mais ativo e desenvolvido em todo o mundo, sendo um exemplo de sofisticação e eficiência do mercado de capitais nos Estados Unidos. Várias modificações ocorreram ao longo do tempo e, segundo Colton (2002), diversos incentivos governamentais possibilitaram a criação de um mercado secundário líquido para a negociação das hipotecas propriamente ditas, num primeiro momento, e, após esse estágio, de títulos lastreados em hipotecas.

Para compreender os fundamentos que possibilitaram o sucesso do mercado secundário de hipotecas, é possível destacar três importantes etapas históricas (HUD, 2006):

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

O mercado de hipotecas antes de 1930 era extremamente especializado, tanto no aspecto geográfico, quanto nos tipos de instituições que detinham as hipotecas. Como o setor imobiliário não era homogêneo, o processo de concessão de crédito tornava-se muito custoso. A inspeção da propriedade pelo emprestador e a necessidade de conhecer o histórico de crédito do tomador de recursos faziam com que o crédito hipotecário fosse, na grande maioria das vezes, concedido apenas a tomadores locais. Na mesma direção, as instituições voltadas para o crédito hipotecário eram eminentemente regionais, basicamente estaduais, sem uma atuação em escala nacional. O resultado final era a disparidade de taxas dos empréstimos entre

distintas regiões, em resposta a maior ou menor demanda por crédito e à disponibilidade de recursos em cada uma delas.

A partir do National Housing Act, de 1934, deu-se início à Era da Institucionalização, que consistiu na criação de um arcabouço de agências e empresas que passaram a regulamentar e criar condições de liquidez ao setor. A primeira dessas empresas foi a Federal Housing Administration (FHA), que administrava o fundo mútuo de seguro contra a possibilidade de risco de default do tomador do empréstimo imobiliário. Desse modo, permitiu-se a criação de um mercado para as hipotecas tradicionais com taxas de juros de mercado mais baixas.

Mais tarde, em 1938, foi criada a Federal National Mortgage Association (FNMA), conhecida como Fannie Mae, com o objetivo de criar liquidez para a comercialização das hipotecas no mercado secundário, procurando, assim, atrair investidores institucionais. Sob esse arcabouço, sinalizou-se às empresas privadas a chance de elas também emitirem títulos lastreados em hipotecas, com garantia governamental, os chamados mortgage-backed securities (MBS).

Como parte do processo de revitalização das agências regulatórias, em 1968, o governo dividiu a Fannie Mae em duas agências. A FNMA atual se tornou uma empresa privada com o privilégio, concedido pelo Congresso, de fomentar o mercado secundário para as hipotecas convencionais, isto é, para empréstimos que não sejam concedidos pela FHA. A segunda agência criada foi a Government National Mortgage Association (GNMA), conhecida como Ginnie Mae. O objetivo dessa agência, além de dar liquidez ao mercado secundário de hipotecas, é o de alocar recursos para o mercado imobiliário, com a emissão de MBS. É também garantidora das obrigações lastreadas em hipotecas securitizadas, assegurando o pagamento dos juros e do principal. Os títulos emitidos ou garantidos por ela são livres de risco.

Em 1970, foi criada a Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), conhecida como Freddie Mac, com o objetivo de dar liquidez às hipotecas seguradas pela FHA. Era, no princípio, uma agência governamental. Em 1989, a Freddie Mac tornou-se uma empresa privada, como a Fannie Mae, e passou a emitir MBS privadas (private mortgage-backed securities), que não são garantidas pelo governo. O propósito da Freddie Mac é o de comprar hipotecas convencionais dos doadores de financiamento imobiliário e revendê-las no mercado secundário como títulos securitizados. Os ativos emitidos pela Freddie Mac não possuem a garantia do governo dos EUA, porém o mercado os avalia como sendo emitidos por uma agência governamental similar à Ginnie Mae.

As agências que regulamentam o financiamento imobiliário nos EUA, portanto, não são totalmente apoiadas pelo governo. Logo, todos os investidores que compram ativos emitidos por essas agências podem incorrer em risco de crédito. Todavia existe a crença generalizada de que o governo norte-americano não deixará que estas agências entrem em default, socorrendo-as em caso de crise generalizada.

Para que o seguro fosse realizado, uma série de parâmetros definidos pela FHA deveria ser satisfeita. Com isso, as hipotecas passariam por um processo de padronização que viabilizaria o fortalecimento do mercado secundário desses títulos. A padronização dos termos contratuais e a documentação dos empréstimos hipotecários, além de ampararem o empresário nos casos de default, também resultaram no processo de securitização das hipotecas. Tal sistemática tornou-se uma inovação financeira fundamental para o desenvolvimento do mercado imobiliário dos EUA nas décadas de 1970 e 1980, tornando-se a segunda grande revolução do sistema.

Os três principais tipos de obrigações securitizadas são as garantidas pelas três agências descritas acima. Nos anos 80, emissores privados, que não se apoiavam em nenhuma das agências, começaram a securitizar hipotecas convencionais (conventional mortgage pass-through securities) que, em geral, são obrigações lastreadas em hipotecas não padronizadas (non-conforming mortgages). A versão básica dessas obrigações possui avaliação de risco de uma agên-

cia de rating. A maioria delas possui avaliação igual ou superior a AA (duplo A), condição para serem adquiridas pelos investidores institucionais.

Os investidores institucionais têm uma importância particular como tomadores finais de obrigações lastreadas em títulos securitizados. Em ordem de importância relativa, os maiores investidores em hipotecas securitizadas em 2005, de acordo com a Tabela 3.6.1, são os investidores institucionais, que detinham 37,5% da dívida hipotecária, sendo os bancos comerciais, com 25,2%, os com maior participação relativa como compradores finais e os únicos com crescimento, desde 1995. No entanto há uma tendência de queda na participação dos investidores institucionais como compradores de títulos hipotecários. Os outros investidores compostos pelas agências governamentais e por outros investidores privados – tais como *dealers*, fundos mútuos, *asset managers* etc. – constituíram-se os maiores detentores a partir de meados dos anos 90. Segundo a tabela 3.6.1, esses investidores detinham 58,2% de toda a dívida hipotecária, em 1995, e passaram a deter 62,5%, em 2005. Mas o maior crescimento foi verificado entre os investidores privados, que evoluíram, nesse período, de 17% para 26%, enquanto as agências governamentais retraíram (de 41% para 36%).

Muito dessa mudança no comportamento dos detentores de dívida hipotecária deve-se à velocidade da evolução do mercado de hipotecas, que tem permitido a adoção de inovações por parte das diversas instituições participantes. Desse modo, os instrumentos disponíveis adaptaram-se rapidamente às modificações no ambiente econômico, satisfazendo as necessidades de todos os agentes envolvidos: investidores, tomadores de empréstimos e do setor de construção de habitações.

