

ESTUDOS FUNENSEG

Seguros e Financiamento Habitacional – Propostas de Mudanças

Lauro Vieira de Faria *

2009



ESCOLA NACIONAL de SEGUROS
FUNENSEG

* Economista e consultor. laurovf@oi.com.br

Agradeço a René de Oliveira Garcia Jr., a Claudio Contador e a José Americo Peón de Sá pelo encorajamento e ajuda. Minha gratidão também a Robert Bittar e a Renato Campos Martins Filho, presidente e diretor-executivo da Escola Nacional de Seguros – Funenseg pelo apoio à pesquisa. Sem eles esse trabalho não teria sido possível. Obviamente, os eventuais equívocos são de responsabilidade única do autor.

Presidente

Robert Bittar

Vice-Presidente

Mauro César Batista

Diretor Executivo

Renato Campos Martins Filho

Diretor de Ensino e Produtos

Nelson Victor Le Cocq d'Oliveira

Diretor de Pesquisa e Desenvolvimento

Claudio Contador

Diretor Regional de São Paulo

João Leopoldo Bracco de Lima

Superintendente Administrativo-Financeira

Paola Young Casado Barros de Souza

Superintendente Comercial

Henrique Berardinelli

Conselho de Administração

Robert Bittar

Paulo Roberto Sousa Thomaz

Miguel Junqueira Pereira

Mauro César Batista

Armando Vergílio dos Santos Júnior

Alexandre Penner

Vandro Ferraz da Cruz

Tania Ramos de Moraes

Conselho Fiscal

Lúcio Antônio Marques

Maria Elena Bidino

Carlos Alberto de Paula

Waldemir Bargieri

Severino José de Lima Filho

João Ricardo Pereira

Unidades Funenseg

Rio de Janeiro • RJ (Matriz)

Rua Senador Dantas, 74 - térreo,

2ª sobreloja., 3º e 4º and. - Centro

Tel.: 21 3380-1000

faleconosco@funenseg.org.br

Rio de Janeiro • RJ

Av. Franklin Roosevelt, 39 - sobreloja -

Castelo

Tel.: 21 3132-1111

Blumenau • SC

Tel.: 47 3326-7105

nucleosc@funenseg.org.br

Brasília • DF

Tel.: 61 3323-7032

nucleodf@funenseg.org.br

Campinas • SP

Tel.: 19 3212-0608

apoiocampinas@funenseg.org.br

Curitiba • PR

Tel.: 41 3264-9614

nucleopr@funenseg.org.br

Goiânia • GO

Tel.: 62 3945-1210

apoiogoias@funenseg.org.br

Porto Alegre • RS

Tel.: 51 3224-1965

nucleors@funenseg.org.br

Recife • PE

Tel.: 81 3423-1134

nucleope@funenseg.org.br

Ribeirão Preto • SP

Tel.: 16 3620-2200

apoiorbpreto@funenseg.org.br

Salvador • BA

Tel.: 71 3341-2688

nucleoba@funenseg.org.br

Santos • SP

Tel.: 13 3289-9852

apoiosantos@funenseg.org.br

São Paulo • SP

Tel.: 11 3105-3140

nucleosp@funenseg.org.br

Central de Atendimento: **0800 253322**

www.funenseg.org.br

ESTUDOS FUNENSEG

Série destinada à publicação de trabalhos e pesquisas de profissionais das áreas de seguro, resseguro, previdência e capitalização. É comercializada com exclusividade em seminários, palestras, fóruns e workshops realizados pela Escola Nacional de Seguros – Funenseg e por instituições do Mercado de Seguros. Os textos podem ser impressos (em formato pdf) no site da Funenseg (www.funenseg.org.br), link “publicações/livros técnicos”.

Caso haja interesse em adquirir os números da série no formato original, entrar em contato com o setor de Vendas da Funenseg ou com a Secretaria da Escola: Rua Senador Dantas, 74/Térreo – Centro – Rio de Janeiro – RJ (Tel.: (21) 3380-1556 – e-mail: vendas@funenseg.org.br).

Para publicação na série, os textos devem ser encaminhados, para avaliação, para o Diretor de Pesquisa e Desenvolvimento da Funenseg, Claudio R. Contador. Enviar duas cópias: uma por e-mail para claudiocontador@funenseg.org.br, mencionando no assunto “Estudos Funenseg – Trabalho para Avaliação”; e outra impressa para a Diretoria de Pesquisa e Desenvolvimento da Funenseg (Rua Senador Dantas, 74/3o andar – Centro – Rio de Janeiro – RJ – CEP 20031-205), identificando no envelope “Estudos Funenseg”. Incluir nas duas cópias um resumo em português e em inglês do trabalho. As referências bibliográficas devem ser incluídas no final do texto. Enviar também um breve currículo profissional, e-mail e telefone para contato.

Coordenação

Claudio R. Contador

claudiocontador@funenseg.org.br

Editor

Antonio Carlos Teixeira

antonio@funenseg.org.br

Conselho Editorial

Claudio Contador

Francisco Galiza

Joel Gomes

José Americo Peón de Sá

Lauro Vieira de Faria

Lúcio Antônio Marques

Moacyr Lamha Filho

Nelson Victor Le Cocq d'Oliveira

Paulo Marraccini

Ricardo Bechara Santos

Roberto L. M. Castro

Sergio Viola

Capa

Ronny Martins

ronny@funenseg.org.br

Diagramação

Info Action Editoração Eletrônica

Revisão

Thais Chaves Ferraz

Tiragem: 100 exemplares

Uma publicação da Diretoria de Pesquisa e Desenvolvimento Núcleo de Publicações publicacao@funenseg.org.br

O trabalho publicado nesta edição é de responsabilidade do autor e não reflete, necessariamente, a opinião da Funenseg.

Permitida a citação, total ou parcial, do texto publicado nesta edição, desde que identificada a fonte.

Virginia Thomé – CRB-7/3242

Responsável pela elaboração da ficha catalográfica

F235s Faria, Lauro Vieira de
Seguros e financiamento habitacional: propostas de mudanças /
Lauro Vieira de Faria. – Rio de Janeiro: Funenseg, 2009.
56 p.; 28 cm (Estudos Funenseg, n. 21).

1. Seguro – Habitação – Estudos e pesquisas. 2. Sistema
Financeiro da Habitação – Estudos e pesquisas. I. Título. II. Série.

09-0801 368:365.262.1 CDU 2.ed 2007

Sumário

Resumo	5
Summary	7
Introdução	9
Seguros Imobiliários	10
O SFH e o SFI	15
Resultados	19
Relações entre Mercado de Financiamento Habitacional e Mercado de Seguros	24
Modelos de Financiamento Imobiliário e Seguros Respectiveos	30
A Experiência dos Estados Unidos e Inglaterra	35
Síntese da Experiência Internacional	41
Propostas de Aperfeiçoamento do Mercado de Empréstimos Habitacionais e do Mercado de Seguros Habitacionais	43
Conclusões	52
Referências Bibliográficas	53

O Brasil tem um mercado de seguros imobiliários com grau adequado de desenvolvimento no que concerne a riscos de morte e invalidez dos mutuários, danos físicos aos imóveis (DIF e compreensivos residenciais ou condominiais), conclusão de obra, riscos de engenharia e seguros fiança locatícia e fidelidade. Entretanto, tomando-se os mercados dos países desenvolvidos e mesmo de certos países emergentes como paradigma, algumas modalidades de seguros imobiliários estão efetivamente ausentes, particularmente, os seguros contra inadimplência (default) dos mutuários e de proteção de pagamento da dívida em caso de doença, acidente ou desemprego. Esses são importantes tendo em vista a decisão das autoridades de desenvolverem o modelo de financiamento baseado em mercado secundário de hipotecas (chamado aqui de SFI) com objetivo de constituir opção e, gradualmente, superação do SFH. Como mostramos no relatório, nos Estados Unidos e alhures, tal modelo não dispensou oferta elevada, estatal e/ou privada, de seguro de crédito do mutuário (adquirentes ou construtores) e de seguros de proteção de pagamento¹.

Relativamente ao sistema brasileiro de financiamento imobiliário, constatamos que a situação atual necessita de aperfeiçoamentos em diversos pontos, notadamente; a) no redirecionamento dos subsídios de crédito no âmbito do SFH para as classes menos favorecidas que, proporcionalmente, devem ser as maiores beneficiárias; b) no remodelamento dos programas de habitação popular, financiados pelos Tesouros públicos e pelo FGTS, na linha de maior apoio direto aos necessitados e menor utilização de subsídios de taxas de juros; c) na substituição da TR pelo IPCA como indexador da caderneta de poupança e dos empréstimos do SFH; d) na necessidade de criação de uma seguradora de crédito, preferencialmente como uma sociedade de economia mista, para desenvolver no país os seguros de proteção de pagamento e de crédito hipotecário, esse a ser necessariamente contratado nos empréstimos do SFH com razão dívida/valor do imóvel de mais de 70%; e) na reforma das obrigatoriedades de contratação de seguros nos empréstimos do SFH; f) na manutenção dessa obrigatoriedade no caso do seguro DIF; e g) na obrigatoriedade de o devedor optar entre o seguro MIP ou o prestamista, esse a ser ofertado pela SM, nos empréstimos do SFH.

¹ Os dados apresentados no trabalho se baseiam em informações disponíveis até fins de 2006. Para atualização, principalmente no que se refere ao quadro internacional, veja Faria (2008).

Summary

Brazil has a mortgage insurance market with an adequate level of development as far as the lenders' risks of death and disability, physical damages to properties (DIF and homeowners or condominium multiple peril), construction work conclusion, engineering risks and rental surety and fidelity insurances are concerned. However, when taking as a paradigm the market in developed countries, and even that in some emerging countries, some insurance modalities of mortgage are definitely absent, particularly insurances against lenders' default and payment protection insurance. These coverages are important taking into account the decision of the authorities in developing the financial model based on mortgage secondary market (here known as SFI) with the objective to provide an alternative option and, gradually, take over the SFH. As showed in the report, in the United States and elsewhere, such a model did not renounce high offers, either state or private ones, of lenders' credit insurance (buyers or constructors) and payment protection insurance¹.

In relation to the Brazilian mortgage financing system, we have observed that the current situation needs improvement in many aspects, specifically: a) in the redirection of the credit subventions in the SFH scope to the groups with lowest income which, proportionally, should be the greatest beneficiaries; b) in the remodeling of the popular housing system programs, financed by Public Treasures and by the FGTS, following the trend of more direct support for the needy, and less use of interest rates subvention; c) in the substitution of the TR (Referential Interest Rate) for the IPCA (Extended Consumer Price Index) as the index for savings accounts and SFH loans; d) in the necessity to create a credit insurance company, preferably as an entity of mixed capital to develop credit default insurance and payment protection insurance throughout the country, the latter to be necessarily purchased in the SFH loans with the rate between debt / property value of more than 70%; e) in the reform of mandatory purchase of MIP and DFI insurance in the SFH loans; f) in the maintenance of this obligation in the case of the DIF insurance; and g) in the obligation for the debtor to opt between the MIP insurance and credit life insurance, the latter to be offered by the SM, in the SFH case.

¹ The data presented in this paper is based on the information available up to the end of 2006. For more up to date information, mainly in relation to what concerns the international scenario, please see Faria (2008).

Introdução

Depois do grande impulso das décadas de 60 e 70 e da crise das de 80 e 90, o mercado imobiliário retomou recentemente uma trajetória do crescimento. Entretanto, cabe reconhecer que ainda falta muito para que tal desenvolvimento solucione as graves pendências que existem nesse campo no Brasil. Dentre essas, destaca-se a falta de moradias em condições adequadas (o 'déficit habitacional') que, segundo o SINDUSCON, entre 1993 e 2004, aumentou de 6,2 milhões para 7,9 milhões¹. Dentre os fatores facilitadores do desenvolvimento desse setor estão os seguros imobiliários².

Transações imobiliárias envolvem, em geral, valores elevados vis-à-vis a renda dos envolvidos. Por conseguinte, parte substancial dessas transações necessita de financiamentos de longo prazo. Essas operações trazem riscos importantes para os participantes. O financiador pode não ter de volta o capital se o devedor se tornar inadimplente. Se captar no curto prazo e emprestar no longo prazo estará, também, exposto ao risco de descasamento³ entre ativos e passivos. Nos casos de morte ou invalidez, os mutuários podem ser incapazes de legar aos beneficiários investimentos que consumiram parte substancial de seus recursos. Ambos – financiadores e devedores – podem sofrer perdas derivadas de defeitos nos títulos de propriedade. Ademais, os imóveis e seus conteúdos podem ser negativamente afetados por catástrofes naturais, incêndio, roubo etc.

O gerenciamento desses riscos é, tipicamente, efetuado pelo mercado de seguros imobiliários. Na ausência desses seguros, o mercado tem seu desenvolvimento retardado, pois fica dependente do auto-seguro que, como se sabe, exige maior comprometimento de capital do que o seguro institucionalizado, realizado via agregação de riscos numa carteira. O risco não segurado funciona, assim, como um imposto que inibe as transações. Inversamente, para que o mercado de seguros imobiliários floresça, é necessário um desenvolvimento mínimo do mercado que lhe é subjacente. Assim, existe causalidade recíproca entre o desenvolvimento do mercado imobiliário e o desenvolvimento do mercado de seguros imobiliários.

Os benefícios do mercado de financiamento imobiliário para o resto da economia ultrapassam a questão meramente habitacional. Há um benefício macroeconômico, pois o desenvolvimento do mercado imobiliário tem impacto positivo sobre a construção civil e essa tem potente efeito multiplicador sobre o resto da economia. Segundo, a construção civil insere ou reintegra ao mercado consumidor uma camada da população de baixa renda que, desempregada ou subempregada, teria grande chance de ficar alijada do consumo e à margem da sociedade. Terceiro, o acesso das classes média e baixa à casa própria, ao multiplicar o número de detentores de propriedades, aumenta o bem-estar social e sedimenta a lealdade das mesmas às instituições vigentes. Quarto, a compra de seguros é um ato de poupança: o segurado deixa de consumir no presente para se precaver de perdas de renda no futuro.

¹ Vide Sinduscon (2006). A carência maior foi detectada nos dois principais estados do país, São Paulo e Rio de Janeiro, seguidos por Maranhão, Minas Gerais, Bahia e Pará.

² O mercado imobiliário envolve, além do mercado habitacional, o mercado de imóveis comerciais e de terras. Isto posto, o mercado de seguros habitacionais é um subconjunto do mercado de seguros imobiliários.

³ Nesse caso, numa conjuntura de alta das taxas de juros, o ativo se desvaloriza mais que o passivo de sorte que, no limite, o capital da instituição pode ser totalmente zerado.

As seguradoras, ao aplicarem as reservas nos mercados financeiros, de capitais e de imóveis, viabilizam investimentos geradores de renda no próprio setor imobiliário e em vários outros setores. Portanto, justifica-se o fomento desse ramo do mercado de seguros.

Seguros Imobiliários

Existem diversas apólices relacionadas ao mercado imobiliário. A lista abaixo, referente aos mercados dos Estados Unidos e Inglaterra, é ilustrativa das modalidades possíveis:

- a) **Seguro de vida e invalidez:** quita o total ou parte da dívida do mutuário caso ele morra ou tenha sua capacidade de geração de renda permanentemente afetada por doença durante o período de pagamento do empréstimo. No Brasil, esse seguro leva a sigla MIP (morte e invalidez permanente).
- b) **Seguro de danos físicos ao imóvel:** é acionado caso haja prejuízos ao imóvel decorrente de riscos associados às características físicas da moradia. Pode assumir três tipos de cobertura: i) básica compreendendo fogo, raio e explosão; ii) ampla, compreendendo a anterior mais vandalismo, roubo, ruptura dos serviços de aquecimento, estragos por neve etc.; e iii) especial, compreendendo todos os perigos exceto uns poucos excluídos como atos imprevidentes do segurado, falhas de construção original etc. Leva a sigla DIF (danos físicos ao imóvel).
- c) **Seguro de crédito (contra inadimplência):** garante o ressarcimento das perdas do financiador caso o devedor cesse de servir a dívida e o valor de revenda do imóvel retornado (gravado com hipoteca ou alienação fiduciária) seja inferior ao saldo devedor acrescido dos juros não pagos, despesas legais, despesas de reparação do imóvel, corretagem etc. Verificado o default, a seguradora paga a dívida e busca se ressarcir junto ao mutuário.
- d) **Seguro de proteção de pagamento:** visa garantir o pagamento de juros e amortizações de dívida hipotecária do segurado (devedor) caso este venha sofrer um dos eventos previstos no contrato como perda de renda devida a desemprego, morte e invalidez.
- e) **Seguro de término de obra:** similar ao anterior, protege o financiador caso o construtor seja incapaz de completar o projeto no prazo acordado, sendo assim obrigado a cessar o serviço da dívida.
- f) **Seguro de título de propriedade:** caso a liquidez ou o valor da propriedade estejam comprometidos por defeito de contrato desconhecido no momento de sua assinatura, como, por exemplo, fraude, dívidas e herdeiros não reconhecidos etc. Trata-se de apólice destinada a cobrir perdas incorridas pelo comprador e/ou financiador no caso de ações de anulação da venda.

- g) **Seguro de fluxo de caixa:** cobre as perdas do financiador caso os pagamentos recebidos sejam inferiores às obrigações que assumiu via emissão de passivos. É um seguro contra, principalmente, o risco de taxa de juros e de liquidez.
- h) **Seguro de erros e omissões:** caso haja falhas por parte dos intermediários e terceiras partes nas ações necessárias para manter a qualidade do empréstimo imobiliário como, por exemplo, pagamentos não creditados ou perdidos, impostos e prêmios de seguros idem, notificações de atrasos de pagamentos equivocadas etc.
- i) **Seguro de obrigações de diretores e empregados:** caso haja falhas dos executivos da instituição financeira em cumprir suas obrigações fiduciárias, dando origem a processos judiciais por parte dos clientes. Esses seguros são pagos, em geral, pela instituição financeira.

Os seguros imobiliários no Brasil estão englobados em quatro grupos: os seguros habitacionais do Sistema Financeiro da Habitação (doravante, SFH), os seguros habitacionais fora do SFH, os seguros residenciais e condominiais e os seguros ligados às atividades da construção civil. Neste trabalho, tratamos apenas dos seguros vinculados a empréstimos habitacionais.

Os primeiros estão relacionados à criação e desenvolvimento do SFH, cujo normativo principal é a Lei 4.380/64. Essa lei, no seu art. 14, determinou que “os adquirentes de habitações financiadas pelo Sistema Financeiro da Habitação contratarão seguro de vida de renda temporária, que integrará, obrigatoriamente, o contrato de financiamento nas condições fixadas pelo Banco Nacional da Habitação” (BNH). Em 1986, com a extinção do BNH, o seguro passou a ter como estipulante a Caixa Econômica Federal (CEF). É constituído por duas modalidades de cobertura, a saber: i) seguro compreensivo contra riscos de morte e invalidez permanente do adquirente (MIP) e de danos físicos ao imóvel (DFI); e ii) seguro de responsabilidade civil do construtor (RCC). Integrava, também, o seguro habitacional do SFH, a modalidade de seguro de crédito imobiliário, cobrindo a inadimplência do empresário construtor e/ou do adquirente, mas a primeira apólice foi extinta em 1979, e a segunda em 1984 (voltaremos a esse ponto adiante). Os seguros habitacionais do SFH são obrigatórios e automáticos nos contratos de financiamento no âmbito desse sistema, sendo pagos mensalmente junto com as prestações do empréstimo. Os prêmios e indenizações são reajustados pelo mesmo índice das prestações e do saldo devedor. As coberturas têm início no ato da promessa de financiamento e término quando da extinção do contrato, qualquer que seja a sua causa.

Tal seguro é organizado de forma complexa. Os segurados são os mutuários. Os agentes financiadores, que concedem o empréstimo, têm a missão de cobrar os prêmios junto com as prestações e, mesmo que o segurado não pague, devem recolhê-los às seguradoras. Devem ainda escolher, anualmente, a(s) seguradora(s) de sua preferência, dentre aquelas autorizadas a operar pela Susep e sorteadas para atuar nas sub-regiões definidas por essa autarquia. As seguradoras regulam e liquidam o sinistro, pagam as indenizações e disputam entre si a preferência dos agentes com base na qualidade da prestação do serviço e não no preço, que é fixado pela Susep. O IRB foi até recentemente responsável por parte dos riscos, atuando como câmara de compensação de déficits e superávits das seguradoras.

A Susep atua como órgão de controle e o CNSP como órgão normativo. Finalmente, há o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) que, além de garantir a quitação dos saldos devedores residuais em contratos de financiamento habitacional do SFH, garante, desde 1988, as operações do seguro habitacional.

A estrutura complexa e fortemente administrada desse seguro foi devida ao objetivo de se obter uma apólice relativamente barata, com um prêmio que não excedesse 5% da prestação⁴. Entendeu-se à época que certos embargos à livre competição eram necessários para permitir a queda dos custos de comercialização. Analogamente, o seguro opera no sistema de repartição simples, com uma sinistralidade elevada, estimada *ex-ante* pelo IRB (depois, pela Susep)⁵. Obviamente, tal regime só faz sentido numa economia em crescimento a taxas elevadas que foi, precisamente, o que faltou a partir do início da década de 80.

Como não poderia deixar de ser, nesta fase, os problemas dos empréstimos no SFH se estenderam aos seguros habitacionais. Esses tinham, desde logo, um limitador técnico que era a necessidade de o seguro ser de baixo custo tendo em vista a renda média dos mutuários. Além disso, a determinação governamental, ao longo da década de 80, de índices de correção monetária das prestações inferiores aos dos saldos devedores, gerou políticas análogas em relação aos prêmios de modo que os seguros habitacionais passaram a operar com prejuízo. Para lidar com essa situação, foi criado, em 1987, o FESA – Fundo de Equalização da Sinistralidade – que objetivava manter a sinistralidade em 85% por um sistema em que as seguradoras com índices inferiores aportavam recursos ao fundo e as empresas com índices superiores sacavam. Em 1988, com a sinistralidade ainda em elevação, o mercado passou a exigir do governo compensação pelas políticas danosas postas em prática anteriormente. Tal compensação veio por meio da determinação de que o FCVS, já padecendo de déficits elevados, garantisse o equilíbrio do seguro habitacional. Assim, na retaguarda do FCVS, ficou a União Federal obrigada a aportar recursos sempre que o fundo não contasse com recursos suficientes para cobrir suas responsabilidades⁶. Finalmente, dado que o sistema era de um seguro coletivo, sem reservas e com base em transferências entre mutuários, os governos autorizaram, entre 1987 e 1992, sucessivos aumentos no preço do seguro para os novos contratos. Tais aumentos permitiram relativo equilíbrio das operações e redução do déficit global do FGVS. Bom para o governo e para as seguradoras, mas ruim para os mutuários. Daí a progressiva redução dos contratos de seguros habitacionais do SFH que, atualmente, estão restritos às operações celebradas com cobertura do FCVS. Portanto, aos contratos firmados até 1993, ano em foi fechado o acesso ao fundo, e aos contratos que utilizam o FGTS como parte do pagamento, e de pessoas que não possuem outro imóvel. Analogamente ao FCVS, o seguro habitacional do SFH passou a ser de responsabilidade do Tesouro Nacional, cabendo às seguradoras apenas sua operacionalização, na qualidade de prestadoras de serviços, pelo que são remuneradas com uma taxa de administração e obrigadas a entregar os prêmios recebidos ao Tesouro.

⁴ Ver intervenção de José Americo Peón de Sá, em Pereira F^o (1996), p. 199.

⁵ O DL 73, de 1966, outorgou ao BNH competência para assumir os riscos decorrentes das operações do SFH que não encontrassem cobertura no mercado nacional, a taxas e condições compatíveis com as necessidades do SFH. E convênio firmado entre o BNH e o IRB, em 1977, estabelecia que, configurada a impossibilidade do reajuste de taxas, o BNH supriria o sistema segurador dos recursos suficientes para limitar a sinistralidade em 85%.

⁶ Ver Pereira F^o (1996), pp. 186-88.

Os seguros habitacionais fora do SFH tiveram origem nas operações da CEF e dos bancos múltiplos, no segmento de taxas livres do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que concede financiamentos com recursos das cadernetas de poupança⁷. A partir de 1986, essas entidades passaram a financiar imóveis para a classe média com recursos da faixa livre (que tinha menor obrigatoriedade de aplicação em habitação) e a taxas de juros mais elevadas. A oferta de seguros similares aos vigentes no SFH pareceu, então, natural. Entretanto, a modalidade cresceu realmente na esteira dos problemas mencionados acima referentes ao seguro do SFH. A proposta era óbvia e foi formulada desde 1993 pelos entes do mercado: estender a todos os mutuários (do SFH ou não) a livre escolha do contrato de seguro, pois não fazia sentido impor aos novos contratos o custo de distorções criadas em benefício de contratos antigos. Finalmente, em 1998, com a MP 1.671, atual MP 2.197-43, de 2001, foi facultada a contratação de coberturas securitárias em apólices diferentes da do seguro habitacional do SFH, para as operações firmadas no âmbito do SFH a partir daquela data, condicionadas à cobertura mínima para os riscos de morte e de invalidez permanente. O mesmo é válido para os contratos antigos firmados no SFH, sem cobertura do FCVS, que poderão, a critério da instituição financiadora, ser renovados entre as partes, estabelecendo-se novas condições financeiras relativas a prazo, taxa nominal de juros, apólice de seguro, sistema de amortização e plano de reajuste (MP 1.635-22, de 1998, atual Lei 10.150, de 2000).

A modalidade de seguros habitacionais fora do SFH também opera com apólices MIP e DIF. A diferença é que, no seguro habitacional fora do SFH, a regulação de sinistros é mais estrita. O seguro do SFH cobria quase tudo em termos de dano físico, morte e invalidez. Não era incomum, por exemplo, exigir-se das seguradoras, no caso de danos físicos, a reposição ao estado original de imóveis já depreciados no momento da compra. Daí a alta sinistralidade do seguro do SFH e, inversamente, a baixa sinistralidade e o bom resultado operacional apresentado pelo seguro fora do SFH. Finalmente, enquanto no SFH as seguradoras são escolhidas por sorteio e atuam apenas nas regiões para as quais foram sorteadas, no seguro fora do SFH o agente financeiro atua com a seguradora de sua escolha independentemente de sorteio ou do local onde os imóveis financiados se situam. Em 2006, os prêmios MIP e DIF na modalidade fora do SFH, somados, giravam em torno de 3% do valor da prestação, percentual em linha com a experiência internacional.

A tabela I mostra a evolução desde 1995 do faturamento e da sinistralidade dos seguros habitacionais do SFH e fora do SFH. Nota-se que, enquanto o faturamento do primeiro é crescente ao longo da série, o do segundo é decrescente desde 1998, quando o governo permitiu a contratação de coberturas securitárias em apólices diferentes das do seguro habitacional do SFH, para as operações firmadas no âmbito do SFH⁸. Com referência à sinistralidade, observa-se que a variável relativa ao seguro do SFH se apresenta elevada até 1999⁹, conforme dito acima, enquanto a sinistralidade do seguro fora do SFH mostra o inverso, derivando daí o bom desempenho desse ramo.

⁷ O SBPE tem duas vertentes desiguais, a primeira e maior responde pelos financiamentos imobiliários com recursos da poupança no âmbito do SFH (taxas administradas) e a segunda, menor, por financiamentos no segmento de taxas livres.

⁸ A partir de 2005, a Susep determinou que as seguradoras contabilizassem os prêmios e sinistros do seguro habitacional do SFH em contas de compensação devido à completa estatização do mesmo, com os prêmios sendo recolhidos ao Tesouro Nacional.

⁹ A partir de 1999, os dados de sinistros retidos e prêmios ganhos reportados perdem consistência em função da referida estatização do seguro.

O seguro de crédito (contra default) e o seguro de proteção de pagamento, vinculados a empréstimos habitacionais, não se desenvolveram no Brasil, inversamente ao ocorrido nos Estados Unidos e Inglaterra, nos quais essas modalidades são consideradas essenciais para o desenvolvimento do mercado. O seguro de crédito do empresário foi extinto em 1979, o mesmo ocorrendo em 1984 com o seguro de crédito do adquirente. Ambos eram obrigatórios nos financiamentos do SBPE¹⁰. A razão desses fatos foi o desinteresse dos bancos por apólices que cobriam um risco considerado baixo até então, em face à contínua valorização dos imóveis. Ou seja, numa conjuntura de preços dos imóveis em ascensão e economia aquecida, dificilmente a venda do imóvel retornado por execução de hipoteca deixava de cobrir o saldo devedor e os custos relativos a juros não pagos, despesas legais, despesas de reparação do imóvel, corretagem etc. Quando o risco se tornou elevado, devido à recessão e inflação das décadas de 80 e 90, foram as seguradoras que resistiram à venda da apólice. Assim, o risco de inadimplência passou a ser incorrido e gerenciado pelos próprios bancos pelos meios usuais, a saber: seleção de cadastro de devedores, maiores requisitos da parcela paga à vista e de taxa de juros, resultando numa baixa concessão de crédito habitacional¹¹. Entretanto, tal modo de gerenciar o risco, refletindo o princípio do auto-seguro, exige muito mais recursos do que o seguro feito por meio das da agregação de riscos. Esse, em geral, é mais eficiente que aquele e permite maior desenvolvimento das transações financeiras, embora, em determinadas situações, possa levar a um aumento do risco global com que opera o sistema financeiro¹².

Tabela 1 – Seguros Habitacionais – Faturamento (R\$ milhões) e Sinistralidade

	<i>Fora do SFH</i>		<i>do SFH</i>	
	<i>Prêmios</i>	<i>Sinistral.</i>	<i>Prêmios</i>	<i>Sinistral.</i>
1995	15	0,25	644	0,80
1996	66	0,32	792	0,75
1997	91	0,48	848	0,79
1998	166	0,22	950	0,79
1999	197	0,34	843	1,78
2000	226	0,40	672	nd
2001	290	0,31	501	nd
2002	333	0,35	443	nd
2003	355	0,38	416	nd
2004	374	0,41	385	nd
2005	406	0,39	323	1,00
2006	502	0,40	382	1,04
2007p	534	0,38	nd	nd

Fonte: Susep, CEF.

2007p = projeção do autor; nd = não disponível.

¹⁰ Atualmente, a CEF, nas operações de financiamento de materiais de construção, obriga a contratação de seguro de crédito interno, destinado à cobertura de riscos de insolvência por morte e insolvência por inadimplência. Entretanto, tal linha de crédito é irrisória, haja vista que o valor máximo financiado é de apenas R\$ 7.000,00.

¹¹ Pela lei atual, 20% dos recursos em cadernetas de poupança estão livres para serem aplicados em títulos públicos, um excelente negócio para os bancos, e outros 15% são recolhidos ao Banco Central com remuneração certa.

¹² Os riscos de default e de taxas de juros também podem ser gerenciados de outros modos, por meio das chamadas emissões estruturadas e super-colateralização de ativos, muito usados no exterior (ver adiante), bem como operações de *hedge* em bolsas de valores ou mercadorias.

O SFH e o SFI

Do exposto até aqui, fica clara a íntima relação que existe no Brasil entre o mercado de seguros habitacionais e o mercado financeiro e de capitais. Nesse último, o papel central cabe ao Sistema Financeiro da Habitação, apesar dos graves problemas que o acometeram no passado e deixaram seqüelas até hoje. Vale a pena, portanto, mencionar as principais características desse sistema que ainda é o principal instrumento de financiamento imobiliário no Brasil.

O SFH opera, basicamente, com duas fontes de recursos: uma compulsória, representada pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), e outra voluntária, dada pelas aplicações em cadernetas de poupança¹³. As instituições financeiras que captam recursos da poupança e que constituem o SBPE devem, por lei, direcionar a maior parte desses recursos para financiamentos imobiliários no âmbito do SFH (taxas de juros administradas). Partes menores devem ser emprestadas a taxas de mercado (livres) ou direcionadas ao Banco Central como recolhimento compulsório. A Lei 4.380/64 instituiu também a correção monetária do saldo devedor e das prestações numa base de equilíbrio entre ambas e criou o Banco Nacional da Habitação (BNH), que, até 1986, foi o órgão central de orientação e disciplinamento dos financiamentos à habitação no País. O SFH opera um sistema de subsídio cruzado que consiste em cobrar taxas de juros diferenciadas e crescentes de acordo com o valor do financiamento, até um máximo de 12% ao ano mais correção monetária. Os financiamentos de menor monta são subsidiados pelos de maior monta e o sistema se mantém em equilíbrio por trabalhar com uma taxa média de juros que remunera o custo de captação e os demais custos dos agentes. Os planos são pré-definidos e, tipicamente, aplicam limites de comprometimento da renda (prestação não superior a 25% da renda familiar), de valor dos imóveis (não superior a R\$ 350 mil), de valor do financiamento (não superior a R\$ 245 mil) e de razão dívida/valor (*loan to value ratio*, LTV) do imóvel (não superior a 80%)¹⁴.

Não há impedimento de natureza normativa a que qualquer instituição financeira conceda financiamentos à aquisição de casa própria; todavia, no caso de instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), há obrigatoriedade de aplicação em financiamentos habitacionais dos recursos captados em depósitos de poupança. A concessão de financiamento nas condições do SFH é exclusiva para construção e aquisição de imóveis residenciais novos ou usados. Os financiamentos para aquisição, construção, reforma ou ampliação de imóveis comerciais novos, usados ou em construção são operações realizadas a taxas de mercado. Atualmente, os prazos dos financiamentos são livremente estabelecidos entre as partes. Sobre o financiamento incidem juros, comissões, custos de seguros e outros encargos.

¹³ Outra fonte de recursos prevista pela Lei 4.380/64 foi o investimento através de letra imobiliária, de emissão do BNH e das sociedades de crédito imobiliário (art. 44).

¹⁴ As condições variam de banco a banco. Assim, para imóveis novos, a CEF admite até 100% de LTV nos financiamentos de menor valor. Os mesmos 100% são aceitos no ABN desde que o devedor apresente um outro imóvel de sua propriedade como garantia adicional. Mas, com possibilidade de uso do FGTS, são constantes os limites de taxa real de juros (12%+TR), de valor de avaliação do imóvel (até R\$ 350 mil) e de valor do financiamento (até R\$ 245 mil).

Até o início da década de 80, o SFH foi uma história de sucesso. Entre 1980 e 1982, os recursos das cadernetas de poupança financiaram uma média de 260 mil unidades/ano, e os do FGTS, 285 mil. A situação se inverteu inteiramente daí em diante. Entre 1983 e 1990, com o agravamento da inflação, do desemprego e da recessão em seguida à crise da dívida externa, o princípio da identidade de índices de correção monetária foi quebrado e os reajustes das prestações ficaram muito aquém dos saldos devedores, resultando em subsídios enormes e indiscriminados aos mutuários. Os planos econômicos heterodoxos que se seguiram pioraram ainda mais a situação. Tipicamente, os saldos devedores eram congelados nas datas de edição dos planos e as prestações, depois de corrigidas pela média, idem. A dualidade de critérios levou o FCVS¹⁵ a uma situação de déficit insustentável. Os financiamentos minguaram, pois o congelamento das prestações durante a vigência dos planos reduzia a rentabilidade dos empréstimos e as cadernetas de poupança sofriam saques vultosos devido à preferência dos investidores por ativos reais e títulos públicos.

Em 1986, o SFH passou por uma reestruturação com a edição do Decreto-lei 2.291/86, que extinguiu o BNH e distribuiu suas atribuições entre o então Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central (BACEN) e a Caixa Econômica Federal (CEF). Em 1991, a Lei 8.177 restabeleceu o equilíbrio entre os reajustes das prestações e dos saldos devedores impondo a eles um mesmo indexador (o da poupança, ou seja, a Taxa Referencial, TR) aplicado com a mesma periodicidade. Em 1993, a Lei 8.692 criou o Plano de Comprometimento da Renda (PCR), que visou evitar as defasagens das prestações em relação à amortização dos financiamentos e determinou que os eventuais saldos residuais dos novos contratos de financiamento passassem a ser de inteira responsabilidade do mutuário, fechando, portanto, o acesso ao FCVS. Ao fim e ao cabo, chegou-se à situação recente em que o déficit do FCVS foi assumido pelo Tesouro Nacional, e a capacidade de financiamento do SFH, com recursos da poupança (inclusive faixa livre), caiu drasticamente até um mínimo de 29 mil unidades em 2002.

A constatação dos graves problemas do SFH levou os governos e os entes do mercado a buscarem novas opções para a reativação dos empréstimos imobiliários. Dentre essas, cabe destacar a criação, em 1993, dos fundos imobiliários, supervisionados pela CVM, a maioria, entretanto, financiando empreendimentos não-residenciais, e constituindo aplicação dirigida essencialmente aos fundos de pensão. Outra opção ocorreu por iniciativa dos incorporadores e construtores que passaram a financiar diretamente imóveis para a classe média tendo como *funding* recursos próprios e, em menor monta, debêntures por eles emitidas¹⁶. Tais debêntures deram origem às primeiras operações de securitização de recebíveis imobiliários no mercado brasileiro. Adicionalmente, em 1994, o governo autorizou a

¹⁵ O FCVS foi criado em 1967 com a finalidade de garantir a quitação, junto aos agentes financeiros, dos saldos devedores remanescentes de contratos de financiamento habitacional do SFH, em face à possibilidade da ocorrência, ao final do prazo de amortização, de saldo devedor residual. Mais tarde, o fundo foi obrigado a garantir o equilíbrio do seguro habitacional do SFH, (Lei 7.682, de 1988) e a liquidar as obrigações remanescentes do extinto seguro de crédito do SFH (Lei 10.150, de 2000). Desde a sua criação, o Fundo teve como fontes de recursos, inicialmente, aportes do BNH e contribuições mensais dos mutuários, limitadas a 3% do valor de suas prestações e, com a inviabilidade financeira do sistema, contribuição trimestral dos agentes financeiros do SFH, limitada a 0,025% do saldo dos financiamentos imobiliários concedidos, percentual que passou a 0,1% após a MP 1.520/96, e dotações orçamentárias da União.