Conforme pode ser observado na tabela 3.6.2, as emissões de MBS, aumentaram sensivelmente a partir de 2001, com o volume total atingindo a marca recorde de US\$ 2.129,8 bilhões em 2003. Tal resultado deve-se às inúmeras transformações do mercado de hipotecas securitizadas devidas às inovações tecnológicas ocorridas a partir da década de 1990. Esse período deu início à Era da Tecnologia, cuja mais notável criação foi o sistema de subscrição automática (*automated underwriting systems* – AUS). As AUS são ferramentas de decisão automática que classificam e aprovam os empréstimos baseados nas características de risco do empréstimo e do tomador, com conexão automática entre as empresas que captam o negócio e emitem as MBS.

Tanto a Fannie Mae quanto a Freddie Mac implementaram esse sistema automático de subscrição e classificação das hipotecas. Com isso, passaram a apresentar recordes de emissão de MBS durante a década de 2000. A Fannie Mae chegou a responder por 56,2% do volume total de emissão em 2003, enquanto a Freddie Mac participou com 33,5%. Em 2005, as participações da Fannie Mae e Freddie Mac se situaram em torno de 49,8% e 41,2%, respectivamente. Por outro lado, a Ginnie Mae, que não aderiu às AUS, tem diminuído constantemente sua participação nas emissões de MBS, chegando a representar apenas 9% do total.

A popularização das securitizações de hipotecas associada à robustez da economia norte-americana permitiu taxas de juros de financiamentos imobiliários cada vez mais reduzidas. Os juros sobre as hipotecas prefixadas de 15 e 30 anos (as chamadas *jumbo loans*) para aquisição de imóveis novos vêm reduzindo-se de forma consistente desde o início dos anos 80, como pode ser observado na tabela 3.6.3. Durante a década de 2000, a tendência de queda manteve-se, com essas taxas atingindo seu nível mais baixo em 2003, com uma média de 5,97% a.a. Ao mesmo tempo, o prazo médio de vencimento dos contratos (*term to maturity*) tem se elevado, passando de uma média de 25 anos em meados dos anos 80, para quase 29 anos em 2005.

As atrativas taxas de juros praticadas a partir de 2001 resultaram em revitalização de refinanciamento e de origemção de novas hipotecas, como pode ser observado na tabela 3.6.3. Além disso, as famílias padrão (compostas por até quatro pessoas) são as maiores beneficiadas pela sensação de baixo custo das MBS: o saldo devedor delas representou, em 2005, 76,6% do total a receber das instituições, conforme a tabela 3.6.4.

Em suma, a partir da experiência americana, é possível estabelecer um entendimento de como os governos podem intervir em prol do desenvolvimento do setor imobiliário residen-

Tabela 3.6.1 Dívida Hipotecária total por tomador, 1995 – 2005*

Ano	Investidores institucionais				Outros detentores	
	Total	Instituições de poupança	Bancos comerciais	Companias de seguro de vida	Agências governamentais e Patrocinadas	Investidores privados
1995	41,8%	13,12%	23,96%	4,68%	41,29%	16,96%
1996	41,1%	13,04%	23,77%	4,32%	41,62%	17,25%
1997	40,6%	12,31%	24,26%	4,03%	41,13%	18,27%
1998	39,1%	11,48%	23,83%	3,81%	41,18%	19,71%
1999	38,5%	10,75%	24,06%	3,71%	42,05%	19,43%
2000	38,7%	10,69%	24,56%	3,49%	41,93%	19,33%
2001	37,6%	10,21%	24,12%	3,27%	43,19%	19,20%
2002	37,5%	9,47%	24,97%	3,03%	43,58%	18,94%
2003	36,7%	9,42%	24,43%	2,83%	43,60%	19,72%
2004	37,5%	10,10%	24,80%	2,61%	39,15%	23,33%
2005*	37,5%	9,92%	25,19%	2,44%	36,24%	26,22%

* dados disponíveis até o terceiro trimestre. Fonte: Federal Reserve System (FED).

Tabela 3.6.2 Emissões de MBS das agências governamentais dos EUA, 1980-2006* (em US\$ bilhões)

Ano	Ginnie Mae		Fannie Mae		Freddie Mac		Total
	Emissões	Participação	Emissões	Participação	Emissões	Participação	
1980	20,6	89,2%	–	–	2,5	10,8%	23,1
1981	14,3	77,3%	0,7	3,8%	3,5	18,9%	18,5
1982	16,0	29,5%	14,0	25,8%	24,2	44,6%	54,2
1983	50,7	59,4%	13,3	15,6%	21,4	25,1%	85,4
1984	28,1	45,2%	13,5	21,7%	20,5	33,0%	62,1
1985	46,0	41,4%	23,6	21,2%	41,5	37,4%	111,1
1986	101,4	38,4%	60,6	22,9%	102,4	38,7%	264,4
1987	94,9	40,7%	63,2	27,1%	75,0	32,2%	233,1
1988	55,2	36,8%	54,9	36,6%	39,8	26,6%	149,9
1989	57,1	28,5%	69,8	34,8%	73,5	36,7%	200,4
1990	64,4	27,4%	96,7	41,2%	73,8	31,4%	234,9
1991	62,6	23,4%	112,9	42,1%	92,5	34,5%	268,0
1992	81,9	18,0%	194,0	42,6%	179,2	39,4%	455,2
1993	138,0	24,3%	221,4	39,0%	208,7	36,7%	568,1
1994	111,2	31,0%	130,5	36,4%	117,1	32,6%	358,8
1995	72,9	27,1%	110,4	41,0%	85,9	31,9%	269,2
1996	100,9	27,2%	149,9	40,5%	119,7	32,3%	370,5
1997	104,3	28,3%	149,4	40,6%	114,3	31,1%	368,0
1998	150,2	20,7%	326,1	44,9%	250,6	34,5%	726,9
1999	151,5	22,1%	300,7	43,9%	233,0	34,0%	685,2
2000	103,3	21,4%	211,7	43,9%	166,9	34,6%	481,9
2001	174,6	16,0%	528,4	48,4%	389,6	35,7%	1.092,6
2002	174,0	12,0%	723,3	50,1%	547,1	37,9%	1.444,4
2003	217,9	10,2%	1.198,6	56,3%	713,3	33,5%	2.129,8
2004	125,0	12,3%	527,2	51,8%	365,2	35,9%	1.017,4
2005	86,9	9,0%	481,3	49,8%	397,9	41,2%	966,1
2006*	40,6	9,3%	223,2	50,9%	174,7	39,8%	438,5

* até 30 de junho de 2006. Fontes: GNMA, FNMA, FHLMC.

cial. É necessário o reconhecimento de três grupos distintos participantes desse mercado: (i) aqueles que necessitam do financiamento imobiliário para a aquisição dos imóveis – os adquirentes, (ii) aqueles que fornecem recursos para investimentos e financiamentos imobiliários e produtos correlatos – os investidores e (iii) aqueles que desenvolvem e produzem o bem imobiliário – os empreendedores. O governo americano, com a criação de agências governamentais ou entidades de economia mista, influenciou efetivamente o comportamento dos três grupos acima citados, por meio de mecanismos de incentivo.