¹⁶ Várias fontes asseguram que a maior parte dos financiamentos imobiliários existentes no Brasil é proveniente dos incorporadores. Vide, por exemplo, Carneiro e Goldfajn (2000) e Rodrigues Alves (2005). Não existem, no entanto, estatísticas facilmente disponíveis a esse respeito.

constituição, no Brasil, de companhias hipotecárias de capital estrangeiro, largamente difundidas em países como os Estados Unidos e Alemanha, tendo como fontes de recursos a emissão de letras hipotecárias, garantidas por hipotecas específicas, debêntures e empréstimos externos e podendo operar em qualquer tipo de financiamento imobiliário.

A marcha em direção às operações de livre mercado e, portanto, num rumo diverso ao do SFH, culminou com a edição da Lei 9.514, de 1997, que criou o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). O eventual sucesso do SFI permitiria ao Brasil passar de um modelo relativamente simples de financiamento imobiliário para outro relativamente complexo e baseado em sistema análogo existente nos Estados Unidos e que vem sendo adotado crescentemente pelos países desenvolvidos. Sinteticamente, tal sistema (dito de mercado secundário) desenvolveu-se nos Estados Unidos depois da Grande Depressão e, paradoxalmente, tem sido fortemente caudatário da intervenção estatal. Os passos são bem conhecidos: no final da década de 30 e início da de 40, o governo criou entidades¹⁷ que garantiam o adimplemento do crédito via concessão de seguros hipotecários e davam liquidez às hipotecas no mercado secundário; numa segunda etapa (décadas de 60 e 70), sobre a forte base de empréstimos que foi criada no mercado primário, ergueu-se um mercado secundário de hipotecas e de títulos garantidos por hipotecas que acabou, finalmente, determinando os rumos do primário¹⁸. Nesse mercado secundário, floresceram os seguros ofertados por seguradoras privadas. Esse modelo tem, alegadamente, as seguintes vantagens sobre o modelo bancário simples, com *funding* subsidiado, que existe no Brasil e alhures: a) permitir que os financiadores obtenham recursos mais estáveis e de longo prazo (principalmente, de investidores institucionais), b) reduzir o risco de taxa de juros e c) permitir a concessão de empréstimos razões dívida/valor mais elevadas (superiores a 90%), haja vista a generalizada garantia securitária existente nesses contratos.

No Brasil, o SFI se baseia no seguinte: a) separação entre operações de cunho social e de mercado, b) os diversos riscos de empréstimos devem correr por conta dos participantes, c) o apreçamento e demais condições dos empréstimos via SFI são livremente pactuados entre as partes e os participantes podem usar várias fontes de *funding* e d) o mercado deve ser capaz de efetivamente executar as garantias em caso de inadimplência, sendo para isso instituído o regime fiduciário para recebíveis imobiliários, permitindo a total e efetiva segregação de operações, e a alienação fiduciária de bens imóveis¹⁹, instrumento fundamental para a garantia efetiva das operações de financiamento imobiliário, elevando a qualidade dos créditos negociados. A referida lei criou uma nova classe de empresas – as companhias securitizadoras – e um novo título – os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), com o objetivo de facilitar o desenvolvimento de um mercado secundário de financiamentos imobiliários com garantia de hipoteca ou alienação fiduciária, visto como capaz de mobilizar um grande volume de financiamento para o setor. Os CRI são títulos de crédito nominativos, com lastro em créditos imobiliários e de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. A expectativa dos criadores do SFI era que o sistema fosse capaz de financiar em dez anos o mesmo número de habitações que o SFH tinha financiado em trinta anos²⁰.

¹⁷ Pioneiras foram a *Federal Housing Administration* (FHA) e a *Vetteman Affairs* (VA), no final da década de 30 e início da de 40.

¹⁸ Mesmo no mercado secundário, a presença estatal direta (*Ginnie Mae*) e indireta (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*) é importante.

¹⁹ Como se sabe, diversamente da garantia hipotecária, na alienação fiduciária o devedor só se torna dono do imóvel após a quitação da dívida, o que facilita a retomada do imóvel pelo banco em caso de inadimplência.

²⁰ A respeito disso, ver Pinto Lima (1998).

Dentre as securitizadoras, destaca-se a Companhia Brasileira de Securitização (Cibrasec), criada em julho de 1997, com capital subscrito de R\$ 60 milhões, tendo como acionistas os principais bancos brasileiros, privados e estatais, e a *International Finance Corporation* (IFC). A empresa é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e se propõe a exercer no Brasil papel similar ao exercido pelas norte-americanas *Fannie Mae* e *Freddie Mac*²¹. A Cibrasec objetiva adquirir títulos (hipotecas, debêntures, notas e recebíveis) de agentes financiadores ou originadores, transformá-los em CRI e vendê-los, principalmente, a investidores institucionais. Visa também implantar e centralizar as operações secundárias com tais títulos no país, dividir os riscos dessas operações com os agentes financiadores e os investidores finais e garantir liquidez aos mesmos. Finalmente, a empresa busca padronizar as operações, organizar o mercado de hipotecas e criar um banco de dados imobiliário para todo o Brasil. Outras securitizadoras se seguiram à Cibrasec de modo que existem, atualmente, no Brasil, cerca de 20 empresas de securitização.

No que se refere ao mercado de seguros, a Lei 9.514 apenas se refere à obrigatoriedade de contratação pelos mutuários de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente. Na alienação de unidades em edificação sob o regime da Lei 4.591/64, a critério do adquirente e mediante informação obrigatória do incorporador, aquela lei faculta a contratação de seguro que garanta o ressarcimento das quantias pagas pelo adquirente no caso de inadimplemento do incorporador ou construtor (art. 5).

Diversas legislações foram aprovadas desde 1997 com o objetivo de aperfeiçoar o arcabouço institucional proporcionado pela Lei 9.514, particularmente, no que se refere às características de liquidez, risco e retorno dos títulos garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária bem como à segurança jurídica dos contratos imobiliários. Dentre as mais importantes, cabe citar as seguintes²²:

- Resolução CMN 2.517/98, que considerou os CRI's como valores mobiliários, ficando submetidos à normatização, autorização para registro e fiscalização da CVM;
- Resolução CMN 2.518/98, que facultou a aplicação de recursos de entidades abertas e fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização em CRI;
- Resolução CMN 2.519/98, que estabeleceu que, para fins de direcionamento dos recursos captados via depósito de poupança, os títulos de emissão das securitizadoras vinculados a operações de financiamento habitacional ou imobiliário poderiam ser computados como operações de financiamento habitacional contratadas a taxas de mercado, observando-se o limite mínimo de 5% do total das exigibilidades, ampliado mais tarde para 10%.
- Resolução 390/02, do Conselho Curador do FGTS, que permitiu ao FGTS adquirir CRI's lastreados em financiamentos para empreendimentos habitacionais em fase de produção ou que ainda estejam na planta;
- Emenda Constitucional 37/02, que isentou as companhias securitizadoras do pagamento da CPMF em suas atividades operacionais, equiparando-as às instituições financeiras;

²¹ Abreviações de *Federal National Mortgage Association* e *Federal Home Loan Mortgage Corporation*. *Ginnie Mae* se refere à *Government National Mortgage Association*.

²² Ver a respeito Rodrigues Alves (2005) e Silva Alves (2005).

- Instrução CVM 399/03, que permite a venda em varejo de fundos de investimento em direitos creditórios imobiliários;
- Resolução 3.155/03, que autorizou os bancos a garantir a recompra de CRI desde que os detentores dos certificados satisfaçam algumas exigências, tais como manter os papéis em seu poder por, no mínimo, 20% do prazo de vencimento e comprovar que não houve outro comprador, mesmo após a oferta dos títulos em leilão. A medida aumenta a liquidez dos CRI, estimulando a negociação desses ativos no mercado secundário e sua colocação junto a investidores institucionais. Além disso, o CMN permitiu aos bancos reduzir, das exigibilidades de aplicação a eles impostas, até 35% do valor das garantias dadas em CRI;
- Lei 10.931/04, que instituiu o 'Patrimônio de Afetação', consistindo na adoção de um patrimônio próprio para cada empreendimento, com contabilidade própria, separada das operações da incorporada/construtora, o que confere maior segurança aos adquirentes quanto à destinação dos recursos aplicados na obra, permitiu indexação mensal de contratos imobiliários por índices gerais ou setoriais, e criou novos títulos de crédito para fomentar o mercado imobiliário (as Letras de Crédito Imobiliário e os Certificados de Crédito Imobiliário²³) com vista a facilitar a securitização de recebíveis.
- Lei 11.033/04, que isenta do imposto de renda da pessoa física a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário.

Resultados

Apesar da intensa atividade legislativa, o SFI não realizou ainda o que se esperava dele. As emissões de CRI, LCI, CCI etc. têm crescido, assim como o mercado primário de créditos lastreados em tais emissões, mas os números e valores do SFI continuam muito aquém dos correspondentes do SFH. Os financiamentos obtidos por meio do SFI apresentam, em geral, razões dívida/valor do imóvel menores ou iguais a 80%. O mercado secundário de créditos imobiliários securitizados tem mostrado evolução tímida, com volumes reduzidos de negócios e apenas três empresas securitizadoras de destaque (voltaremos a esse ponto adiante).

No âmbito do SFH/SBPE, também houve duas mudanças importantes, recentemente. A Resolução CMN 3.005/02 obrigou os bancos a aplicarem em créditos imobiliários pelo menos 65% dos recursos investidos em cadernetas de poupança, dos quais 80% em crédito habitacional no SFH, aí incluídos os recursos do chamado 'FCVS-virtual', a serem liberados para empréstimos em parcelas de 1/100 por mês²⁴, o que envolveu recursos da ordem de R\$ 30 bilhões. Entretanto, visto que o mencionado

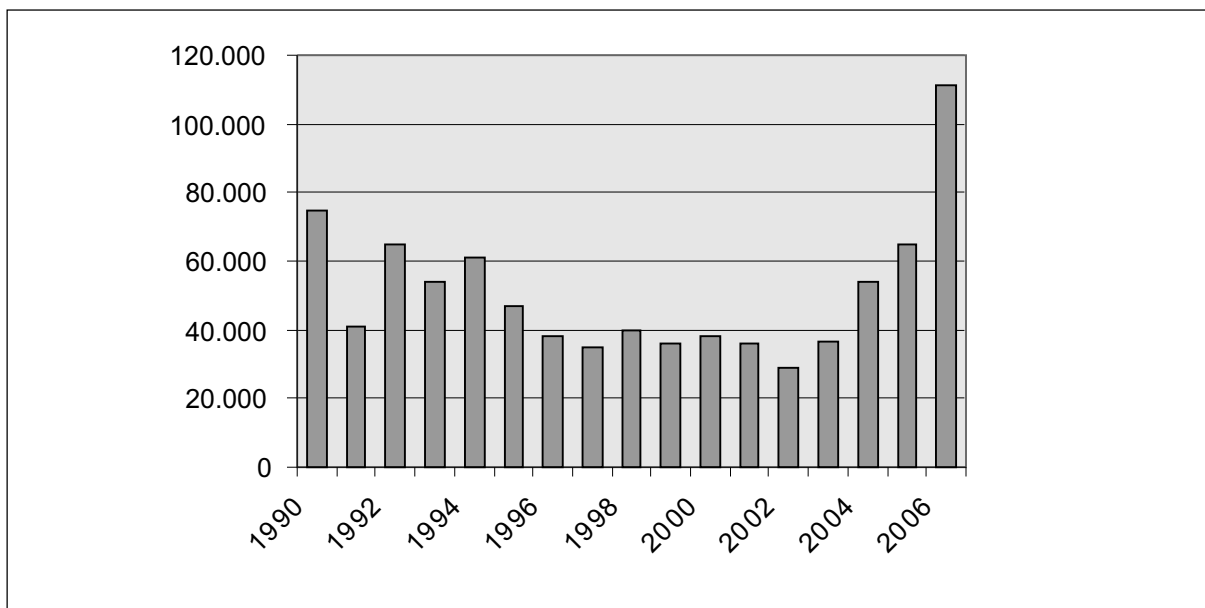
²³ A letra (LCI) é lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados. O certificado (CCI) representa créditos imobiliários, sendo emitido pelo credor, podendo ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionário, quando representar parte dele. O regramento específico desses instrumentos possibilita maior flexibilidade na estipulação de encargos e condições.

²⁴ O FCVS-Virtual teve origem no PROER. Os bancos que seriam liquidados compraram de grandes bancos créditos contra o FCVS com um deságio de cerca de 35% para serem usados como garantia contra os empréstimos do governo via PROER. Os bancos vendedores puderam registrar esse montante (resultante da venda de créditos que já não eram seus) como crédito habitacional, para efeito do cumprimento da resolução do CMN que os obriga a aplicar um dado percentual da poupança que captam em financiamento habitacional.

cronograma não resultou em aumento da oferta de crédito para o segmento imobiliário na velocidade em que se esperava, o governo baixou a Resolução CMN 3.177/04, que reduziu as citadas parcelas de 1/100 para 1/50 e diminuiu fortemente a taxa de remuneração do compulsório da caderneta de poupança de TR+6,2% ao ano para 80% da TR. Mais tarde, acordo entre bancos e a indústria da construção eliminou temporariamente a punição, desde que os bancos passassem a cumprir a cada ano um programa de aplicação de recursos em percentuais superiores aos concedidos no ano anterior. A resolução congelou ainda, nos valores reais de 09/03/04, as posições em LH e LCI das instituições financeiras para fins de direcionamento de recursos.

As estatísticas demonstram que foram bem sucedidas as ações do Executivo no que concerne à reativação do SFH. O Gráfico 1 mostra que, após atingirem um máximo de 260 mil unidades habitacionais/ano financiadas com recursos das cadernetas de poupança entre 1980 e 1982 e caírem para um mínimo de apenas cerca de 30 mil unidades em 2002, o sistema se recuperou fechando 2006 com 111 mil unidades financiadas.

Gráfico 1 – SBPE: Unidades Financiadas com recursos das Cadernetas de Poupança



Fonte: BACEN.

A Tabela 2 mostra a evolução das fontes de recursos do SFH. Vê-se que o saldo de cadernetas de poupança atingiu R\$ 150 bilhões em dezembro de 2006, tendo crescido em média 8,2% ao ano desde dezembro de 1999, portanto, abaixo da inflação média anual do período, que foi de 9,1%, o que não surpreende, dado o baixo retorno relativo dessa aplicação. O saldo de depósitos vinculados do FGTS teve aumento médio anual de 11,5%, em linha com o crescimento nominal do PIB, e saldo de R\$ 136 bilhões em dezembro de 2006. Já os fluxos de financiamentos têm crescido a taxas muito maiores: os valores mensais financiados passaram de R\$ 114 milhões, em janeiro de 2003, para R\$ 896 milhões, em junho de 2006 (gráfico 2). Conclui-se, portanto, que a forte expansão verificada nos empréstimos do SBPE é, essencialmente, derivada da liberação de recursos operada pelas Resoluções 3.005 e 3.177.

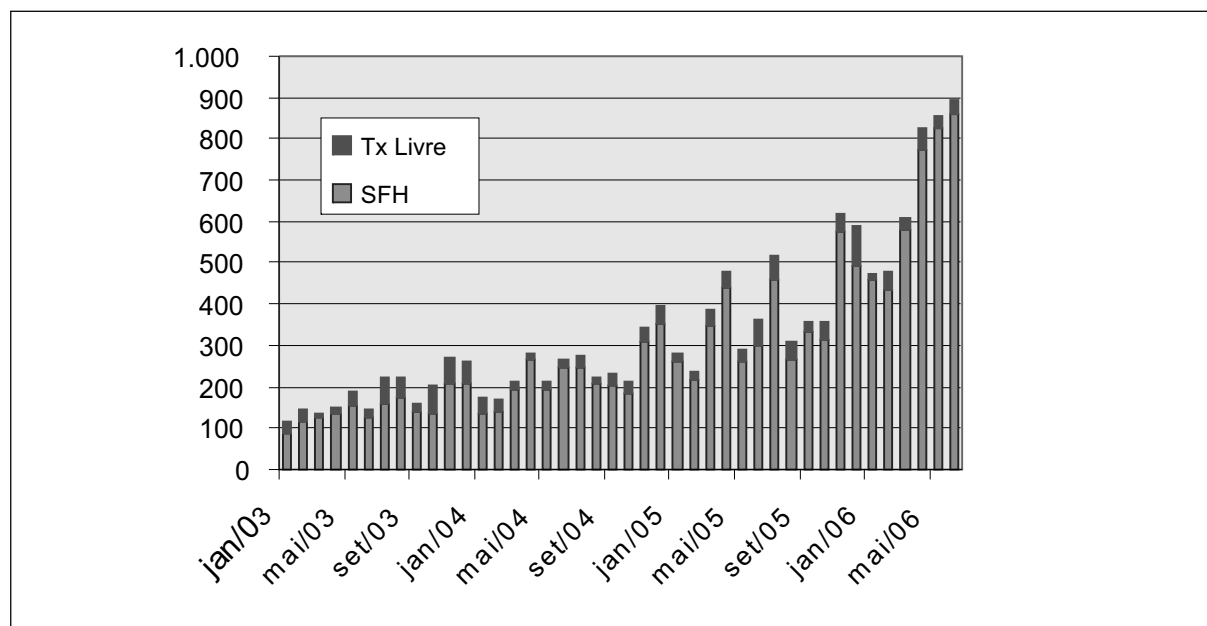
Obviamente, a diferença entre as evoluções dos empréstimos e de suas fontes básicas – poupança e FGTS – tende a desaparecer quando cessarem os efeitos das resoluções, o que lança dúvidas sobre a capacidade do SBPE manter a expansão.

Tabela 2 – Fontes Administradas de Recursos

	Saldo em fins de período (R\$ bilhões)			Memo	
	Cad. Poupança SBPE	FGTS depós. Vincul.	Total	Poup exigib %	FGTS aplic habit %
1999	90	67	157	58,9	31
2000	91	69	160	61,5	32
2001	97	77	174	58,8	30
2002	112	85	197	59,8	33
2003	115	94	207	62,6	nd
2004	127	106	229	59,8	nd
2005	131	121	242	63,4	nd
2006	150	136	263	63,2	nd
Cresc. 06/99 a.a.	8,2%	11,5%	8,3%	1,1%	nd

Fonte: BACEN e CEF.