Cada um desses organismos tem realizado uma ou mais das seguintes funções:

- (a) Promover seguros ou garantir os empréstimos hipotecários contra o risco de default. Dessa forma, certos setores da população menos favorecida começaram a ter acesso ao crédito imobiliário. As letras hipotecárias ficaram atraentes para os investidores.
- (b) Introduzir e promover diversos tipos de ativos lastreados em hipotecas, garantindo esses produtos contra risco de *default*, de forma a permitir que os mais diversos setores da economia, inclusive investidores institucionais, direcionassem recursos para mercado imobiliário.
- (c) Padronizar os termos contratuais e a documentação dos empréstimos hipotecários como resultado do processo de garantia e securitização das hipotecas.
- (d) Gerar liquidez para o mercado através da compra de empréstimos hipotecários.
- (e) Promover facilidades de crédito para alguns fornecedores de financiamentos imobiliários.
- (f) Subsidiar financiamentos a taxas de juros inferiores às de mercado para a construção de habitações para população de baixa renda.

Tabela 3.6.3 Termos dos contratos médios de hipotecas residenciais

Ano	Taxas Pré-Fixadas				Taxas Pós-Fixadas			
	Taxa Efetiva de Juros (% a.a.)	Prazo Médio de Vencimento	Valor das hipotecas (USD 1.000)	Preço de Aquisição (USD 1.000)	Taxa Efetiva de Juros (% a.a.)	Prazo Médio de Vencimento	Valor das hipotecas (USD 1.000)	Preço de Aquisição (USD 1.000)
1985	12,35	25,4	74,3	103,2	10,78	28,5	81,9	106,8
1986	10,49	26,4	85,0	118,0	9,35	28,0	94,4	124,5
1987	9,89	26,8	93,2	129,9	8,48	29,2	111,1	147,6
1988	10,40	26,1	97,2	140,7	8,45	29,2	119,3	156,4
1989	10,56	27,5	110,8	153,9	9,32	29,2	129,7	171,6
1990	10,43	26,4	104,0	144,3	9,19	29,3	133,8	176,2
1991	9,63	26,1	107,3	147,8	8,38	28,8	135,1	177,6
1992	8,53	25,1	115,8	154,6	6,85	27,7	128,9	174,5
1993	7,49	25,8	120,0	158,4	5,92	27,7	137,8	187,8
1994	8,08	26,4	118,2	155,1	6,63	29,0	149,2	193,4
1995	8,17	26,7	120,8	159,7	7,35	29,3	157,1	201,9
1996	8,02	26,4	129,0	170,3	7,17	29,2	168,5	217,9
1997	7,90	27,8	132,8	170,9	7,01	29,6	172,1	219,8
1998	7,20	28,2	142,8	184,0	6,46	29,8	192,7	249,6
1999	7,42	28,2	144,5	189,2	6,33	29,9	194,0	250,9
2000	8,17	28,6	152,3	204,6	6,54	30,0	215,0	280,7
2001	7,14	28,6	171,7	229,0	6,40	29,7	239,8	316,1
2002	6,73	28,6	183,0	243,8	5,61	29,8	237,1	311,1
2003	5,97	28,4	200,4	267,2	5,15	29,9	236,6	306,0
2004	6,04	28,0	199,1	279,6	5,41	30,0	239,6	312,6
2005	6,19	28,8	222,6	310,7	5,34	30,1	280,5	371,1

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

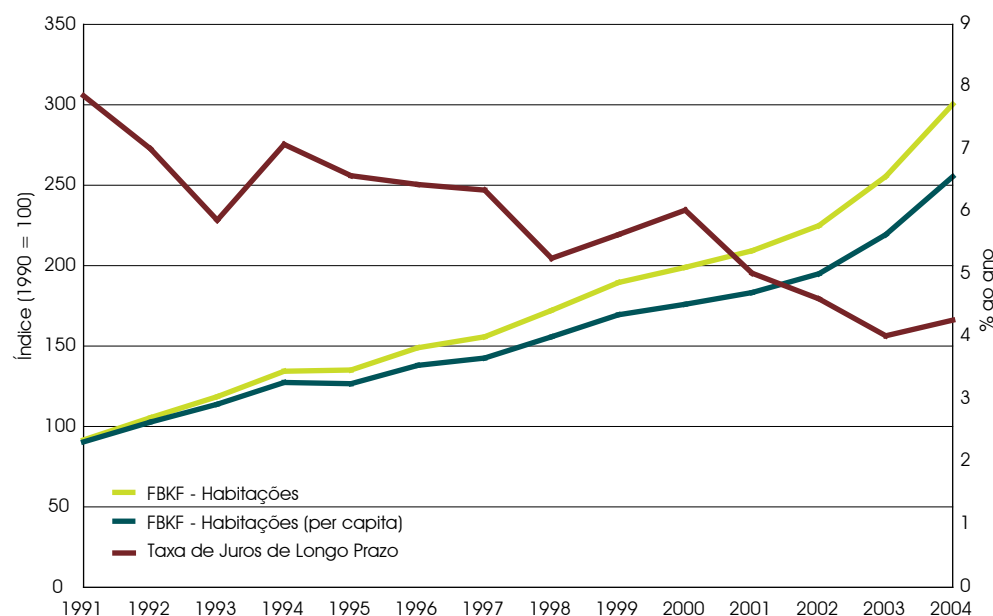
Tabela 3.6.4 MBSs – Saldo devedor dos tomadores e valores a receber dos investidores, em US\$ milhões – 2001 a 2006*

Ano	Saldo Devedor Total	Tipo de tomador			
		Família padrão (até 4 membros)	Famílias com mais de 4 membros	Comercial	Rural
2001	7.421	5.571	448	1.284	118
2002	8.245	6.245	487	1.388	126
2003	9.239	7.028	557	1.520	134
2004	10.488	8.032	612	1.702	142
2005	11.972	9.176	675	1.972	149
2006*	12.329	9.455	690	2.033	150

* até março de 2006.

Fonte: Federal Reserve Bulletin e The Bond Market Association.