Gráfico 2 – SBPE – Valores financiados ao mês (R\$ milhões)

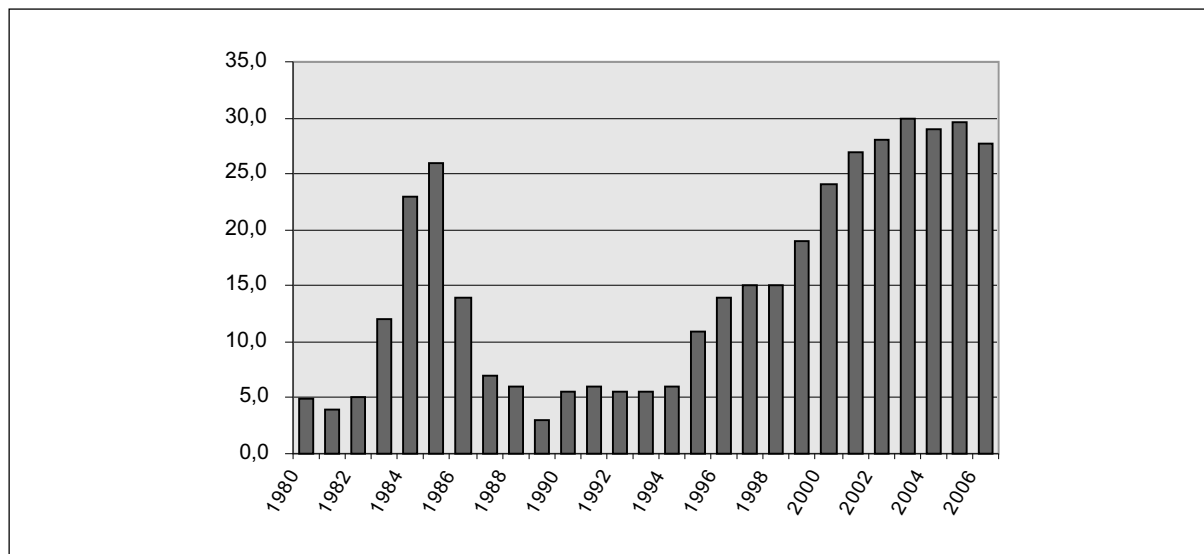


Fonte: BACEN.

A Tabela 3 mostra a evolução, desde dezembro de 2002, dos saldos de financiamentos imobiliários no âmbito do SBPE. Vê-se que, em dezembro de 2006, o saldo de empréstimos na faixa administrada (SFH) montou a R\$ 45,3 bilhões, o que representou um acréscimo médio anual de 16,1% sobre o saldo de dezembro de 2002. Já os empréstimos na faixa livre do SBPE tiveram, no mesmo período, incremento de apenas 7,7%. Portanto, o desempenho global positivo do SBPE decorre, principalmente, dos empréstimos do SFH.

O Gráfico 3 mostra que permanece elevada a inadimplência nos empréstimos habitacionais: a porcentagem de contratos no SBPE com três ou mais meses de atraso, embora com tendência recente de queda, situa-se em taxas superiores a 25%. Esse é um problema grave do mercado brasileiro: se, em tese, o risco de crédito convida a oferta pelo setor privado do seguro respectivo, um risco tão elevado, e especialmente vinculado aos problemas de seleção adversa e risco moral, pode, de fato, afastar tal oferta.

Gráfico 3 – Inadimplência no SBPE – % de contratos com mais de 03 meses de atraso



Fontes: Alves (2005) e BACEN.

Outro é o quadro observado no SFI. Não existem ainda informações sistemáticas sobre o número de imóveis financiados nesse sistema. Mas uma avaliação pode ser feita através da evolução de suas fontes de financiamento, isto é, das emissões de títulos garantidos ou relacionados a financiamentos imobiliários e de livre contratação, ou seja, letras hipotecárias, certificados de crédito imobiliário, certificado de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário, fundos imobiliários e debêntures idem. A Tabela 4 mostra esses valores. O saldo global desses títulos com custódia na CETIP foi de R\$ 13,9 bilhões, em dezembro de 2006, o que se compara favoravelmente aos R\$ 8,9 bilhões de dezembro de 1999, mas ainda está muito aquém do saldo combinado de cadernetas de poupança e dos depósitos vinculados do FGTS, que montou a R\$ 246 bilhões em junho passado. As emissões primárias de CRI, registrada na CVM, depois de uma alta considerável em 2005, voltaram a cair em 2006. Quanto aos fundos imobiliários, a trajetória de queda das emissões primárias vem de 2003, não se tendo registrado qualquer emissão em 2006. No que concerne às negociações desses papéis no mercado secundário, o quadro é ainda mais preocupante, haja vista a escassez de transações, conforme reportado pela CETIP.

Quanto à opção de financiamento via debêntures, segundo a Andima, que gerencia o Sistema Nacional de Debêntures, dos US\$ 105,7 bilhões emitidos entre 1995 e 2006, apenas 0,83% foram por empresas de construção e engenharia e, do total de recursos levantados, menos de 0,9% foi destinado a empreendimentos vinculados ao mercado imobiliário.

Tabela 3 – Saldos de Financiamentos no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – R\$ bilhões

	<i>SFH</i>				<i>Txs Mercado</i>			
	<i>aquisição</i>	<i>construção</i>	<i>outros*</i>	<i>total</i>	<i>aquisição</i>	<i>produção</i>	<i>Outros*</i>	<i>total</i>
<i>dez/02</i>	17,5	2,2	2	21,7	10,4	1,0	0,7	12,1
<i>jun/03</i>	20,4	2,3	0,7	23,4	10,7	1,1	0,7	12,5
<i>dez/03</i>	21,5	2,4	1	24,9	10,7	1,2	0,9	12,8
<i>jun/04</i>	22,8	2,7	1,7	27,2	10,9	1,3	1,2	13,4
<i>dez/04</i>	23,4	2,9	3	29,3	10,7	1,5	0,9	13,1
<i>jun/05</i>	24,0	3,2	5,5	32,7	11,4	1,6	1	14,0
<i>dez/05</i>	26,7	4,3	5,7	36,7	11,9	1,5	1,3	14,7
<i>dez/06</i>	31,8	5,3	8,2	45,3	12,8	2,0	1,5	16,3
<i>Cresc % a.a.</i>	16,1%	24,6%	42,3%	20,2%	5,3%	18,9%	21,0%	7,7%

Fonte: BACEN.

* aquisição de materiais de construção, financiamentos comprimissados etc.

Tabela 4 – Fontes de Recursos do SFI

	<i>Saldos em fim de período – CETIP (R\$ bilhões)</i>						<i>Emissões – CVM</i>		
	<i>LH</i>	<i>CCI</i>	<i>CRI</i>	<i>LCI</i>			<i>Total A</i>	<i>Fund Imob</i>	<i>CRI</i>
				<i>IGP-M</i>	<i>TR</i>	<i>INPC</i>			
<i>1999</i>	8,7	–	0,2	–	–	–	8,9	0,2	0,01
<i>2000</i>	9,8	–	0,2	–	–	–	10	0,1	0,2
<i>2001</i>	10,9	–	0,3	0,06	–	–	11,3	0,5	0,2
<i>2002</i>	9,9	–	0,5	0,2	–	0,1	10,7	1	0,1
<i>2003</i>	11,8	0,007	0,5	0,2	–	0,2	12,7	0,3	0,3
<i>2004</i>	11,8	0,3	0,9	0,2	–	0,2	13,4	0,3	0,4
<i>2005</i>	8,1	1,8	2,1	0,1	3,7	0,2	16,0	0,03	2,1
<i>2006</i>	3,3	2,0	2,2	0,1	6,2	0,1	13,9	0,07	1,1

Fontes: CETIP e CVM.

Apesar do crescimento das emissões de títulos vinculados a financiamentos imobiliários, percebe-se que o objetivo mais nobre do SFI – a ampliação de crédito habitacional residencial – não foi atendido. A maior parte dos CRI tem como lastro financiamentos à construção de galpões industriais, terminais logísticos, aluguéis de imóveis comerciais e outros empreendimentos de interesse industrial e comercial. A maior procura por CRI corporativos (ao invés dos residenciais) advém de que os investidores institucionais consideram relativamente mais fáceis o apreçamento e a avaliação do risco desses papéis quando comparados com os demais. Outros fatores negativos são os seguintes: custo de oportunidade alto, dado pelas taxas de juros praticadas no mercado aberto, dúvidas quanto à efetividade do instituto da alienação fiduciária, falta de padronização de contratos, diversidade de indexadores (TR, IPCA, INPC e IGPM), falta de informações estatísticas sobre preços de imóveis, históricos de crédito dos mutuários etc., mercado secundário estreito e complexa estrutura de garantias. Note-se que, recentemente, as carteiras imobiliárias dos fundos de pensão têm experimentado contração geral, enfraquecidas pelo juro real elevado, alto custo de administração e baixa liquidez dos imóveis²⁵.

No Brasil, diversamente do que ocorre nos países desenvolvidos, as emissões de títulos garantidos por financiamentos imobiliários não são percebidas pelos investidores como livres (ou quase) de risco e, como tal, dependem de avaliações de agências classificadoras cuja contratação incrementa o próprio

²⁵ Ver a respeito artigos na revista Fundos de Pensão de nov/dez.2005 e jul/ago.2003.

custo de emissão. Os resultados são papéis com altas taxas de juros, deslocado para emissões garantidas por transações industriais e comerciais, financiamentos habitacionais cujos LTV raramente ultrapassam os 80% e escassez de recursos, haja vista a reticência dos bancos em emprestar e dos investidores institucionais em adquirir as MBS residenciais brasileiras.

Analogamente, as perdas entre o início do processo de retomada e a venda do imóvel são significativas no Brasil. Segundo Décio Tenerello, diretor da Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), “normalmente se financia 70% do valor do imóvel. Quando o banco retoma o imóvel para ser leilado, logicamente ele não está mais valendo o valor da dívida por causa do prazo: parcelas não pagas acrescidas de juros, muitas vezes, com dívidas de condomínio e IPTU, que recaem sobre o dono do imóvel, ou seja, o banco. Ou seja, o indivíduo não paga nada. O imóvel normalmente representa 2/3 da dívida. Quando é levado para leilão, recupera-se em torno de 40% do saldo devedor”²⁶. Um problema no apreçamento desse risco por parte das seguradoras é sua imbricação com o risco legal, de difícil estimativa. Um mutuário em dificuldades tem boa chance de, entrando em Juízo, obter redução do valor das prestações. Se as dificuldades aumentarem e ele optar por cessar os pagamentos, as liminares podem demorar até sete anos para serem julgadas. A dívida então, corrigida pela TR mais 12% ao ano, ganha cada vez mais volume relativamente ao valor do imóvel, agravando a perda associada ao processo de retomada do imóvel²⁷.

Relações entre Mercado de Financiamento Habitacional e Mercado de Seguros

A demanda de crédito habitacional é derivada da demanda de moradia. Essa tanto pode ser para uso próprio quanto para uso de outrem, mediante o pagamento de aluguel. Isto posto, vale a pena começar expondo os determinantes dessa última²⁸. Em termos gerais, a demanda de moradia depende do preço da moradia, da taxa de juros do crédito imobiliário, do preço dos imóveis e de outros fatores. A oferta, entretanto, é relativamente inelástica no curto e no médio prazo, tendo em vista o largo período que medeia entre a decisão de construir novas habitações e a efetiva colocação para venda. Cabe assim considerar a diferença entre oferta-estoque (de moradias existentes) e oferta-fluxo (de novas moradias).

A oferta de novas moradias depende do cotejo entre o preço esperado das moradias e o custo da construção e do custo de oportunidade dos recursos que as financiam, aí incluído o prêmio de risco típico desses investimentos. Se os mercados de capitais fossem perfeitos e não existissem custos de transação, na margem, o preço da moradia seria tal que as famílias seriam indiferentes entre pagar aluguel ou serem proprietárias. A ligação entre demanda de moradia e demanda de financiamento imobiliário se dá através dos requisitos de poupança. Imóveis são caros em comparação com a poupança acumulada dos indivíduos, função da renda, da taxa de juros e do período de capitalização. Assim, na maior parte das vezes, a tomada de financiamento é essencial para a compra das moradias. Como o mercado bancário exige, muitas vezes, parcela significativa de pagamento à vista, a compra de habitações depende de decisões prévias de poupança, o que introduz uma escala intertemporal na questão²⁹.

Uma coisa é a demanda por imóveis, outra a demanda por financiamentos imobiliários. A relação entre as duas é estreita, porém complexa, principalmente em países cujos mercados de crédito são

²⁶ Conforme Tenerello (2004).

²⁷ Idem, Tenerello (2004).

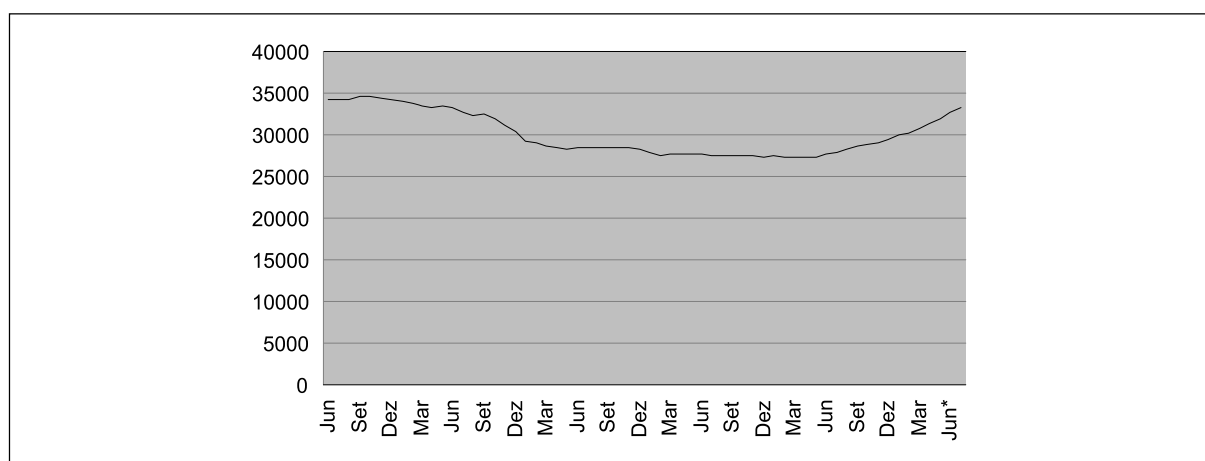
²⁸ Ver Dornbusch e Fisher (1978), p.193 e seguintes.

²⁹ Se o mercado financeiro fosse perfeito, essa escala intertemporal não existiria, pois os agentes poderiam tomar quanto crédito quisessem à taxa vigente de juros.

pouco desenvolvidos. Idealmente, a procura por financiamento deveria fazer parte de um sistema que incluiria uma demanda por gastos com habitação relativamente aos demais gastos, demandas pelas diversas formas de manutenção da riqueza e demandas por empréstimos imobiliários e não imobiliários. As variáveis exógenas do sistema incluiriam a riqueza das famílias, a renda, os preços dos gastos com habitação e não habitação, as taxas de juros líquidas das hipotecas e do crédito ao consumidor e os retornos dos ativos financeiros. A tarefa é ingrata nas condições atuais, dada a falta de dados sobre muitas das variáveis em tela. Mais ainda: seria preciso modelar o ajuste dinâmico do sistema, pois, do lado da demanda de crédito, observa-se tipicamente um ajuste lento, decorrente de elevados custos de transação, e o equilíbrio é dificultado pelo racionamento de crédito, pelos impostos e pelas regulações que afetam o uso da terra e os contratos de aluguel.

Assim, numa perspectiva mais restrita, a demanda de financiamento imobiliário depende de certo número de variáveis de fácil entendimento às quais acrescentamos as do mercado de seguros. Em nosso caso, a variável dependente é o saldo de operações de crédito habitacional em termos reais (OCHR), deflacionada pelo INPC, conforme consta da base de dados do Banco Central (gráfico 4)³⁰. Há uma grande descontinuidade em junho de 2001, causada pela transferência, nesse mês, de créditos problemáticos da CEF para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA) e outras descontinuidades menores, em julho de 1995, quando a elevação da alíquota de depósitos compulsórios produziu retração nos empréstimos, e desde dezembro de 2000, devido à mudança de metodologia de constituição de créditos duvidosos (Resolução 2682/98)³¹. De qualquer modo, observando a série, fica clara a existência de uma trajetória prolongada de decréscimo, que vai de 1995 a 2003, e outra de recuperação desde 2003. Contribuíram para a queda, a conjuntura de crises financeiras acoplada à privatização de bancos estaduais, fortes provedores desse tipo de crédito. Em sentido contrário, mencionem-se as liberações de recursos operadas pelas Resoluções CMN 3.005/02 e 3.177/04, que obrigaram os bancos a aplicarem pelo menos 65% dos recursos de cadernetas de poupança em empréstimos imobiliários (aí incluídos os recursos do chamado 'FCVS-virtual') e a redução da taxa de remuneração do compulsório da caderneta de poupança de TR+6,2% ao ano para 80% da TR.

Gráfico 4 – Saldo de Crédito Habitacional do SFH (em milhões de reais constantes de junho de 2006)



Fontes: BCB e IPEA.

³⁰ Esse saldo compreende os créditos habitacionais com *funding* de cadernetas de poupança, FGTS e FAT, estendidos às pessoas físicas e cooperativas habitacionais.

³¹ Ver Abrão Costa (2004), p. 12-13.

As variáveis independentes são as seguintes:

- i) **Renda Disponível (Yd).** As pesquisas empíricas internacionais têm detectado uma relação positiva entre o aumento da renda e das taxas de propriedade e, por conseguinte, da demanda por financiamento de moradias. Um canal explicativo seria que a expansão da renda aumentaria a confiança e a segurança no emprego, dessa forma, tendo impacto positivo sobre a decisão de se endividar. Uma relação negativa, entretanto, pode ocorrer se as famílias usam a renda adicional para a quitação das dívidas, seja porque facilita a entrada na aposentadoria ou porque a posição devedora está associada a um baixo status social. Tomamos como *proxy* da renda disponível mensal o produto da indústria de transformação dessazonalizado, calculado pelo IBGE.
- ii) **Taxa de juros dos financiamentos (TRR).** Taxas de juros em queda aumentam a capacidade de pagamento das famílias por unidade de renda, portanto, têm efeito positivo sobre a tomada de crédito. Adicionalmente, em mercados desenvolvidos, possibilitam a concessão de crédito para consumo tendo o imóvel como colateral (*mortgage equity withdrawal*). Nesse trabalho, usamos a Taxa Referencial de Juros (TR) mensal deflacionada pelo INPC sem considerar o juro real por cima desse indicador. A razão é a inexistência de série histórica prontamente disponível para essa variável que, no SFH, está sujeita a um máximo de 12% ao ano³².
- iii) **Taxa de juros em investimentos alternativos (SELICR).** Uma relação positiva é esperada tendo em vista que acréscimos nessa variável implicam em maior renda e, portanto, capacidade de pagamento das dívidas pelas famílias. Entretanto, um impacto negativo pode ocorrer em famílias com alto grau de endividamento em créditos de consumo relativamente a seus ativos líquidos, cujo serviço pode ser puxado para cima pela elevação da taxa de juros de captação. Usamos nesse estudo a taxa Selic mensal deflacionada pelo INPC que, de fato, condiciona todas as demais taxas de juros do país.
- iv) **Riqueza (W).** O aumento da riqueza pode levar as famílias a investirem mais em imóveis como elemento de diversificação de carteira. Ademais, a mesma variável permite que as famílias tenham acesso a créditos com maior razão LTV. Portanto, o efeito positivo sobre a tomada de crédito é a regra. Entretanto, a expectativa de acréscimo da riqueza mobiliária pode postergar a decisão de adquirir moradias, tendo em vista que os imóveis competem com bônus e ações na carteira dos investidores. Usamos nesse trabalho o índice Bovespa deflacionado pelo INPC como *proxy* da riqueza.
- v) **Preço dos imóveis (Q).** O aumento dos preços dos imóveis reduz a demanda dos mesmos e, portanto, diminui a tomada de crédito por parte dos proprietários de primeiras residências. Mas pode aumentar a dos demais proprietários se o aumento permitir a tomada de mais crédito com o colateral assim valorizado. Além disso, uma relação positiva pode ocorrer no caso de comportamento especulativo. Se a expectativa é de preços ascendentes, decisões de compra de imóveis podem ser antecipadas. Usamos como *proxy* do movimento de preços, o grupo 'habitação' do INPC, que contém forte percentual de despesas com aluguéis, deflacionado pelo Índice Nacional do Custo da Construção da FGV tomado como o custo de reposição do ativo. A idéia, portanto, é que o comportamento dos aluguéis é similar ao dos preços.

³² Nos países que permitem a dedução dos juros de hipotecas para efeito de pagamento do I.R. a taxa deve ser a líquida.

- vi) **‘Preço’ do Seguro Habitacional (PRS)**. A relação esperada é negativa tendo em vista que, do ponto de vista da demanda, um aumento em tal variável, para um dado nível de risco, aumenta o valor das prestações e, portanto, reduz a capacidade de pagamento da dívida. Usamos como *proxy* a razão entre os prêmios retidos em seguros fora do SFH, líquidos de despesas de comercialização, e os sinistros retidos acrescidos da variação das reservas. Os *outliers* (pontos extremos) foram retirados e substituídos pelas médias entre os valores adjacentes. A utilização da média ponderada dos seguros do SFH e fora dele ficou impossibilitada devido à descontinuidade da primeira série. Assim, supomos que o preço dos seguros fora do SFH, hoje o ramo dinâmico do mercado, condiciona os do SFH, ramo em declínio.
- vii) **Inflação (INF)**. A inflação opera de varias formas nos mercados de hipotecas. De um lado, seu aumento eleva as taxas de juros nominais, desse modo, reduzindo a procura de crédito. Por outro lado, a renda costuma aumentar em linha com a inflação o que, se transmitido em menor proporção aos juros, pode reduzir o quociente renda/prestação, portanto, incentivando a tomada de crédito. Ademais, em muitos lugares, os imóveis são encarados como *hedging* contra a inflação, daí outra possibilidade de impacto positivo. A inflação foi medida como a taxa de crescimento mensal do INPC.
- viii) **Risco-país (RSK)**. O risco funciona como um imposto sobre as transações e, portanto, reduz a demanda e a oferta ao mesmo tempo. O impacto esperado sobre a demanda de financiamentos é negativo. A medida de risco utilizada é o *spread* do C-Bond sobre os títulos do Tesouro dos Estados Unidos encadeado, a partir de setembro de 2000, com o *spread* do bônus Global Republica (12) sobre os mesmos títulos.
- ix) **Salário Medido Real (WR)**. O impacto esperado é positivo e mais significativo que a renda devido à maior facilidade de obtenção de crédito bancário por parte dos assalariados em comparação com os demais trabalhadores. A variável usada foi o rendimento médio dos assalariados no trabalho principal na região metropolitana de São Paulo, calculado pelo Seade e Dieese, deflacionado pelo INPC.

A demanda foi estimada para o período de julho de 2001 a setembro de 2006 por mínimos quadrados ordinários. O período entre janeiro de 1995 e junho de 2001 foi desconsiderado devido à ‘quebra’ na estrutura da série decorrente da citada transferência de créditos problemáticos da CEF para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA), em julho de 2001. As variáveis renda disponível, riqueza, preço dos imóveis e inflação se mostraram pouco significativas na maior parte das regressões, de modo que não foram incluídas na regressão principal. Uma variável binária, 0 (zero) até setembro de 2005 e 1 (hum) daí adiante, foi incluída para melhorar o ajuste da curva e dar conta de um acréscimo aparentemente ‘exógeno’ verificado recentemente, talvez, por conta da inesperada estabilidade financeira. Razões semelhantes explicam a inclusão de termo auto-regressivo (média móvel) de ordem (1). A equação foi estimada em primeiras diferenças, desse modo, evitando o problema de raízes unitárias que, pelos testes usuais, vimos que afeta as variáveis em níveis. A equação está mostrada na Tabela 5, a seguir.

5. Dependent Variable: <i>D(OCHR)</i>			
Sample(adjusted): 2001:08 2006:09			
Included observations: 62 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
<i>C</i>	175.29	1.96	0.055
<i>D(TRR)</i>	-1.87	-2.41	0.019
<i>D(SELICR)</i>	3.38	4.44	0.000
<i>RSK</i>	-0.33	-3.54	0.001
<i>D(PRS)</i>	-2.17	-4.23	0.000
<i>D(WR)</i>	0.74	3.37	0.001
<i>DUM6</i>	314.38	3.33	0.002
<i>MA(1)</i>	0.99	1653.25	0.000
<i>R-squared</i>	0.790		
<i>Adjusted R-squared</i>	0.763		
<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:</i>			
<i>F-statistic</i>	0.439	<i>Probability</i>	0.647
<i>Obs*R-squared</i>	1.026	<i>Probability</i>	0.599

As variáveis independentes têm os sinais esperados e os coeficientes são estatisticamente significativos: acréscimos na taxa referencial de juros, no risco-país e no preço do seguro habitacional impactam negativamente a procura por financiamentos habitacionais, enquanto aumentos na taxa selic, no salário real médio e na variável binária (*dum6*) têm efeitos diferenciais positivos. A regressão tem um ajuste satisfatório (R^2 ajustado de 0,763) e a estatística de Breusch-Godfrey mostra rejeição da hipótese de correlação serial com probabilidade de 0,599.

Estimamos também uma oferta de crédito habitacional. A variável dependente é a mesma da demanda, ou seja, o saldo de crédito habitacional real ao setor privado, conforme a definição do Banco Central. As variáveis independentes são as seguintes:

- i) **Taxa de juros dos financiamentos (TRR).** Tudo o mais constante, taxas de juros em alta aumentam o retorno dos bancos, portanto, têm efeito positivo sobre a concessão de crédito. Tal efeito, entretanto, é mitigado (e até invertido) nos níveis mais elevados de taxas quando aumenta concomitantemente a percepção de risco, dando lugar ao racionamento de crédito. Usamos novamente a Taxa Referencial de Juros (TR) mensal deflacionada pelo INPC sem considerar o juro real por cima desse indicador.
- ii) **Spread de financiamento (SPR).** Os bancos ganham na diferença entre taxas ativas e passivas de juros. Quanto maior essa diferença numa linha de crédito, maior tende a ser oferta de crédito nessa linha. Há, entretanto, que considerar no Brasil o fato de o crédito habitacional ser, em grande parte, determinado por regulação estatal, o que reduz o efeito do *spread* sobre a oferta desse tipo de crédito. De fato, independentemente das taxas de aplicação (condicionadas pela Selic), os bancos devem alocar em crédito imobiliário uma parcela regulamentar dos depósitos de poupança (atualmente, 65%). A variável foi medida pela diferença entre a taxa Selic e a TR.

- iii) **Risco-país (RSK)**. O efeito esperado sobre a oferta é negativo, ou seja, o mesmo que o verificado na demanda de crédito habitacional conforme mencionada anteriormente.
- iv) **Prêmios Diretos de Seguro Habitacional (PREMR)**. A relação esperada é positiva. A existência desses seguros tranqüiliza os bancos quanto a eventos incertos que podem prejudicar a rentabilidade de seus empréstimos, a saber, a morte e invalidez do devedor (MIP) e danos que prejudiquem o colateral (DFI). A escassez ou não existência desses seguros implicaria em menor oferta e maior racionamento de crédito na medida em que aumentaria o risco da operação. Utilizamos nesse estudo a soma dos prêmios diretos auferidos com seguros habitacionais do e fora do SFH, deflacionados pelo INPC. No caso dos seguros do SFH, cuja série apresenta descontinuidade a partir de janeiro de 2005, a série mensal foi projetada à frente por um modelo auto-regressivo e o valor acumulado no ano, checado com o valor reportado pela CEF.
- v) **Preço do Seguro Habitacional (PRS)**. A relação esperada é negativa, tendo em vista que os bancos antecipam o impacto prejudicial de aumentos nesse custo sobre as decisões dos devedores. A construção da variável é a mesma referida acima.
- vi) **Saldo do FCVS-Virtual (FCVSR)**. Um fator importante de expansão recente da oferta tem sido a liberação para créditos habitacionais de recursos antes aplicados em títulos públicos (FGCS-Virtual), determinada pelas Resoluções CMN 3.005/02 e 3.177/04. Utilizamos a série divulgada pelo BCB, que tem início em setembro de 2002, deflacionada pelo INPC, mantendo constante o valor entre julho de 2001 e o referido mês.
- vii) **Saldo de aplicações em cadernetas de poupança (POUPR)**. O mercado brasileiro de crédito habitacional é fortemente regulado pelo governo e tem como principal fonte de recursos as aplicações em cadernetas de poupança. Portanto, espera-se uma relação positiva entre as captações desse ativo e os empréstimos habitacionais. O saldo em tela tem como fonte o BCB e foi deflacionado pelo INPC.

A oferta foi estimada para o mesmo período da demanda, ou seja, julho de 2001 a setembro de 2006, por mínimos quadrados ordinários. A variável *spread* mostrou-se pouco significativa na maior parte das regressões de modo que não foi incluída na regressão principal. Uma razão para esse fato, como dito acima, é a forte regulamentação do crédito habitacional no Brasil que o torna pouco sensível a parâmetros tipicamente de mercado como o referido *spread*. A regressão foi estimada com as variáveis em logaritmos de modo a melhorar o ajuste da curva e contém ainda um termo auto-regressivo (média móvel) de ordem (1) de modo a solucionar o problema de correlação serial nos resíduos. A equação estimada está mostrada na Tabela 6.

6. Dependent Variable: LOG(OCHR) Sample(adjusted): 2001:09 2006:09 Included observations: 61 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	-81.394	-3.61	0.00
TRR	0.0001	1.93	0.06
LOG(FCVSRR)	-0.0899	-2.39	0.02
LOG(PREMR)	0.7448	13.48	0.00
LOG(PRS)	-0.0028	-0.56	0.58
LOG(RSK)	-0.0329	-1.92	0.06
LOG(POUPR)	0.5598	2.95	0.00
MA (1)	0.5969	5.00	0.00
R-squared	0.951		
Adjusted R-squared	0.944		
<i>Breusch -Godfrey Serial Correlation LM Test:</i>			
F-statistic	0.097	Probability	0.907
Obs*R-squared	0.232	Probability	0.890

As variáveis independentes têm os sinais esperados e os coeficientes, com exceção do preço do seguro, são estatisticamente significativos. Assim, aferimos que acréscimos na taxa referencial de juros, no volume de prêmios de seguros habitacionais e no saldo de cadernetas de poupança impactam positivamente a oferta de financiamentos habitacionais enquanto aumentos do saldo do FCVS-Virtual e no risco-país afetam negativamente a citada oferta. A regressão tem uma boa capacidade de explicação (R^2 ajustado de 0,944) e a estatística de Breusch-Godfrey mostra rejeição da hipótese de correlação serial com probabilidade de 0,89.

As equações estimadas mostraram a importância de um grupo de variáveis macroeconômicas e do mercado de seguros para o comportamento da demanda e da oferta de crédito habitacional. Em particular, notamos o impacto negativo de aumentos do preço do seguro habitacional sobre a demanda de crédito e o impacto positivo da disponibilidade desse seguro (dada pelos prêmios diretos) sobre a oferta desse crédito.

Modelos de Financiamento Imobiliário e Seguros Respectivos

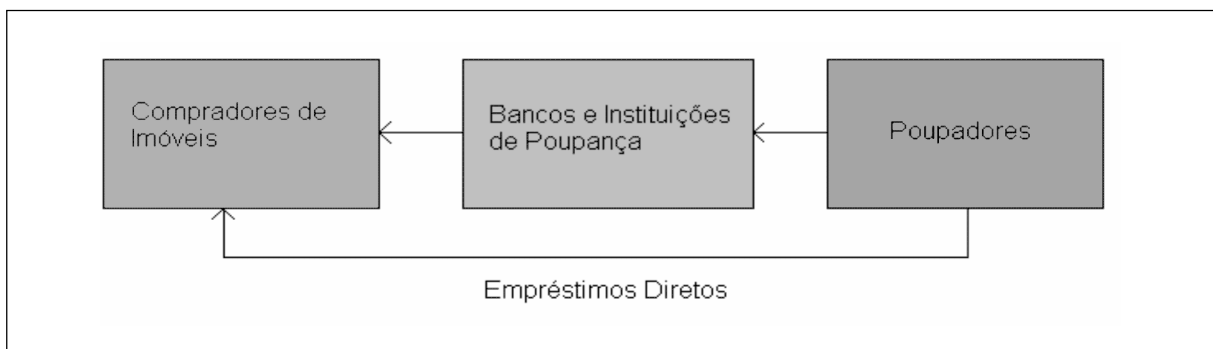
Existem, basicamente, dois modelos de financiamento imobiliário: i) o modelo bancário, em que os financiadores captam recursos através da emissão de seus próprios passivos, geralmente depósitos, e ii) o modelo de mercado secundário, em que o originador dos empréstimos (possivelmente, um banco) vende os créditos para uma entidade do mercado secundário, que se financia pela emissão de títulos lançados no mercado de capitais. Tipicamente, os compradores desses títulos são investidores institucionais com perfis de investimento de médio e longo prazo.

Como o financiamento imobiliário trabalha com recursos elevados e aplicados em prazo longo, o sucesso de tais modelos requer a facilidade de acesso ao colateral tanto por parte de devedores quanto de credores. Ou seja, é necessário que a lei facilite a execução de hipotecas e que os títulos de propriedade sejam bem estabelecidos. Os modelos são similares no objetivo final, mas a divisão de trabalho e a alocação de risco podem ser muito diferentes. Os bancos realizam todas as funções básicas de crédito, levantam fundos, emprestam, administram as hipotecas e aceitam a maioria dos riscos dos empréstimos. Já o modelo de securitização se baseia na capacidade do mercado de títulos de captar recursos numa velocidade maior, com taxas de juros menores que as do modelo bancário, e dividir entre os vários participantes os riscos do negócio.

A Figura 1 é um diagrama do fluxo de fundos no modelo bancário. Ela mostra a simplicidade inequívoca do sistema. Os poupadores aplicam seus recursos nos bancos e instituições de poupança e esses emprestam tais recursos aos compradores de imóveis, lucrando na diferença entre taxas de juros ativas e passivas.

Sistemas desse tipo ainda são predominantes na maioria dos países, com a exceção notável dos Estados Unidos. O modelo teve origem na Inglaterra, no final do século XVIII, com as sociedades de construção (*building societies*) e, gradualmente, evoluiu para sistemas com uma base mais ampla em termos de ativos e passivos, mas com entidades especializadas e objetivo restrito ao crédito imobiliário. Na versão mais simples, os poupadores são as famílias e o meio de poupança são depósitos bancários de curto e médio prazo. Mais recentemente, a entrada no setor dos bancos comerciais e de outros intermediários assinalou a queda relativa das instituições depositárias especializadas. Os bancos comerciais têm a vantagem de serem mais diversificados no que concerne às linhas de negócios e, ademais, têm reconhecida capacidade no gerenciamento de riscos e no aproveitamento de oportunidades de venda de outros produtos. Uma desvantagem do modelo é a sua dependência de depósitos de curto prazo que podem ser muito instáveis, como demonstra a experiência brasileira, ou que os expõe ao problema do risco de taxas na medida em que a difusão de empréstimos com taxas flexíveis de juros ainda encontra dificuldades na resistência dos devedores.

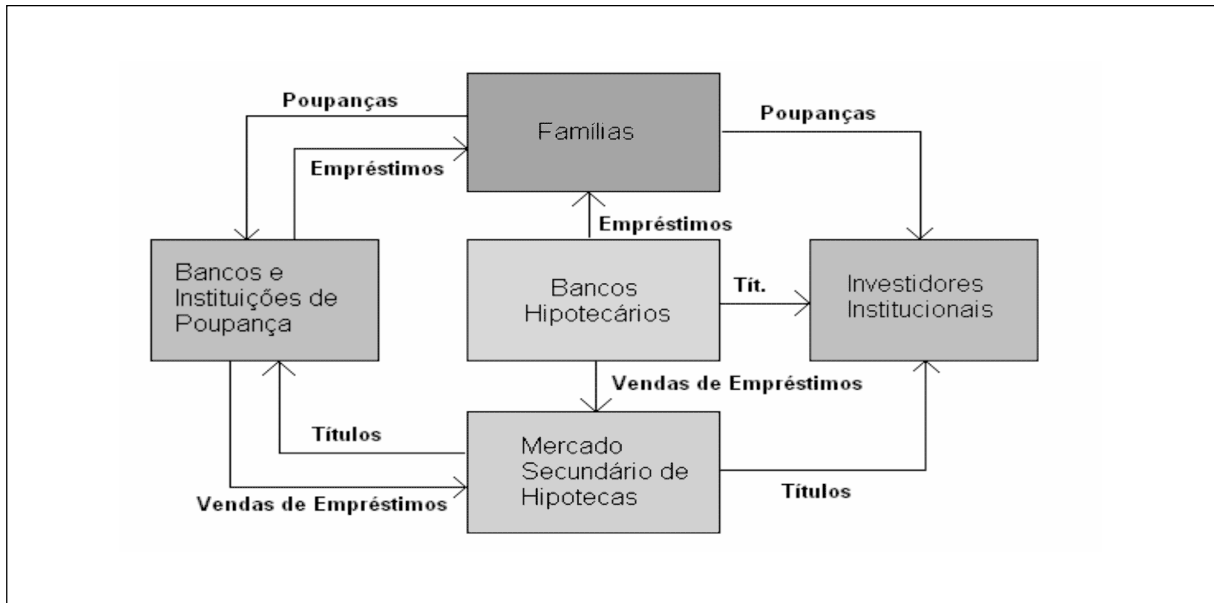
Figura 1 – Sistema de Empréstimos Diretos com “funding” de depósitos



O modelo bancário admite variantes de maior complexidade. Assim, nos sistemas de poupança contratual (*contract savings*), a maior parte dos recursos obtidos pelos bancos advém de poupanças dos próprios compradores potenciais de imóveis. Essas poupanças são, geralmente, remuneradas a taxas de juros inferiores às de mercado, mas garantem ao mutuário potencial, no caso de conclusão do contrato, empréstimos a taxas de juros mais baixas. Tipicamente, o sistema é apoiado pelos governos por meio de bônus de poupança, que permitem ao mutuário o alcance mais rápido dos requisitos de parcela à vista (*down-payment*), e via tratamento fiscal favorecido, sendo importante em países como Áustria, França e Alemanha bem como na América Latina. Outra variante é o sistema de 'banco hipotecário' em que instituições especializadas originam e servem os empréstimos, mas obtêm *funding* de longo prazo através de títulos que emitem e colocam, preferencialmente, junto a investidores institucionais. Este tem prevalecido desde meados do século XIX na Europa continental (particularmente na Alemanha e Escandinávia) e também foi predominante nos Estados Unidos até meados da década de 80, com as *savings & loans institutions*. A diferença principal entre eles é que os bancos europeus tenderam a evitar o problema do descasamento de ativos e passivos, o inverso ocorrendo com as S&L norte-americanas.