Gráfico 3.6.5 EUA, evolução da formação bruta de capital habitacional (FBKF) e das taxas de juros de longo prazo



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

3.7 Lições da experiência internacional

As histórias do financiamento imobiliário pelo mundo afora trazem muitos elementos para reflexão. Antes de tudo, é fundamental ter em mente a extraordinária expansão que vive nas últimas décadas o crédito imobiliário nos países mais desenvolvidos. Desse exemplo de crescimento recente é possível depreender a importância da consolidação da estabilidade com a renda em elevação. Percebe-se também o papel de destaque desempenhado pelo quadro jurídico-institucional e pelas medidas de liberalização, condições necessárias para a redução dos riscos e a ampliação dos mercados financeiros.

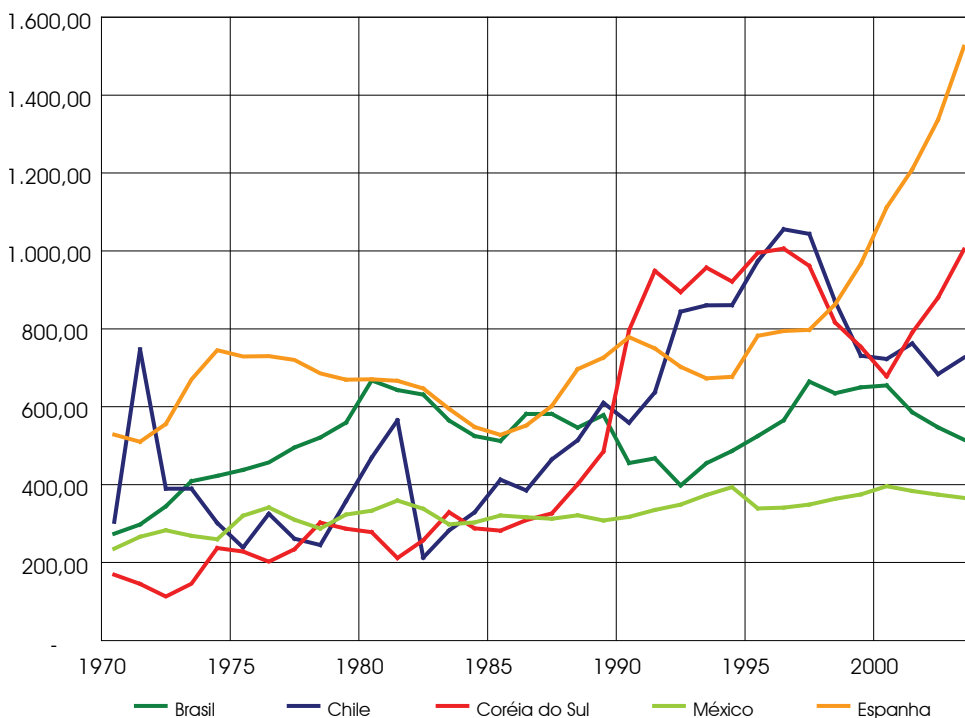
Embora não se deva, a priori, tomar o sistema norte-americano como o único modelo a ser seguido, por suas especificidades institucionais e mesmo pela cultura financeira do país, na qual operações de mercado de capitais ocupam um espaço prioritário, vale manter a referência das agências reguladoras e garantidoras dos mercados hipotecários, elementos centrais para a explicação daquele modelo.

Com o México temos muitas proximidades, tanto pela própria história econômica e social, como pela magnitude das carências habitacionais e pela configuração de instituições públicas. Mas o México vem traçando um rumo distinto desde o susto financeiro de 1994 e, ainda mais, pela intensificação de suas relações econômicas e políticas com os Estados Unidos. Apesar dessa diferenciação mais recente, merece atenção todo o esforço de coordenação institucional que, em conjunto com a liberalização financeira, tem dado origem a uma prosperidade sem precedentes ao setor habitacional por meio do crédito.

Do Chile, parece vir a mais rica fonte de inspiração. Graças a reformas financeiras e previdenciárias, o país foi capaz de estruturar um sistema de financiamento imobiliário completo, estabelecendo políticas específicas para as populações menos favorecidas e deixando ao mercado as operações para os grupos mais acima na pirâmide da renda nacional. O modelo chileno tem sido capaz de lograr importantes resultados na redução do déficit habitacional, ao mesmo tempo em que, pela competição e eficiência introduzidas nos mercados financeiros, trouxe especial dinamismo às operações de crédito. Vale a pena estudar essa experiência e buscar elementos passíveis de adaptação à realidade brasileira.

A despeito das especificidades de cada país, um fato há em comum nessas experiências de financiamento e política habitacional: elas sustentam investimentos em habitação bastante superiores aos do Brasil, contribuindo positivamente para a formação de capital dessas economias e, por conseguinte, para o seu crescimento econômico. As maravilhosas taxas de crescimento da Coréia e do Chile, exemplos de países com elevado ritmo de desenvolvimento econômico, são, em boa medida, sustentadas pelos investimentos imobiliários, os quais guardam relação direta com a oferta de crédito. Sem ele e sem os investimentos por ele sustentados, as taxas de crescimento dessas duas economias seriam seguramente menores.

Gráfico 3.7.1 Investimentos em capital habitacional por habitante – US\$ constantes de 1996, ajustados pela PPP – países selecionados



Fonte: OCDE e Penn World Tables.

4 Propostas para a Expansão do Crédito Imobiliário no Brasil

A evolução histórica do sistema de crédito imobiliário brasileiro e o estudo das diversas experiências internacionais permitem identificar alguns problemas originados por determinadas regras de funcionamento dos mercados, as quais, mesmo tendo sido criadas para atender necessidades legítimas das políticas habitacionais, podem levar a restrições à plena operação desses mercados. Por vezes, as regras podem, em lugar de proteger os grupos aos quais se destinam, transformar-se em obstáculos à expansão do crédito, por elevar seu custo e os riscos envolvidos nas operações. Isso poderia originar situações de racionamento de crédito, configuradas por uma oferta inferior à demanda.

Não perdendo de vista a importância de uma regulamentação especial das atividades de financiamento habitacional no bojo de políticas para a baixa renda, é fundamental refletir sobre um conjunto de condições que possam contribuir para dar mais dinamismo às atividades de crédito imobiliário, particularmente às operações de mercado. Muito já se caminhou, mas as necessidades habitacionais no Brasil e as potencialidades de crescimento do crédito imobiliário justificam o esforço de pensar em diretrizes gerais para seu aperfeiçoamento.

4.1 Premissas para uma reformulação do modelo de financiamento imobiliário

A elaboração de uma agenda de reformas, ou mesmo de um conjunto de propostas visando permitir que o crédito imobiliário reassuma o papel de alavanca do crescimento e da formação de capital no país, deve considerar a observância de uma série de condições de viabilidade, entre elas:

- Criação um “marco político” favorável a medidas de fortalecimento do sistema de crédito imobiliário. Isso significa criar um ambiente propício para a discussão das propostas e implantação de reformas entre o poder público, instituições financeiras, órgãos normativos etc.
- No âmbito do “marco político”, esforços de coordenação institucional entre os Poderes Executivo e Judiciário poderiam contribuir para ampliar a segurança jurídica dos contratos.
- Estabelecimento de uma política de habitação continuada para baixa renda.

- Do lado das operações de mercado, a ampliação da atratividade das operações vinculadas de crédito imobiliário a investidores nacionais e estrangeiros, como forma de estimular a captação de recursos pelo mercado.

Essas premissas serviriam como pano de fundo para o desenho das diretrizes gerais de um modelo de crédito imobiliário a ser construído em horizonte de tempo mais longo. Para as operações de mercado, dentre outros aspectos não menos significativos, o aperfeiçoamento de alguns dispositivos já existentes no sistema habitacional e a criação de outros presentes na maioria das bem-sucedidas experiências de outros países, adaptados às peculiaridades brasileiras, poderão assegurar a desejada e necessária expansão do crédito imobiliário. Com este propósito, destacam-se os seguintes aspectos pontuais que darão maior sustentabilidade ao sistema de financiamento imobiliário:

- Aperfeiçoamento do ambiente institucional, com destaque para o primado e respeito aos contratos e prevalência das regras de mercado.
- Fortalecimento do arcabouço regulatório.
- Gradativa redução das restrições à alocação de crédito (repressão financeira).
- Rápida desburocratização das operações de concessão de crédito.
- Redução de custos e impostos incidentes sobre as operações.

Para diminuir o elevado déficit habitacional do país, torna-se imperioso o estabelecimento de políticas específicas para atender as necessidades da população de baixa renda, com subsídios explícitos e dotações orçamentárias permanentes e em valores crescentes. Deve-se também estimular a aplicação de recursos privados na produção das habitações de interesse social e considerar o potencial aporte de poupança prévia nos contratos de financiamento para as famílias de renda inferior. Um aporte mínimo de recursos teria um importante efeito de mudança do padrão cultural que domina as políticas públicas, além de elevar o comprometimento da família com aquele contrato e com a conquista do imóvel próprio.

4.2 Avanços recentes e o quadro atual do crédito imobiliário

O estudo das experiências internacionais e a evolução recente do financiamento imobiliário no Brasil mostraram o elevado potencial de desenvolvimento representado pela expansão do crédito imobiliário. Estabelecidas as condições econômicas e institucionais para um crescimento saudável e sustentável das operações de crédito e dada a enorme demanda habitacional no país, o financiamento pode passar a ser uma alavanca para a formação de capital e um instrumento de melhoria consistente do quadro socioeconômico nacional.

Merece registro a contribuição do crédito e da ampliação do capital habitacional nos períodos de auge do SFH: entre 1965 e 1980, o expressivo crescimento do capital habitacional per capita coincidiu com elevada ampliação da renda per capita. Junto com a crise do sistema, iniciada na década de 1980, a economia brasileira perdeu dinamismo. Por isso, para voltar às taxas de investimento habitacional impulsionadas pela plena operação do SFH, será preciso voltar aos índices de financiamento realizados na fase áurea.

Todas as experiências internacionais estudadas mostraram a importância de um ambiente de estabilidade macroeconômica e de fortalecimento das estruturas institucionais para a expansão do crédito imobiliário. O financiamento imobiliário tem como uma de suas características intrínsecas o fato de ser uma atividade de longo prazo, impulsionada por duas variáveis principais: juros e renda. Dessa forma, um quadro econômico estável é condição necessária para as tomadas de decisões dos agentes participantes desse mercado, sejam tomadores de cré-

dito, sejam intermediários financeiros. A estabilidade tem reflexos diretos sobre o custo do crédito e sobre o grau de riscos envolvidos nas operações.

O Brasil tem convivido há décadas com taxas de juros bastante elevadas, considerando padrões internacionais e, particularmente, tendo em vista as vultosas necessidades de investimento de que o país necessita. O processo de construção de uma estabilidade monetária e macroeconômica sustentável teve início há 12 anos e parece dar sinais de consolidação no momento atual. Isso abre espaço para uma queda mais acentuada e duradoura das taxas de juros. Toda e qualquer política fiscal ou monetária que venha a reduzir o endividamento do setor público e, portanto, a pressão sobre as taxas de juros, deverá ter efeitos positivos sobre o crédito imobiliário. Junto com isso, a redução mais acentuada do custo do investimento poderá estimular um ciclo virtuoso sobre o crescimento econômico e sobre a renda.

Estabelecido um contexto macroeconômico saudável, é crucial a manutenção de um arcabouço jurídico institucional que garanta um ambiente seguro para a realização dos contratos. Avanços fundamentais foram feitos nos últimos anos no marco jurídico-institucional. Desde a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário, em 1997, até a instituição do Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social – SNHIS e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social – FNHIS, em 2005, um amplo leque de medidas foram adotadas no sentido de trazer maior especialização ao mercado de financiamento imobiliário e uma maior diversidade de instrumentos de crédito.

Ao lado da criação de novas modalidades de financiamento, foram instituídos elementos de crucial importância no sentido de ampliar as garantias e a segurança aos participantes do mercado. Entre estes elementos, destacam-se: o estabelecimento, em 2004, do Regime Especial de Tributação do Patrimônio de Afetação; da figura do incontroverso, que garante o pagamento de uma parte incontroversa em caso de questionamentos judiciais; do aperfeiçoamento do instrumento da alienação fiduciária, criada em 1997.

Dadas as melhores condições macroeconômicas e jurídico-institucionais, parece plausível esperar que, na coordenação das políticas que guardam alguma relação com o setor de financiamento imobiliário, o poder público não introduza rupturas nas regras dos contratos como as que já ocorreram no passado, alterando critérios de correção de prestações ou mesmo o modo de operação dos segmentos que compõem o mercado de crédito imobiliário.

De maneira geral, tendo em vista as experiências internacionais bem-sucedidas, parece que o melhor caminho seria o de diminuir progressivamente a intervenção estatal no mercado, de modo a que a participação direta do poder público ficasse limitada ao atendimento das camadas sociais de renda mais baixa, cujo acesso aos diferentes tipos de crédito é inviável e que, portanto, necessitam de subsídios e de programas específicos para moradia. Em termos ideais, uma menor intervenção sobre o *modus operandi* do mercado passaria por uma progressiva redução das obrigatoriedades de aplicação de recursos captados por instrumentos específicos e pela ampliação das formas de captação e incorporação de novos atores ao mercado.