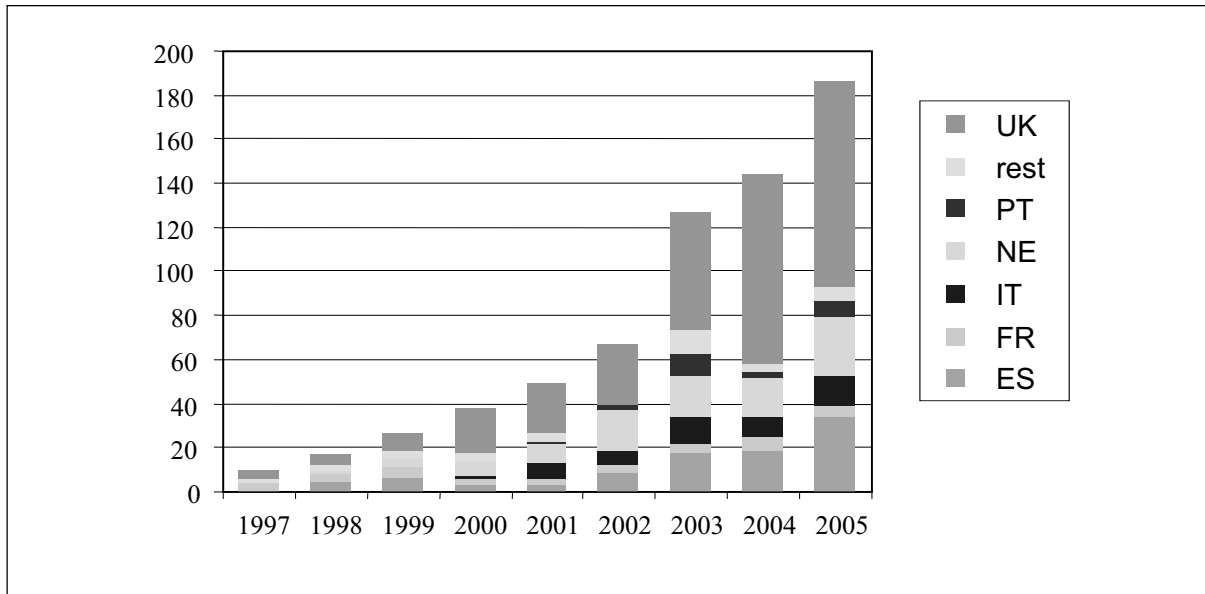
O modelo de empréstimos diretos com *funding* de depósitos é frequentemente caracterizado como um sistema de varejo em que os financiadores lidam diretamente com o público nas duas pontas, isto é, obtendo e emprestando recursos. O modelo de mercado secundário, comentado à frente, é tido como um sistema de atacado, pois, tipicamente, os bancos obtêm recursos em operações de larga escala junto a investidores institucionais. O modelo de banco hipotecário é, assim, uma combinação dos enfoques de varejo e de atacado.

A Figura 2 mostra o fluxo de fundos no modelo de mercado secundário. Tal modelo envolve a venda para terceiros de empréstimos hipotecários (ou uma carteira deles), originados por bancos comerciais, hipotecários ou instituições de poupança. As compradoras são empresas especializadas (chamadas *special purpose vehicles*, SPV), e podem ser independentes do originador ou não. Essas empresas constituem o mercado secundário de hipotecas e se financiam através da emissão de títulos garantidos (ou colateralizados) pelas hipotecas e colocados nos mercados de capitais, principalmente, junto a fundos de pensão e seguradoras. O esquema fecha com os aportes de poupanças das famílias para os bancos comerciais e instituições de poupança bem como para os investidores institucionais. Portanto, o modelo produz a transferência de riscos e de propriedades dos originadores para terceiras partes, sendo similar ao modelo de banco hipotecário, desse diferindo no fato de as SPV não originarem empréstimos.

Figura 2 – Sistema de Financiamento baseado em Mercado Secundário de Hipotecas

O modelo de mercado secundário foi desenvolvido nos Estados Unidos na década de 70 como um meio de os bancos obterem recursos 'fora do balanço' (*off-balance sheet*), ou seja, vendendo hipotecas às SPV de modo a minimizar os riscos associados a tais operações, particularmente, o risco de empréstimos a taxas fixas de juros (regulação Q) em conjunturas de inflação crescente e de taxas de juros idem. Uma classe especial de SPV garantiu o sucesso do mercado. Os títulos emitidos pelas entidades apelidadas de *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac* – que formam o grupo das GSE (*government sponsored entities*) – tiveram forte aceitação por parte dos investidores institucionais tendo em vista seu baixo risco de default, a despeito dos riscos eventualmente elevados dos devedores nas hipotecas. As atividades das GSE se expandiram na década de 90 e, atualmente, o sistema financia a maior parte dos empréstimos hipotecários nos Estados Unidos.

O modelo de mercado secundário tem crescido fortemente em países de língua inglesa como Austrália, Canadá e África do Sul, e está sendo implantado na Europa continental e partes da Ásia e América Latina, contribuindo para o gerenciamento de riscos e de capital bem como expandindo a liquidez dos mercados imobiliários respectivos. Note-se que na União Européia, a emissão de MBS residenciais passou de pouco mais de € 20 bilhões, em 1999, para € 186 bilhões, em 2005, sendo os principais emissores Inglaterra, Espanha e Holanda, nessa ordem (gráfico 5). Mas sua viabilidade requer que o custo dos recursos de varejo seja superior ao custo de atacado, que o mercado de capitais seja razoavelmente desenvolvido e que os originadores tenham facilidade em acessar fontes não tradicionais de recursos (*off-balance sheet resources*). Talvez por isso a adaptação tenha sido mais difícil alhures e a dominância deste modelo só ocorra efetivamente nos Estados Unidos.

Gráfico 5 – Emissões de RMBS reais na Europa (€ bi)

Fonte: Batcharov (2006).

As vantagens alegadas do modelo de mercado secundário são as seguintes: a) conectam melhor os mercados hipotecários e de capitais, provendo uma fonte de recursos mais elástica, estável e de prazo mais longo, o que beneficia os tomadores com empréstimos a juros mais baixos, com prazos maiores e menores requisitos de parcela à vista; b) a securitização remove, pela venda, as hipotecas dos balanços dos originadores que se livram, assim, dos riscos inerentes aos créditos e obtêm recursos que podem ser aplicados em novas hipotecas; c) os supridores de fundos (investidores) não são afetados pelos respectivos status financeiros dos originadores, e d) os diversos agentes podem se especializar nas funções em que são mais eficientes, pois o modelo separa as funções de originação, serviço, financiamento e aceitação de riscos, antes agrupadas. Em particular, os investidores institucionais que adquirem títulos garantidos por hipotecas não precisam se envolver com os aspectos de originação e serviço da dívida. Quanto ao risco de taxa de juros, seu gerenciamento é uma das especialidades desses investidores, logo, não há preocupação maior aí. Sobre o risco de crédito, no caso as hipotecas mais arriscadas, sua transferência para as seguradoras é a norma nos Estados Unidos.

Entretanto, a referida separação de funções não ocorre sem custos decorrentes da dependência mútua dos diversos participantes. Por exemplo, as SPV e os investidores devem se preocupar com a qualidade dos créditos vendidos pelo originador, pois esse tem um conhecimento melhor do que aqueles a respeito dos seus clientes e pode ser tentado a lhes repassar os piores créditos (seleção adversa). Analogamente, os servidores do crédito podem não ter os mesmos incentivos que os investidores para realizar adequadamente essa tarefa. Em outros termos, a assimetria de informações é um problema real no modelo de mercados secundários e levanta os conhecidos problemas de dicotomia agente/principal que devem ser colocados na balança em oposição aos benefícios em termos de facilidades de levantar capital etc. Mais: o problema tende a ser agudo nos

países em desenvolvimento onde tais assimetrias são maiores. Nesses países, os originadores costumam ter bom conhecimento dos devedores, mas o inverso ocorre com os demais participantes em razão da indisponibilidade de dados públicos sobre risco de crédito, dados históricos de preços de ativos etc. Ou seja, os modelos estatísticos que compensariam a vantagem dos financiadores ficam largamente prejudicados nesses ambientes. O problema se torna ainda maior quando o devedor ficando inadimplente, o processo de retomada do imóvel é de alto custo (por ser longo ou caro). Nesses casos, o imóvel não é um bom colateral e a informação, difícil de obter nesses mercados, se torna um ativo ainda mais valioso e de falta ainda mais sentida.

Tipicamente, no modelo bancário, as funções de originação, serviço, gerenciamento de riscos e financiamento são realizadas pelas mesmas instituições, sejam elas bancos ou entidades de poupança. Por isso, o sistema é dito 'agrupado' (*bundled*). O gerenciamento dos riscos de crédito e de taxas pode ser realizado por mecanismos diversos como os seguros contra *default*, prestamista e de fluxos de caixa, a imposição de limites mais baixos à relação dívida/valor do imóvel, a concessão de crédito restrita aos devedores com cadastro impecável, a diversificação geográfica dos empréstimos e retenção de capital em montante elevado. No modelo de mercado secundário, as referidas funções são, em geral, separadas (*unbundled*) e realizadas por diferentes instituições. A originação de empréstimos pode ser realizada por um banco ou por um corretor especializado, o serviço, por administradoras de hipotecas, o *funding* é obtido pelas SPVs via compra de hipotecas e emissão de títulos garantidos por tais hipotecas, e os investidores abarcam grupos diversos, nacionais ou estrangeiros, como seguradoras, fundos de pensão, fundos mútuos etc. Dada a maior diversidade de agentes e o problema de assimetria de informações, o gerenciamento adequado de riscos deve ser muito mais cuidadoso nesse modelo que no modelo bancário. Daí o maior desenvolvimento dos seguros de crédito e de fluxos de caixa nesse modelo relativamente ao anterior. Esses seguros removem as incertezas quanto à falta de informação e de padronização das hipotecas e, portanto, estimulam o crescimento das transações em mercados secundários. Entretanto, o seguro de crédito não pode por si próprio resolver os problemas de baixa capacidade de pagamento e de acesso ao colateral que existem em muitos mercados imobiliários. Daí o desenvolvimento de esquemas estatais de garantia de créditos, como os existentes nos Estados Unidos e alhures, referidos acima.

A Experiência dos Estados Unidos e Inglaterra

O mercado de títulos vinculados a hipotecas (*mortgage backed securities*, MBS) é dos mais importantes nos Estados Unidos. Em 2004, por exemplo, o saldo de MBS em circulação atingiu US\$ 4,4 trilhões, sobre o qual se erigiu um mercado de empréstimos hipotecários cujo volume em circulação foi de US\$ 10,1 trilhões. Os citados títulos representaram, nesse mesmo ano, 23,3% do total de títulos de dívida em circulação nos Estados Unidos, a maior parte deles lastreando hipotecas residenciais³³ (tabelas 7 e 8).

³³ Conforme Rodrigues Alves (2005), pgs. 39 e seguintes.

Tabela 7 – Volume de MBS's em circulação nos Estados Unidos (US\$ bilhões)

	GSE				S. Privado	Total	GSE como % total	Memo: Volume de Hipotecas em circulação
	GNMA	FNMA	FHLMC	Subtotal				
1985	212,1	55,0	105,0	372,1	nd	–	–	nd
1990	413,6	299,8	312,0	1.025,4	53,3	1.078,7	95,1	nd
1995	472,3	583,0	515,1	1.570,4	194,7	1.765,1	89,0	nd
2000	611,6	1.057,8	822,3	2.491,7	578,3	3.070,0	81,2	6.820,2
2004	442,3	1.895,8	1.209,2	3.547,3	855,6	4.402,9	80,6	10.127,8

Fonte: FED, citado por Rodrigues Alves (2005).

Tabela 8 – Estoque de Ativos Financeiros em circulação nos Estados Unidos (US\$ bilhões)

	Municipais	Tesouro	MBS's e CMO's	Títulos Privados	Agências Federais	Mercado Moeda	Lastro Ativos	Total
1985	859	1.438	372	776	294	847	1	4.587
1990	1.184	2.196	1.333	1.350	435	1.157	90	7.745
1995	1.293	3.307	2.352	1.937	845	1.177	316	11.227
2000	1.481	2.952	3.565	3.359	1.855	2.663	1.072	16.947
2004	2.019	3.944	5.472	4.704	2.745	2.872	1.828	23.584
04 % total	8,6	16,7	23,2	19,9	11,6	12,2	7,8	100

Fonte: The Bond Market Association, citado por Rodrigues Alves (2005).

No mercado de MBS norte-americano, as taxas de juros e demais condições são competitivas, a padronização é a norma e a incerteza jurídica é nula. Ademais, o mercado imobiliário tem forte apoio do mercado de seguros. Nos financiamentos garantidos pela FHA e VA, o seguro de crédito é estatal e obrigatório e cobre, normalmente, 100% do valor da hipoteca. No mercado secundário, os seguros privados cobrem as MBS emitidas pelas GSE³⁴, responsáveis pela compra de cerca de 40% de todos os empréstimos hipotecários norte-americanos e por 80% dos do volume de MBS e circulação. Nos financiamentos não garantidos pelo governo, as instituições financeiras costumam exigir tal seguro nos créditos imobiliários de LTV maior que 80%, sendo empurradas nesse sentido pelas citadas GSE, que obrigam tal contratação para adquirirem suas hipotecas³⁵ (tabelas 9 e 10). Esses seguros cobrem entre 12 e 30% do montante da dívida e são ofertados por seguradoras privadas sendo embutidos em cerca de 1,5 milhões de contratos por ano. Até recentemente³⁶, a difusão do seguro de crédito no mercado norte-americano conferiu ao investidor uma percepção de risco praticamente nula e liquidez total ou parcial em caso de inadimplência, acarretando baixas taxas de juros nos mercados primário e secundário de hipotecas e razões LTV que ultrapassam os

³⁴ Fannie Mae, Ginnie Mae e Freddie Mac são consideradas *government sponsored entities* (GSE), junto com os *Federal Home Loan Banks*.

³⁵ O calote costuma ocorrer na interseção de três eventos: patrimônio líquido negativo, ou seja, valor do imóvel inferior ao valor da dívida, eventos adversos como doença ou desemprego e falta de recursos para enfrentar tais dificuldades. Nos Estados Unidos, acredita-se que exista alta correlação entre *default* e empréstimos com LTV de mais de 80%. Sobre isso, ver Van Order (2005).

³⁶ Uma das razões da recente crise do *subprime* foi justamente a redução dos seguros de crédito devido ao desenvolvimento de produtos hipotecários que dispensavam práticas bancárias tradicionais e prudentes. Ver a respeito, Faria (2008 e 2009).

95%, propiciando a aquisição de residências a extenso número de famílias O seguro de título de propriedade³⁷ e o seguro contra danos ao imóvel, embora não obrigatórios, também costumam ser exigidos pelos bancos e instituições de poupança. Já o seguro de vida e invalidez é, normalmente, deixado a critério do mutuário³⁸.

Tabela 9 – Seguros de Crédito Hipotecário nos Estados Unidos

	Setor Privado	FHA*	VA*
Tipo	seguro	seguro	garantia estatal
Cobertura	12-30% do montante	100%	100%
Montante Máximo do Empréstimo	USD 500 Mil	USD 120 a 220 Mil	USD 203 Mil
Pagto mínimo à vista	3%	3%	nenhum
Termo	até 40 anos	15 a 30 anos	15 a 30 anos
Tipo de Prêmio	mensal, anual ou único	inicial + mensal	único
Preço (% do Valor do Empréstimo)	0,32 - 0,90% anualmente	0,5% anualmente	1,2 a 3%
Fatua dos Seguros Hipotecários	52,40%	33,90%	13,70%
Fatua dos Empréstimos Hipotecários	14,70%	9,50%	3,90%

Fonte: Liu, D. (2000).

* Federal Housing Administration (FHA) e Department of Veteran Affairs (VA).

Fonte: “Exporting Mortgage Insurance Beyond the United States”, Liu, David, in Housing Finance International, vol.14, jun.2000.

[www.housingfinance.org/ IndustryInformation/NAmerica_jun00us.pdf](http://www.housingfinance.org/IndustryInformation/NAmerica_jun00us.pdf)

Tabela 10 – Prêmios de Seguros Hipotecários Emitidos (US\$ milhões)

	FHA	VA	PMI *	Total	PMI/Total %	PMI: Apólices em circulação
2001	131.240	35.443	282.506	449.189	62,9	698.316
2002	145.053	41.945	337.053	524.051	64,3	733.278
2003	176.947	40.546	302.203	519.696	58,1	619.029
2004	93.660	35.310	210.043	339.013	62,0	606.196

Fonte: MICA Fact Book 2005-2006.

* PMI = private mortgage insurance.

Na Inglaterra, até os anos 70, o sistema era fortemente dominado pelas *bulding societies*, cuja origem data do fim do século XVIII e que inspiraram as S&L norte-americanas e os bancos hipotecários da Europa continental. Estas entidades funcionavam como um tipo de cooperativa (*mutuals*), sem fins lucrativos, e se associavam em cartéis no âmbito da *Building Societies Association* (BSA). O caráter cartelizado do mercado, consentido pelo governo, bem como regulações estatais que restringiam a entrada no setor dos bancos comerciais e limitavam as operações de financiamento faziam com que o sistema operasse de modo pouco competitivo e usando critérios bastante conservadores de concessão de empréstimos. Tradicionalmente, a demanda por hipotecas excedia a oferta e a lacuna

³⁷ Nos Estados Unidos, o seguro de título de propriedade é importante devido à ausência de registro estatal de propriedade. O RGI de lá funciona apenas como arquivador dos documentos que comprovam as transações e não como identificador da titularidade.

³⁸ Conforme Rodrigues Alves (2005), pgs. 31-42, Blood (1998), Anexo B, e Updegrave (2003).

era fechada através de mecanismos de racionamento de crédito de modo que, tipicamente, o aspirante a mutuário esperava até dois anos pela concessão do crédito. O produto típico oferecido pelo mercado era uma hipoteca com taxas variáveis de juros, razão LTV entre 75 e 80%, termo entre 20 e 25 anos e despesas com juros dedutível da base do imposto de renda.