O bom funcionamento do mercado de crédito imobiliário, além das condições discutidas acima, pressupõe também uma queda dos custos regulatórios e uma eliminação das falhas de mercado, pela ação pontual das políticas públicas.

Um elenco de propostas que sirva como suporte à criação das condições propícias para uma expansão acentuada do crédito imobiliário e, por conseguinte, como alavanca à formação de capital habitacional deve ser constituído por medidas nas áreas institucional, fiscal, de regulamentação e liberalização do sistema financeiro.

Todos os avanços e os instrumentos atualmente disponíveis têm sua importância e devem ser preservados em suas melhores características. Os pontos descritos abaixo são propostas para a construção de um modelo no qual as duas vertentes de financiamento imobiliário se-

riam contempladas: uma voltada para os grupos de renda inferior e outra mais vinculada às operações de mercado. A “filosofia” desse modelo é dar um elevado grau de flexibilidade às operações, eliminando travas e restrições ao crédito, sem desamparar os grupos que devem, necessariamente, ser atendidos por políticas sociais.

4.3 Necessidades de investimentos

O Brasil ainda convive com enormes carências no campo da habitação. Encarar o desafio de reduzir essas deficiências deve passar pelo estabelecimento de um plano de investimentos plurianual. A tabela 4.3.1 apresenta os valores de investimento em habitação necessários para recuperar a taxa de acumulação de capital habitacional e reduzir gradativamente o déficit habitacional brasileiro. Essa tabela está baseada nas metas estabelecidas no estudo elaborado pela FGV Projetos (2006b) A Construção do Desenvolvimento Sustentado, o qual buscou focar os investimentos de uma forma mais ampla, incluindo os setores de infra-estrutura. Aqui, os valores são apresentados a preços de 2005, para facilitar a análise de seus impactos macroeconômicos.

Projetando a demanda incremental por habitação das famílias brasileiras estima-se a necessidade de construção de 6,9 milhões de moradias. Para os grupos menos favorecidos - os 12% mais pobres da população brasileira -, estima-se uma necessidade de cerca de 1,6 milhão de novas casas entre 2007 e 2010, tendo em vista tanto a redução do déficit habitacional como a demanda adicional pela formação de novas famílias. Para os demais grupos sociais, estima-se a necessidade de 5,3 milhões de novas moradias entre 2007 e 2010.

Tabela 4.3.1 Necessidades de investimento em habitação, 2007-2010

Financiamentos/subsídios	Quantidade	Unidade	Investimento, R\$ bilhões de 2005	
			2007-2010	por ano
Habitação Social	-	-	43,166	10,791
Redução do déficit	912.843	unidades	24,190	6,048
Novas moradias	716.046	unidades	18,975	4,744
Habitação Mercado	5.251.005	unidades	417,455	104,364
Total			460,620	115,155

Fonte: FGV.

Para suprir o crescimento de novas moradias nos próximos quatro anos e extinguir o déficit habitacional num período de 16 anos, serão necessários investimentos de R\$ 115 bilhões por ano ao longo dos próximos quatro anos, o que totaliza investimento de R\$ 461 bilhões. Desse valor, a maior parcela, de R\$ 417 bilhões, ou R\$ 104,3 bilhões por ano, está centrada no segmento de mercado do financiamento imobiliário.

Essa quantia irá requerer uma ampliação expressiva do crédito concedido anualmente em todas as modalidades de financiamento. Considerando uma participação de 50% de financiamento no valor do investimento, estima-se a necessidade de ampliar o valor dos financiamentos para R\$ 52,2 bilhões por ano. Com essa expansão, a taxa de crescimento do estoque de capital habitacional brasileiro passaria de aproximadamente 4,2% ao ano (verificada entre os anos 1995 e 2003) para 4,9% ao ano.

Isso levaria a uma ampliação significativa da taxa de investimento no país, a qual passaria de 19,9% para 21,9% do PIB, com efeitos diretos sobre o crescimento econômico. Estima-se que essa expansão do investimento traria um adicional de 0,6 ponto percentual na taxa de crescimento da renda per capita ou, ainda, um crescimento econômico de 1,9% ao ano apenas em razão dessa política.

Ademais, ao serem atendidos os grupos populacionais nos segmentos de renda média-baixa pela ampliação das alternativas de financiamento via mercado, esses deixarão de demandar recursos originalmente destinados às camadas de renda inferior.

Sem dúvida, as metas de ampliação do financiamento e do investimento habitacionais trariam impactos expressivos sobre a dinâmica de desenvolvimento econômico, com efeitos que vão além do equacionamento dos problemas de moradia.

4.4 Propostas

4.4.1 Medidas voltadas à habitação social

As famílias de renda mais baixa precisam de subsídios para aproximar-se do sonho da casa própria. No entanto, à parte da concessão direta de recursos por parte do poder público nas três esferas de governo, certas parcelas do crédito para as famílias de baixa renda poderiam ser parcialmente atendidas em parte com recursos originados no SBPE, em condições especiais.

A formulação de uma política habitacional para os grupos sociais menos favorecidos no Brasil deve, antes de tudo, ter como horizonte o de formulação de um sistema de financiamento permanente, que garanta a continuidade das políticas específicas.

Adicionalmente a um programa de subsídios e à concessão de recursos com fundos públicos, é interessante que se lance a sugestão de que as famílias contempladas nos programas venham a participar dos custos, mesmo que de forma quase simbólica, com uma poupança prévia.

É inegável a importância de que os agentes do SBPE possam atuar na concessão de crédito às famílias nas faixas de renda em que se concentra o déficit habitacional. Essas instituições financeiras poderiam participar da composição de um *mix* de recursos para o financiamento, seja das atividades de construção, seja ao mutuário final, que receberia complementarmente recursos do FGTS e/ou do FNHIS.

4.4.2 Medidas fiscais

Um conjunto de iniciativas de desoneração tributária pode atuar como um estímulo adicional à constituição de capital habitacional no país. O estímulo fiscal pode ser indireto, incidindo sobre o setor da construção civil e barateando o custo das obras, ou direto, atuando sobre os custos do crédito imobiliário.

Como mostraram algumas das experiências internacionais analisadas neste estudo, existe uma série de estímulos fiscais passíveis de aplicação nas atividades de financiamento imobiliário. Quando se pensa em redução tributária sobre operações financeiras, os instrumentos mais prováveis são aqueles impostos incidentes diretamente sobre operações, como a CPMF, o IOF, o PIS-Cofins e, de forma menos direta, o Imposto de Renda.

As possíveis medidas de desoneração poderiam vir a incidir sobre os valores das prestações de uma operação de financiamento ou sobre seu custo financeiro. Além disso, os impostos sobre a propriedade, incidentes sobre os bens imóveis durante o período do financiamento, também representam um peso sobre as operações de crédito.