Tal situação mudou inteiramente depois da desregulação. A eliminação, em 1979-80, dos controles de câmbio e das restrições às operações ativas dos bancos comerciais (mecanismo chamado *corset*) provocou a rápida entrada desses intermediários no negócio de empréstimos hipotecários. A fixação de condições mais competitivas de taxas e de prazos resultou na absorção pelos bancos de 40% das hipotecas emitidas logo no primeiro ano de funcionamento do novo esquema. A conseqüente tensão no mercado entre bancos e sociedades de construção levou o governo a baixar, em 1986, o *Building Societies Act* permitindo às referidas sociedades operar de modo semelhante aos bancos, ou seja, ofertando serviços financeiros similares, aumentando em até 20% a parcela de empréstimos de risco em suas carteiras, obtendo até 40% do *funding* no sistema bancário e engajando-se em operações de mercado secundário.

O resultado dessas mudanças foi o fim do racionamento de crédito e verdadeira explosão da oferta de produtos hipotecários (com centenas de hipotecas diferentes à disposição dos consumidores) e a transformação de muitas sociedades de construção em sociedades por ações (*demutualization*). O turvamento da distinção entre tais sociedades e os bancos determinou a criação de um mercado pujante de hipotecas e produtos a elas relacionados, conhecido pela alta variedade de agentes que nele operam (originadores, prestamistas, corretores, agentes de mercado, seguradoras, conduits etc.). Como se vê na Tabela 11, o volume de empréstimos hipotecários residenciais no Reino Unido montou, em 2004, a €1.243 bilhões (€20.835 *percapita*), correspondendo a 72,5% do PIB e se situando, em valores relativos, em terceiro lugar no quadro da União Européia.

Tabela 11 – Europa – Empréstimos Hipotecários Residenciais em 2004

	<i>Volume em circulação (€ bilhões)</i>	<i>Volume como % do PIB</i>	<i>Volume por habitante €</i>
<i>Holanda</i>	518,1	111,1	31.868
<i>Dinamarca</i>	174,3	89,7	32.292
<i>Reino Unido</i>	1.243,3	72,5	20.835
<i>Alemanha</i>	1.157,0	52,4	14.019
<i>Espanha</i>	384,6	45,9	9.083
<i>França</i>	432,3	26,2	7.217
<i>Itália</i>	196,5	14,5	3.395
<i>Europa - 15</i>	4.556,2	46,4	11.931
<i>Europa - 25</i>	4.670,7	45,3	10.223
<i>Estados Unidos</i>	7.568,2	64,5	25.772

Fonte: European Mortgage Federation Website.

Uma característica do mercado hipotecário britânico, herança dos anos de inflação elevada na década de 70, é a concentração em hipotecas com taxas flexíveis de juros (2/3 do total em 2003) de modo que o mercado apresenta baixa exposição aos riscos de taxa de juros e de pré-pagamento do principal.

O mercado de hipotecas tem sido muito bem sucedido em termos do objetivo da aquisição da casa própria: atualmente, 69% das famílias são proprietárias e mais de 40% dos devedores no primeiro imóvel têm razões dívida/renda anual de mais de três e razões LTV de mais de 90%.

Outra característica importante é que os originadores se valem fortemente do mercado segurador na cobertura dos riscos associados às hipotecas. Nos créditos de elevada razão LTV (geralmente, superiores a 75%) a praxe é a contratação de seguro contra *default* em favor do credor (chamado *mortgage indemnity guarantee*, MIG). Costumeiros também são os seguros de proteção de pagamento (*mortgage payment protection insurance*, MPPI) que, tipicamente, indeniza o devedor em caso de inadimplência causada por desemprego, acidente ou doença, cobrindo os juros devidos entre 12 e 18 meses, os seguros temporários de vida, de danos físicos ao imóvel (*building insurance*), de conteúdo e de pagamento da dívida (chamado *payment protection insurance*, PPI). A apólice de danos físicos ao imóvel é a única obrigatória por lei nos empréstimos hipotecários. A ligação entre finanças e seguros é tal que muitos bancos e sociedades de construção resolveram entrar no negócio de seguros comprando ou adquirindo participações relevantes em seguradoras. Essas relações permitiram que os originadores ganhassem também com a venda de produtos de seguros a devedores e a investidores, estimando-se que, na média, 20% da renda anual dos grandes originadores provenham dessas vendas. Tais ganhos formam um sistema de subsídios cruzados que permitem a redução de custos e taxas de juros das hipotecas. Assim, um devedor pode ficar isento da comissão de originação e obter uma taxa de juros menor se adquirir determinadas apólices de seguros ofertadas pelo prestamista.

O seguro contra *default* (MIG) se aplica tipicamente às hipotecas de razão LTV maior que 75%, sendo vendido por seguradoras *multi-line* (não existe imposição de empresas *mono-line* como nos Estados Unidos). Os prêmios costumam ser pagos na frente ou adicionados ao saldo devedor e ficar entre 4,5% e 6,5% do montante segurado, sendo esse definido como a diferença entre a dívida contratada e 75% do valor da propriedade (parâmetro considerado normal). A indenização é devida quando a venda do imóvel retomado gera um déficit na conta do credor. Até meados da década de 90, o déficit era calculado como a diferença entre a dívida e o valor de venda do imóvel, diferença essa a que se somam os juros em atraso e 100% dos custos incorridos na venda e se subtrai a perda que a instituição financeira teria se tivesse emprestado a uma razão LTV de 75%.

Historicamente, as apólices de seguros de crédito (MIG) eram vendidas acopladas às hipotecas juntamente com as apólices compreensivas residenciais (*building and content*) e a sinistralidade de ambas era baixa. Entretanto, tal situação mudou na primeira metade da década de 90 numa conjuntura de recessão e desemprego. A conseqüente alta da sinistralidade e prejuízos para as seguradoras que atingiram £5 bilhões entre 1991 e 1993 trouxeram graves dificuldades para algumas companhias e mostraram as falhas existentes na estrutura do mercado. Do lado das seguradoras, foram feitas mudanças sensíveis no desenho dos seguros MIG. As principais alterações foram as seguintes: aumento dos prêmios em até 60%, imposição de cosseguro com os prestamistas numa base de 80-20%, indenização limitada à diferença entre a dívida efetivamente contratada e aquela que corresponderia a uma razão LTV 'norma' de 75%, restrição ao reembolso da totalidade dos custos de venda do

imóvel retomado, redução do termo contratual para um máximo de 8 anos, exclusão dos empréstimos par aquisição de imóveis semi-comerciais, reavaliação periódica do estado da propriedade visando pagamento de indenização adstrito ao estado da propriedade no momento da aquisição etc. Tais mudanças, evidenciando aumento da percepção de risco, tiveram impacto adverso sobre os prestamistas e sobre os devedores na forma de custos mais altos e exigências de maiores pagamentos à vista. Aqueles reagiram obtendo do governo (1992) autorização para estabelecerem suas próprias seguradoras em mercados *offshore* (*captives*) com as seguintes vantagens: economia na despesa com prêmios, eliminação de problemas com terceiras partes (agente-principal), acesso mais fácil a resseguros de catástrofe (para hipotecas de maiores riscos) e taxas de impostos mais baixas.

Um problema adicional com o seguro de crédito, que ocorre também nos Estados Unidos, é a sua impopularidade devido ao fato de ser, tipicamente, pago pelo devedor, mas em benefício do credor. Muitos não entendem que, dispondo de pouco capital, na ausência desse tipo de seguro, não lhes seria possível obter qualquer financiamento, havendo necessidade de esperar até que suas poupanças lhes permitissem fazer o pagamento à vista suficiente para dispensar o custo do seguro de crédito. Ou seja, o benefício direto vai para o credor, mas, indiretamente, o devedor também se beneficia via disponibilidade imediata de crédito e com taxas de juros razoáveis.

O financiamento para aquisição da casa própria é incentivado no Reino Unido essencialmente através do sistema tributário. Os juros hipotecários são dedutíveis na fonte da base do imposto de renda até determinado valor e não há taxa sobre o ganho de capital obtido na venda de imóveis e sobre a renda imputada de aluguéis. Fora disso, os devedores britânicos contam, desde 1948, com o programa governamental chamado ISMI (*Income Support for Mortgage Interest*), que objetiva auxiliar o mutuário desempregado a arcar com o pagamento de juros até encontrar novo emprego. Devido à forte elevação do ônus fiscal suportado pelo esquema no fim da década de 80 e início da de 90, o programa foi reformulado pelo governo em 1995 por meio da imposição de um período de espera de nove meses entre a demanda do subsídio e a liberação do recurso. A expectativa das autoridades era de que, dada a impopularidade do seguro MIG e as alegações de que o ISMI deslocava (*crowded-out*) os seguros privados, as seguradoras supririam a lacuna aumentando a oferta de seguro de proteção de pagamento (*mortgage payment protection insurance*, MPPI).

A experiência com o seguro MPPI após 1995 é considerada mista. De um lado, não ocorreu a temida concentração do seguro nos melhores riscos, o que seria potencialmente perigoso para os credores e, em último caso, para o governo. Além disso, as apólices foram padronizadas, tornaram-se mais inclusivas e o custo caiu substancialmente ao longo do tempo. Entretanto, a contratação é menor nos casos de riscos maiores e de mutuários de classes menores de renda, de modo que as pessoas que têm menos condições de suportar o período de nove meses de espera do ISMI são as menos seguradas pelo apólice MPPI. Embora em crescimento, a procura por seguros MPPI continua relativamente baixa: em fins de 2005, conforme o *Council of Mortgage Lenders*, das 11,6 milhões de hipotecas em circulação no Reino Unido, apenas 21% tinham tal cobertura. A alta sinistralidade nos períodos de recessão e desemprego torna a lucratividade da apólice volátil de modo que algumas seguradoras procuraram restringir as coberturas e outras saíram do mercado.

Síntese da Experiência Internacional

A experiência internacional no que concerne aos mercados hipotecários e de seguros vinculados a empréstimos hipotecários pode ser sintetizada nos seguintes itens:

- a) **Aumento de participação dos bancos.** Essa é uma tendência bem estabelecida desde a década de 80 em vários países. O *market share* dos intermediários bancários tem aumentado continuamente às expensas do mercado de instituições como as S&L (Estados Unidos), bancos hipotecários (Inglaterra e Alemanha) e sociedades financeiras (França).
- b) **Turvamente das distinções entre intermediários bancários e não bancários no que concerne às operações ativas e passivas.** Na medida em que as instituições não bancárias tiveram seus mercados reduzidos, passaram a exigir liberdade de ação equivalente a dos bancos. Desse modo, em muitos aspectos, a distinção entre os dois conjuntos cessou de ser relevante. Observamos isto nos Estados Unidos, na Alemanha e na Inglaterra, com a desregulamentação das atividades das S&L e dos bancos hipotecários. Analogamente, na Alemanha, os bancos comerciais obtiveram o direito de emissão de *pfandbrief*, antes restrito aos bancos hipotecários.
- c) **Aumento da participação do setor privado na intermediação financeira.** Essa é uma tendência generalizada e independente da estrutura do mercado, embora em muitos mercados nacionais, como os da América Latina, a presença do Estado seja ainda dominante. Está ligada à impressão de que o setor privado financeiro aloca mais eficientemente os recursos do que o setor público, e que esse frequentemente extravasa seus problemas e suas deficiências de capital para os bancos centrais e tesouros públicos com repercussões negativas para a distribuição da renda e para a estabilidade macroeconômica.
- d) **Maior competição entre os diversos intermediários.** Esse é um corolário dos fatores mencionados acima e a prova disso é a redução das taxas de juros e dos *spreads* de intermediação na maioria dos países.
- e) **Mudança de foco na política de fomento.** Tal mudança segue certa cronologia. Primeiro, os subsídios diretos aos construtores/incorporadores foram redirecionados para os intermediários na forma de subsídios de taxas de juros em proveito dos mutuários. Foi o que ocorreu, por exemplo, na Espanha. Depois, os subsídios de taxas de juros foram redirecionados para os devedores na forma de bônus em dinheiro (caso recente do Chile) e/ou canalizados indiretamente para o mercado hipotecário na forma de garantias e seguros estatais cobrindo o risco de crédito (casos dos Estados Unidos e Inglaterra). Alguns países, como França, Alemanha e Japão, no entanto, avançaram menos no caminho do subsídio direto aos devedores.
- f) **Avanço do modelo de securitização.** Até a década de 80, o modelo depositário, seja baseado em captações de varejo ou atacado, dominava a cena do mercado hipotecário. Entretanto, na medida em que aumentaram os riscos de liquidez e de preço decorrentes da volatilidade das taxas de juros

e diminuiu o *funding* de varejo, cresceu o modelo de securitização. Tal crescimento, porém, em muitos casos, não tem dispensado o apoio estatal. Assim, dos países pesquisados acima, todos empreenderam esforços para desenvolver essa alternativa de financiamento, sendo de se notar os sucessos dos Estados Unidos, da Inglaterra e da Espanha. Não se vislumbra a decadência do modelo depositário, mas, no futuro, estima-se que cederá significativa parcela do mercado ao modelo de securitização.

- g) **Avanço dos empréstimos a taxas flexíveis de juros.** Nos países com histórico de inflação elevada como a Espanha e as nações da América Latina, esse é o único meio de aumentar consistentemente a oferta de crédito hipotecário. Porém, a modalidade está se desenvolvendo inclusive em países sem maiores problemas nessa área, como Inglaterra e Japão. Para os intermediários financeiros desses países, o crédito a taxas flexíveis de juros reduz significativamente o risco de preço. Entretanto, em outros países, como Estados Unidos, França e Alemanha, esses empréstimos avançaram menos devido à resistência do lado da demanda, isto é, dos devedores.
- h) **Gerenciamento complexo de riscos.** Tradicionalmente, os intermediários financeiros usavam cinco linhas de defesa contra o risco de inadimplência de seus créditos. A primeira são limites que definem a exposição máxima do intermediário a determinados perfis individuais ou de grupo. A segunda é a taxa de juros que deve ser cuidadosamente fixada, tendo em vista o risco e o custo de oportunidade do devedor. A terceira é o contrato de crédito que deve conter cláusulas protetoras contra o prejuízo que a inadimplência do devedor pode fazer no balanço do banco. A quarta é a exigência de colateral. A quinta é o próprio capital do banco. Nas últimas décadas, entretanto, novas linhas de defesas foram adicionadas como, por exemplo, operações de *credit enhancement*, dentre as quais se destacam os seguros de crédito e os seguros de proteção de pagamento, a garantia através de terceiros, a securitização de recebíveis e operações com derivativos que permitem a troca do risco via *swaps*. Essa é uma tendência que cresce na medida em que o mercado hipotecário passa a fazer maior uso dos mercados de capitais e a se relacionar mais intensamente com o mercado de seguros. Na maioria dos países (com exceção dos Estados Unidos e Inglaterra), o modelo tradicional ainda é a regra, mas a evolução no sentido de maior complexidade no gerenciamento de riscos é uma realidade em todas as nações. Nesse sentido, a oferta dos citados seguros constitui um dos fatores de sucesso dos mercados hipotecários modernos.
- i) **Reforço dos direitos de execução.** Essa é uma tendência que beneficia principalmente os países latinos onde a inadimplência é alta e a lei tende a tomar as dores dos devedores e descuidar dos direitos dos credores. As experiências do México, Chile, Brasil e Argentina são comuns no sentido em que legislações recentes foram baixadas tendo em vista equilibrar a citada relação.
- j) **Aumento dos prazos dos empréstimos e das razões LTV.** Essa tendência decorre dos fatores mencionados acima, tendentes a produzir melhor gerenciamento dos riscos de preço, liquidez e crédito, e do maior acesso a fontes de financiamento de longo prazo (como as proporcionadas pela securitização). Na medida em que isso ocorre, torna-se possível aos intermediários ofertar créditos em prazos maiores e com razões LTV idem.

Propostas de Aperfeiçoamento do Mercado de Empréstimos Habitacionais e do Mercado de Seguros Habitacionais

Do exposto acima, fica claro que o desenho do mercado de seguros habitacionais não é independente do desenho do mercado de financiamento imobiliário. Começamos, então, por esse último.

Devido à criação do SFH, entre 1965 e o início da década de 80, o mercado de financiamento imobiliário brasileiro teve crescimento exponencial entrando, a partir daí, num período de decadência do qual só recentemente começou a sair³⁹. Entretanto, mesmo na fase de expansão, o mercado mostrou deficiências cujos resultados, hoje em dia, são evidentes, a saber:

- a) não tem sido instrumento decisivo na eliminação do chamado 'déficit habitacional' estimado em cerca de 8 milhões de moradias e obviamente concentrado nas camadas mais pobres da população;
- b) na parcela subsidiada do mercado (SFH), contrariamente ao pretendido pelo legislador quando da sua criação, passou a atender crescentemente à chamada 'demanda solvente', obviamente, concentrada nas classes média e alta;
- c) faz pouco uso de técnicas mais complexas do gerenciamento do risco de crédito, notadamente, de seguros de crédito e prestamistas vinculados a tais financiamentos⁴⁰ e
- d) em vista disso e da elevada inadimplência, que alcançava 25% no SBPE em 2006 (contratos com atrasos de mais de três mensalidades), tem sido incapaz de estender créditos com razões LTV maiores que 80% e prestação/renda superiores a 1/4, contrariamente ao que ocorre na OCDE, inclusive em países de renda média como Espanha.

Com esses fatores em operação e uma taxa de poupança relativamente baixa (16% do PIB, em 2000), não causa surpresa que o volume de crédito imobiliário bancário no Brasil seja de apenas de 3% do PIB quando comparado com os 43% da União Européia e os 80% dos Estados Unidos.

A criação do SFI, em 1998, que deveria sanar tais deficiências e operar com menos interferência governamental, tampouco contribuiu para expandir fortemente o crédito habitacional no país. Dentre as dificuldades encontradas, cabe citar o alto custo de oportunidade dos recursos, a falta de padronização dos contratos, indexadores diversos, incerteza jurídica quanto à possibilidade de retomada tempestiva do colateral e custos elevados de transação (inclusive, de agência). O SFI cresceu, mas menos do que se esperava e com empréstimos direcionados mais para construção de imóveis comerciais do que residenciais. Em particular, as emissões de CRI, que foram de R\$ 1,1 bilhão em 2006, demonstraram desaceleração quando comparadas às de 2005 (R\$ 2,1 bilhões). Já no SBPE, o fluxo de financiamentos concedidos em 2006 atingiu cerca de R\$10 bilhões (+98% sobre 2005), correspondente

³⁹ De fato, enquanto no triênio 1980/1982, o SBPE financiou de 260 mil unidades/ano (540 mil, somando-se o FGTS), para uma população de 125 milhões, em 2006, para uma população de 180 milhões, financiou apenas 120 mil.

⁴⁰ Há décadas o mercado funciona com uma oferta pouco diversificada, centrada nos seguros MIP e DIF e RCC do construtor.

a cerca de 120 mil unidades (+88% sobre 2005). Se somadas às aplicações do FGTS em habitação popular, no valor estimado de R\$ 8 bilhões em 2006 (+68% sobre 2005), ressalta a menor importância do SFI quando comparado ao SFH e a expansão recente desse sistema em comparação com aquele.