De uma forma geral, várias medidas de redução direta de impostos sobre as atividades de crédito imobiliário podem ser adotadas tendo como objetivo final uma retomada da formação de capital habitacional em níveis elevados, como os já obtidos no passado. Entre as possíveis frentes de desoneração tributária, destacam-se:

- Redução do custo de transação nas operações de crédito, pela redução do IOF, CPMF e PIS-Cofins.
- Redução dos impostos sobre a transmissão de bens inter vivos para a população de baixa renda.

- Dedução na declaração do Imposto de Renda de pessoas físicas de uma parcela dos valores referentes a pagamentos de prestação habitacional, estabelecidos tetos para a dedução.

Para além das iniciativas de redução de impostos sobre o financiamento propriamente, medidas de desoneração de itens componentes da cesta de materiais de construção podem ter efeitos bastante benéficos não apenas para o setor da construção, como também sobre o crescimento econômico, a renda das famílias e o déficit habitacional. Estudo realizado pela FGV Projetos em 2006 sobre os impactos da desoneração de IPI e unificação nacional das alíquotas de ICMS sobre alguns materiais de construção no país mostrou os ganhos que se podem obter a partir desse tipo de medida. Este tipo de iniciativa fiscal traz vários benefícios para a economia como um todo e, embora não atinja diretamente as operações de crédito, tem efeitos, como a elevação da renda e a redução do custo da moradia.

Medidas de desoneração fiscal podem, adicionalmente, ter impactos sobre a decisão de aquisição de imóveis por indivíduos como uma alternativa de investimento, ampliando a oferta de imóveis para aluguel e expandindo o capital habitacional. Adicionalmente, como forma de induzir os detentores de imóveis desocupados a colocá-los no mercado de locação, sugere-se equiparar a tributação sobre a renda de alugueis à das aplicações financeiras.

4.4.3 Medidas referentes ao mercado de crédito imobiliário

Um dos maiores desafios que deve enfrentar o sistema de financiamento imobiliário é o de ampliar as formas de captação de recursos. Com a redução mais generalizada das taxas de juros praticadas no país, novos agentes podem passar a integrar esse mercado. Na medida em que se consiga ampliar a captação, pela entrada de mais participantes (seguradoras, fundos de pensão), pode ser realizada uma desregulamentação gradativa do mercado, por meio da canalização dos recursos adicionais para os diferentes segmentos e faixas de renda, flexibilizando as regras de direcionamento de crédito.

Os princípios de alocação do crédito entre as camadas socioeconômicas levam em conta as características do panorama habitacional brasileiro. Assim, dadas as disparidades na distribuição da riqueza nacional e a permanência de uma parcela importante da população em estratos de renda bastante reduzida, os mais pobres devem necessariamente ser atendidos por subsídios.

À medida que se sobe na pirâmide de renda, distintas modalidades de crédito aparecem como mais adequadas, até se chegar ao topo, que pode ser atendido exclusivamente pelo mercado. O mercado de crédito imobiliário já tem hoje uma organização estratificada para atender aos diferentes grupos de renda. Mas essa alocação de fundos de fontes diferenciadas para os distintos grupos de renda não deve ser vista como um modelo estático, de forma que uma certa especialização já existente acabe por introduzir uma rigidez no funcionamento do mercado de crédito, certamente prejudicial a sua expansão. Nada impede, a priori, que os segmentos de mercado venham a atender as camadas de baixa renda. Os fatores jurídico-institucionais que hoje desestimulam investidores a atuar em operações imobiliárias deverão ser amenizados e desaparecer de forma gradual.

Como objetivos maiores, deve-se procurar reduzir o custo da intermediação financeira e também minimizar as imperfeições nos mercados. De forma ampla, seria desejável a adoção de medidas no sentido de flexibilizar regras que hoje são responsáveis pela restrição de crédito, tendo em vista a própria experiência internacional, em que a recuperação ou ampliação do crédito deu-se num ambiente de maior liberdade de mercado. Esse processo passa por:

- Reduzir o grau de rigidez sobre os juros a fim de trazer maior agilidade ao mercado e contribuir para queda das taxas.
- Aumentar o grau de certeza das transações de crédito, garantindo a segurança jurídica dos contratos nos aspectos referentes a taxas de juros e planos de financiamento.
- Dar maior flexibilidade para captação de recursos para o sistema, com a inclusão de outros instrumentos além da poupança.
- Desburocratizar a originação dos contratos, de forma a agilizar as operações e reduzir custos iniciais, tanto para os tomadores de crédito como para os financiadores.
- Iniciar um amplo debate sobre a elaboração de um modelo de transição que venha a eliminar as restrições sobre o livre funcionamento do mercado, sem, no entanto, deixar desatendidos os diversos segmentos que o compõem. Esse debate deve contemplar medidas que encaminhem o atual sistema na direção de um modelo de financiamento habitacional que funcione de forma mais integrada com o sistema financeiro como um todo, com menores restrições quanto à alocação de crédito. Para tanto, cabe:
 - Refletir sobre formas alternativas para o cumprimento das exigibilidades de aplicação durante a vigência de um modelo de transição.
 - Rediscutir as atividades de securitização de títulos imobiliários e os critérios de cumprimento de exigibilidades de aplicação dos recursos das cadernetas de poupança.

Além das iniciativas para a desregulamentação e flexibilização do mercado, é importante ampliar as modalidades de financiamento direto à produção e incorporação imobiliária.

4.4.4 Medidas de estímulo às operações nos mercados hipotecários – securitização

Os mercados hipotecários apresentam notável potencial de desenvolvimento e podem ser o canal para a atração de capitais de diferentes origens, além de investidores que tradicionalmente não atuavam em operações imobiliárias. A criação do SFI, em 1997, foi um marco institucional. Os instrumentos disponíveis no sistema, no entanto, ainda devem ser testados por uma marcada intensificação das operações. Permanece a necessidade de estabelecer regras claras de ingresso ao mercado, pela definição dos tipos de instituições que atuarão, seu capital, as condições de operação, entre outros aspectos. Longe de constituir-se em perda de flexibilidades, essa regulamentação teria como objetivo maior minimizar os riscos e evitar processos de especulação excessiva.

Ao mesmo tempo, a ampliação das atividades pode acontecer pelo aumento das operações até mesmo com créditos emitidos originalmente no âmbito do SFH.

Além disso, entre as distintas medidas de incentivo à expansão das operações com títulos hipotecários, pode ser interessante a ampliação desse mercado pela incorporação de novos participantes, como fundos de pensão, seguradoras e companhias hipotecárias.

Junto com o fortalecimento da alienação fiduciária como ferramenta central para a expansão do mercado, é fundamental o fortalecimento da hipoteca como um caminho decisivo para a dinamização dos mercados secundários, a exemplo do que se conhece da experiência internacional.

Do ponto de vista institucional, maior segurança poderia resultar da criação de um fundo garantidor, com recursos de distintas origens. A ampliação da segurança seria fator adicional para atração de investidores externos e fundos de pensão.

4.5 Um modelo a ser construído

Mais do que propor uma reformulação profunda ou um rearranjo do sistema de financiamento imobiliário no país, este estudo teve como objetivo maior lançar as bases para uma reflexão sobre a importância de ampliar o crédito imobiliário como elemento central da formação de capital habitacional e, dessa forma, caminhar para padrões superiores de desenvolvimento socioeconômico.

O trabalho não propõe uma fórmula fechada, mas aponta para a necessidade de constituição de um modelo de financiamento fundamentado sobre dois pilares: o atendimento das carências habitacionais da população menos favorecida e a expansão das atividades de mercado, ampliando as fontes e modalidades de crédito de longo prazo.

Esse modelo é uma meta a ser atingida, sendo de fundamental importância a criação de regras de transição a serem amplamente discutidas e negociadas entre o poder público, os participantes do mercado e os grupos sociais diretamente envolvidos no processo.

5 Bibliografia

- ABECIP (1994a). O sistema financeiro da habitação em seus 30 anos de existência – realizações, entraves e novas proposições. Brasília: Abecip.
- ABECIP (1994b). A securitização da dívida do FCVS. Brasília: Abecip.
- ABECIP (sd). SFI – como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário. Brasília: Abecip.
- ABECIP (2006) A evolução do crédito imobiliário no Brasil e medidas para viabilizar sua expansão. Mimeo, agosto 2006, Abecip.
- ARRAU (2001). El Mercado de capitales chileno: un necesario big-bang para el crecimiento. Em BEYER e VERGARA (2001).
- ARRIETA, G. M. G., (2002). El crédito hipotecário y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos em América Latina. Serie Financiamiento del desarrollo. CEPAL, Santiago de Chile.
- BIS – Bank for International Settlements (2006) Housing finance in the global financial market, CGFS Papers N° 26, 2006.
- BROLLO, F. (2004) Crédito imobiliário e déficit de moradias: uma investigação dos fatores econômicos e institucionais do desenvolvimento habitacional no Chile e no Brasil. São Paulo, Dissertação de mestrado, FGV-EA-ESP.
- CASTELO, A. M. (1997). Sistema financeiro da habitação. Pesquisa e Debate vol. 8 (10), 169-192.
- COLTON, K.W. (2002). Housing Finance in the United States: The Transformation of the U.S., Housing Finance System. Working Paper, nº 02-5, jul. 2002, Joint Center for Housing Studies – Harvard University.
- FARO, C. (1992). Vinte anos de BNH – a evolução dos planos básicos de financiamento para a aquisição da casa própria no bnh: 1964-84. Niterói: EDUFF e Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas.

- FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO (2001). Déficit habitacional no Brasil 2000. belo horizonte: Fundação João Pinheiro. 203p.
- FGV Projetos (2006a) A tributação na indústria brasileira de materiais de construção.
- FGV Projetos (2006b) A construção do desenvolvimento sustentado. A importância da construção na vida econômica e social do país.
- GARCIA, F. & CASTELO, A. M. (1997). O Sistema Financeiro da Habitação: Problemas Estruturais e Diretrizes para uma Reforma. São Paulo: Sinduscon – SP.
- GARCIA, F. e REBELO, A.M. (2002). Déficit Habitacional e Desigualdade da Renda Familiar no Brasil. Revista de Economia aplicada, Vol 6, n.3. São Paulo.
- GARCIA, F., SOUZA, R. C. e CASTELO, A. M. (2001). Desenvolvimento Habitacional na América Latina. Em DOWBOR, L. e KILSZTAJN, S. (2001). Ed. Senac, São Paulo.
- GONÇALVES, R. (1997a): O déficit habitacional no Brasil: uma estimativa a partir dos dados da PNAD-1995. Nova economia, vol.7 n.1. Belo Horizonte.
- GONÇALVES, R. (1997b): Um mapeamento do déficit habitacional brasileiro, 1981-95. Estudos Econômicos da Construção, vol.2 n.3., São Paulo.
- HELD, G. (2000). Políticas de Viviendas de Interes Social orientadas al mercado: experiências recientes com subsídios a la demanda em Chile, Costa Rica y Colombia. Serie Financiamiento del desarrollo. CEPAL, Santiago de Chile.
- HUD (2006). Evolution of U.S. Housing Finance System: A Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets. U.S. Department of Housing and Urban Development – Office of Policy Development and Research, apr. 2006.
- IBMEC, (1996). O Financiamento Habitacional Brasileiro. Relatório de Pesquisa. Mimeo.
- MORAIS P. M. ET AL (2003): Residential segregation and social exclusion in Brazilian housing markets. Texto para discussão, n.951. IPEA. Rio de Janeiro.
- MORANDÉ, E.V. (1995). El mercado inmobiliario habitacional. Em CIEDES (1995). Santiago de Chile.
- MORANDÉ, F. E GARCIA, R. (2003). Financiamiento da vivienda en Chile. Estudio para discusión. Cámara Chilena da Construcción. Santiago de Chile.
- MORANDI, L. (2003). Estimativa do estoque de capital Fixo Brasil – 1950/2000. Rio de Janeiro: IPEA / Dimac. (Texto para discussão).
- NADLER, M. (2006) Evaluating private housing finance systems. Conference “Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation. Ljubljana, Slovenia, July 2006.
- NEGRÃO, F. E GARCIA, F. (2001). Indicadores do desenvolvimento habitacional. Estudos Econômicos da Construção, vol.5 n.1., São Paulo.
- NÉRI & CARVALHO, (1998). Demanda por moradia, financiamento habitacional e comportamento financeiro das famílias. Estudos Econômicos da Construção, vol.3 n.2., São Paulo.
- OXLEY, M. (2006) Housing economics and housing policy: An European perspective. ENHR Conference “Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation. Ljubljana, Slovenia, July 2006.
- PÉREZ-ÍÑIGO G., (1999) El factor institucional en los resultados y desafíos de la política de vivienda de interés social en Chile. Serie Financiamiento del desarrollo. CEPAL, Santiago de Chile.
- PRIEMUS, H. (2004) The future of social housing: from social housing estates to social housing systems. Research Bulletin #22, Center for Urban and Community Studies, University of Toronto.
- PRIEMUS, H. (2006) European policy and national housing systems. ENHR Conference “Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation. Ljubljana, Slovenia, July 2006.
- WOLSWIJK, G. (2005) On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU. European Central bank, Working Papers Series Nº 526