Isto posto, a proposta de aperfeiçoamento do mercado de financiamento habitacional que esboçamos aqui mantém os sistemas atuais em funcionamento – SFH e SFI – mas define melhor o público-alvo de ambos e os respectivos instrumentos de apoio. Nesse particular, inspiram-nos, em especial, o exemplo do Chile, as propostas de Carneiro e Valpassos (2003) e Parkinson (2002) bem como as observações de Kohler (2005).

No Chile, ao Estado cabe apenas o papel de facilitador dos mercados, salvo no que se refere às necessidades dos mais pobres⁴¹. O acesso à moradia se baseia num sistema que objetiva cobrir as necessidades de todos os estratos da população e é composto pela poupança privada, por subsídios diretos às famílias e por crédito hipotecário de longo prazo. Sinteticamente, em 2005, para as famílias chilenas abaixo da linha de pobreza que conseguissem acumular uma poupança familiar mínima de cerca de USD 300, o Estado oferecia um 'subsídio à demanda' (bônus em dinheiro) no valor máximo USD 8.400 por imóvel. O custo do subsídio era financiado pelo *Fondo Solidario de Vivienda* do *Ministerio de Vivienda y Urbanismo* (MINVU). Para as famílias de renda baixa, mas acima da linha de pobreza, o bônus era de USD 4.500 para os imóveis de até USD 9.000, caindo linearmente para USD 2.700 para os imóveis de até USD 18.000. Implícito nesse esquema está o entendimento de que tais famílias têm possibilidade de reunir recursos adicionais seja por meio da poupança familiar ou da contratação de crédito hipotecário. Esse, entretanto, para tal estrato da população, é beneficiado por mecanismos de estatais de *credit enhancement*. Dentre esses, destacam-se a garantia de que o crédito poderá ser vendido em mercado ou comprado pelo governo a 100% do valor de face e um seguro de crédito garantindo, em caso de retomada, a diferença entre o valor da dívida mais os custos de retomada e o valor de venda do colateral. O programa exige ainda, como forma de reduzir a inadimplência, a contratação pelo devedor de seguros contra incêndio, morte e desemprego. A hipoteca pode ser estatal ou privada, sendo de notar que seis bancos aderiram ao esquema em virtude das garantias oferecidas. O terceiro programa focaliza famílias na fronteira entre as classes baixa e média, direcionando recursos para os imóveis de valor entre USD 18.000 e USD 30.000. Nesse caso, o subsídio direto se reduz para USD 2.700 *flat* e os mecanismos de garantia estatal são eliminados tendo em vista que o setor privado oferece hipotecas ativamente nessa faixa de preços e em condições que o governo entende serem adequadas à demanda. O crédito hipotecário privado se destina às famílias de rendas média e alta e essas não contam com qualquer subsídio ou garantia estatal. Portanto, observa-se que, à medida que cresce a renda e, com ela, a capacidade de poupança, reduz-se o subsídio⁴². O sistema é transparente, apóia diretamente os interessados, evita as distorções causadas pelos subsídios aos construtores ou às taxas de juros⁴³, e focaliza estritamente os mais pobres.

⁴¹ Tal esquema, apoiado pela concomitante reforma da previdência social, que acumulou nos fundos de pensão recursos vultosos para aplicação nos mercados de capitais e de imóveis, foi extremamente bem sucedido e continua até hoje em seus traços maiores.

⁴² Conforme Navarro (2005).

⁴³ Os subsídios à construção estão, por exemplo, relacionadas à economia de qualidade dos imóveis e, os de taxas de juros, à falta de equidade no acesso aos fundos e desincentivo ao crescimento dos empréstimos a preços de mercado. Ver Hoek-Smit e Diamond (2003).

O Chile tem já uma longa trajetória de busca de eficiência e equidade no quadro de uma economia moderna de mercado. Assim, embora inspirada no modelo chileno, a proposta que fazemos não busca revolucionar, mas avançar na modernização do mercado de financiamento imobiliário brasileiro.

Um primeiro ponto diz respeito ao público elegível para obtenção dos créditos no âmbito do SFH. As atuais (2006) regras de empréstimos habitacionais nesse sistema estendem créditos com taxas de juros subsidiadas inclusive para a classe média alta. Com efeito, é o que se depreende dos limites fixados na Resolução CMN 3.347, de 08/02/06. Nas operações no âmbito do SFH, a citada resolução fixa em R\$ 350 mil e R\$ 245 mil, respectivamente, o valor máximo de avaliação do imóvel financiado e o valor máximo de financiamento (compreendendo principal e despesas acessórias). Tais regras estão em desacordo com o espírito da Lei 4.380 que criou o SFH. O artigo 11 estabelece que no mínimo 70% dos recursos estatais disponíveis para crédito habitacional deverão estar aplicados em habitações de valor unitário inferior a 60 vezes o maior salário-mínimo mensal vigente no país. E no máximo 15% poderão estar aplicados em habitações de valor unitário compreendido entre 200 e 300 vezes o maior salário-mínimo mensal vigente no país, vedadas as aplicações em habitações de valor unitário superior a 300 vezes o maior salário-mínimo mensal citado. No caso do setor privado, o artigo 12 fixa que, no mínimo, 60% dos recursos deverão estar aplicados em habitações de valor unitário inferior a 100 vezes o maior salário-mínimo mensal vigente no país e no máximo 20% poderão estar aplicados em habitações de valor unitário superior a 250 vezes o maior salário-mínimo mensal vigente no país, sendo vedadas as aplicações em habitações de valor unitário superior a 400 vezes o maior salário-mínimo mensal vigente no país. Mais: em ambos os casos, na faixa de maior valor, o teto de financiamento foi fixado em 80%. Transladados para valores monetários atuais, esses limites corresponderiam a um valor máximo do imóvel de R\$ 140 mil (bancos privados) e de financiamento, de R\$ 112 mil (idem). Fazendo-se um ajuste para a defasagem do salário mínimo real entre 1965 e 2006, em torno de 20%, tais valores sobem para R\$ 168 mil e R\$ 134 mil, respectivamente, portanto, 52% e 45% abaixo dos limites estipulados na Resolução 3.347. Processo similar ocorreu com as regras do FGTS que, atualmente (Resolução do Conselho Curador do FGTS, de 13/09/05), permitem o financiamento de imóveis de até R\$ 100 mil em São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília, na faixa especial, e de até R\$ 80 mil na faixa chamada popular (famílias com renda de até R\$ 3,9 mil reais, portanto, não exatamente *pobres* num país como o Brasil).

Nada disso seria muito significativo se os subsídios em jogo não fossem elevados e o país não carecesse tanto de moradias em condições adequadas para a população de baixa renda. Os subsídios existentes nos empréstimos do SFH originados com recursos da poupança têm como fonte a renúncia de imposto de renda existente nessa modalidade de aplicação⁴⁴. Pode-se estimar tal valor em R\$ 2,9 bilhões em 2005, decorrente da aplicação, sobre um saldo médio anual de R\$ 128 bilhões, da diferença entre o rendimento nominal da caderneta de poupança, de cerca de 9% ao ano, e o rendimento nominal de 11,2%, que haveria se houvesse cobrança do imposto de 20%⁴⁵. No caso

⁴⁴ Esse é o montante agregado. Internamente, na distribuição desse montante, como o sistema opera com juros diferenciados sujeitos ao teto de TR+12%, existe também um esquema de subsídio cruzado.

⁴⁵ Ver Kohler (2005), p. 15.

do FGTS, a fonte do subsídio decorre da diferença entre a taxa de juros dos depósitos compulsórios (TR + 3%) e a taxa que os participantes obteriam se pudessem aplicar livremente tais recursos. Essa tem como piso a rentabilidade da poupança (TR + 6%) e, portanto, em 2005, gerou um subsídio implícito de, no mínimo, R\$ 3 bilhões, levando-se em conta um saldo médio de contas vinculadas de cerca de R\$ 100 bilhões nesse ano. Portanto, somando as duas quantias, têm-se, por baixo, R\$ 6 bilhões que, provavelmente, chegam com dificuldade à base da pirâmide social e, inversamente, estão se deslocando para a classe média alta onde são menos necessários.

Cumpra, portanto, redefinir o foco dos subsídios habitacionais para atenderem preferencialmente as classes de renda mais baixa, sendo reduzidos na medida em que a renda familiar cresce e atendendo, subsidiariamente, a classe média. Assim, desde logo, deve-se diminuir para cifras compatíveis com as da Lei 4.380 os limites máximos de valor dos imóveis e dos financiamentos do SFH, de modo a que os subsídios ali existentes se direcionem, efetivamente, às classes C e D, que têm certa capacidade de poupança e, portanto, capacidade de pagamento dos financiamentos bancários. Concomitantemente, caberia ajustar os limites de renda que tornariam as famílias elegíveis para tais financiamentos. Como nos referimos às classes C e D, tais limites equivaleriam, aproximadamente, ao intervalo entre 3 e 10 salários mínimos. Ajustes similares deveriam ocorrer nas aplicações habitacionais do FGTS de modo a que focalizassem também essas classes de renda. Como no caso do Chile, para incentivar a oferta de crédito no SFH e atrair o setor privado bancário, seria importante a introdução de mecanismos de garantia de créditos. Nesse particular, a idéia de criação de uma sociedade de economia mista (chamada, abreviadamente, de SM) encarregada da oferta de seguros de crédito vinculados a empréstimos habitacionais do SFH, conforme sugerido por Parkinson (2002), e operando de modo equilibrado financeira e atuarialmente, como ocorre com o FHA norte-americano, faz sentido. Nesse esquema, o montante de subsídio seria o mesmo que existe atualmente (na medida em que não mudariam as regras da poupança). Voltaremos a esse ponto adiante.

Para as famílias da classe baixa, definidas aqui como tendo rendimento inferior a 3 salários mínimos, o maior problema é o acesso ao mercado hipotecário. Não é realista esperar que possam fazê-lo a curto e médio prazo. A maioria trabalha na economia informal, o mesmo ocorrendo com o mercado imobiliário de que participam, e os custos de informação típicos do processo de obtenção de carta de crédito lhes são obviamente gravosos. Nesses casos, portanto, seria interessante a instituição de programas como os existentes no Chile, tendo por base subsídios diretos em dinheiro para aquisição de moradias, condicionados a formalização de uma proposta que tenha o apoio das municipalidades, a determinadas características de qualidade e valor máximo do imóvel e a um mínimo de poupança familiar⁴⁶. O financiamento desse esquema se dá necessariamente via orçamentos públicos e aplicações do FGTS. Dada a situação de aperto fiscal, caberia iniciar aos poucos a transição para tal modelo, ou seja, iniciar com programas pilotos e, na medida do sucesso, ir remodelando os diversos programas de habitação popular que existem nas três esferas do governo, como os federais:

⁴⁶ No Chile, as famílias devem demandar esse apoio em grupos de, pelo menos, 10 famílias e tendo o suporte de uma organização gerencial que pode ser a municipalidade, ONGs ou firmas de consultoria registradas no MINVU.

Programa de Arrendamento Residencial (PAR), Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), Programa Morar Melhor etc. Como tais programas se baseiam em subsídios aos construtores e em taxas de juros e arrendamentos, seria necessário estimar os montantes anuais de subsídios de forma a tornar previsível os desembolsos nos orçamentos públicos.

As famílias de classe média, que identificamos aproximadamente como tendo renda no intervalo entre 10 e 30 salários mínimos, perderiam acesso aos empréstimos subsidiados do SFH e do FGTS, mas seriam elegíveis para acessar os mecanismos de seguro e garantia de crédito a serem ofertados pela citada sociedade de economia mista. Como ocorreu em diversos países, notadamente nos Estados Unidos, Inglaterra e no Chile, tais mecanismos seriam capazes de aumentar o volume de empréstimos e os prazos bem como diminuir os requisitos de parcela à vista e de razão prestação/renda. A classe média teria, portanto, uma compensação em termos dessas variáveis vis-à-vis o subsídio de taxas de juros que, atualmente, pode obter no SFH e FGTS. A classe alta, definida aqui como as famílias com renda acima de 30 salários mínimos, não seria obviamente elegível para obter qualquer favorecimento governamental. A demanda dessas classes por imóveis deveria ser atendida, principalmente, via SFI.

Outro ponto importante a notar diz respeito ao que se pretende financiar. O sistema atual não confere ênfase aos imóveis novos. No entanto, os efeitos multiplicadores sobre a construção civil e a economia em geral, decorrentes do financiamento desse tipo de imóvel, são maiores e mais rapidamente sentidos do que os efeitos do financiamento de imóveis usados, que operam indiretamente através do teórico impacto positivo dos preços mais elevados sobre a oferta de novas moradias. Adicione-se a isso o fato de que, na conta do déficit habitacional, a maioria corresponde a habitações virtualmente irrecuperáveis. Isto posto, justifica-se, nos esquemas subsidiados focados nas classes pobres (C, D e E), referidos acima, um direcionamento dos recursos preferencialmente para financiamento de imóveis novos. Finalmente, cabe mudar o indexador da poupança e dos financiamentos para o IPCA, o que contribuirá para o desenvolvimento do SFI mediante maior previsibilidade dos retornos dos créditos e dos títulos que lhes têm como lastro⁴⁷.

Passemos agora à questão que mais nos interessa, a saber, a da reformulação do seguro habitacional. Da experiência internacional vimos que, em geral, os sistemas de financiamento habitacional são fortemente regulados pelos governos devido aos impactos que o setor tem sobre a economia e a estabilidade política. Vimos também que, em diversos casos, houve intervenção direta do Estado e essa foi benéfica, tendo sido ele o responsável pela reativação do mercado de crédito habitacional e de seguros idem após momentos de crise. O exemplo dos Estados Unidos é típico a esse respeito: no final da década de 30 e início da de 40, portanto, numa conjuntura de depressão econômica, o governo criou entidades que garantiam o adimplemento do crédito estendido a devedores qualificados (de rendas médias ou baixas), via concessão de seguros hipotecários, e davam liquidez às hipotecas em mercados secundários; numa segunda etapa (décadas de 60 e 70), sobre a forte base de empréstimos que foi criada no mercado primário, ergueu-se um mercado secundário de hipotecas

⁴⁷ Pela MP 321, de 12/09/06, foi autorizada a contratação de financiamentos imobiliários no SBPE sem atualização pela TR, portanto, um passo a mais no caminho da desindexação da economia e da viabilização do SFI. A CEF e outros bancos já oferecem créditos com essa característica sendo de se notar, entretanto, que os intermediários passarão a enfrentar maiores riscos de taxa de juros.

e de títulos garantidos por hipotecas, dominado por instituições para-estatais (FNMA, GNMA, FDMC), que acabou, finalmente, determinando os rumos do mercado primário. Nesse mesmo período, portanto, na esteira do desenvolvimento do seguro estatal (FHA e VA), floresce um mercado de seguros hipotecários ofertados por seguradoras privadas.

Nos Estados Unidos, o mercado de financiamento imobiliário tem, portanto, forte apoio do mercado de seguros. Nos financiamentos garantidos pela FHA e VA, o seguro contra *default* é estatal e obrigatório e cobre, normalmente, 100% do valor da hipoteca. Nos demais financiamentos, as instituições credoras costumam exigir seguro de crédito privado, cobrindo parte do valor da hipoteca, nos créditos imobiliários de LTV maior que 80%, sendo empurradas nesse sentido pelo mercado secundário que obriga tal contratação para adquirirem suas hipotecas. No mercado secundário, os seguros privados cobrem as MBS emitidas pelas referidas instituições para-estatais. A difusão do seguro contra *default* no mercado norte-americano confere ao investidor uma percepção de risco praticamente nula e liquidez total ou parcial em caso de inadimplência, acarretando baixas taxas de juros nos mercados primário e secundário de hipotecas e razões LTV que ultrapassam os 95%, propiciando a aquisição de residências a extenso número de famílias.

A articulação entre mercado de seguros e mercado de financiamento imobiliário também é estreita no Reino Unido, com o desenvolvimento dos seguros de garantia de indenização (contra *default*), de suporte da renda para pagamento de juros (programa estatal destinado aos desempregados) e de proteção de pagamento (*idem*, mas privado), além dos tradicionais seguros de estrutura e conteúdo, vida e dotais. O seguro de renda é uma espécie de seguro prestamista estatal existente desde 1948 (*Income Support for Mortgage Interest*) que objetiva auxiliar os mutuários integrantes do programa de renda mínimia (*Income Support*) a arcar com o pagamento dos juros em hipotecas de até £100 mil. O benefício permanece sendo pago enquanto o devedor estiver no programa de suporte de renda. Devido à forte elevação do ônus fiscal suportado pelo esquema no fim da década de 80 e início da de 90, o programa foi reformulado pelo governo em 1995 por meio da imposição de um período de espera de nove meses entre a demanda do subsídio e a liberação do recurso. A expectativa das autoridades era de que, dada a impopularidade do seguro de crédito (por ser cobrado dos devedores e ter o credor como beneficiário) e as alegações de que o ISMI não incentivava os seguros privados, as seguradoras supririam a lacuna aumentando a oferta de seguro de proteção de pagamento (*mortgage payment protection insurance*, MPPI) que, tipicamente, indeniza o devedor em caso de inadimplência causada por desemprego, acidente ou doença, cobrindo os juros devidos entre 12 e 18 meses. Ademais, esperava-se que a imposição do período de espera de nove meses, no caso do ISMI, induziria parte dos elegíveis a adquirir o MPPI. A experiência após 1995 é considerada mista. De um lado, não ocorreu a temida concentração do seguro MPPI nos melhores riscos, o que seria potencialmente perigoso para os credores e, em último caso, para o governo. Além disso, as apólices foram padronizadas, tornaram-se mais inclusivas e o custo caiu substancialmente ao longo do tempo. Entretanto, embora em crescimento, a procura por seguros MPPI continua relativamente baixa para os padrões ingleses: em fins de 2005, conforme o *Council of Mortgage Lenders*, das 11,6 milhões de hipotecas em circulação no Reino Unido, apenas 21% tinham tal cobertura.

Pouco disso ocorre no Brasil. Há décadas, o mercado opera, basicamente, com dois seguros, vida e invalidez (MIP) e danos físicos ao imóvel (DIF), que são obrigatórios nas contratações do SFH, e, a partir daí, se difundiram para outras operações de crédito imobiliário. Tais seguros têm funcionado adequadamente, mormente depois que o mercado foi flexibilizado em 1998 com a possibilidade de contratação do seguro em apólices fora do seguro do SFH. O seu custo é, atualmente, baixo. Problemas existem, mas são administráveis sem grandes modificações. No caso do DIF, um problema é o correto entendimento das exclusões como, por exemplo, nos casos que se busca indenização para sinistros relativos a riscos não cobertos, como vícios de construção. No caso do MIP, tem sido comumente mencionada a impossibilidade do devedor de escolher a seguradora de sua preferência, ficando atado à seguradora vinculada ao banco credor, e a discriminação contra os idosos. No que se refere ao primeiro ponto, se por um lado o seguro é importante e necessário para ambas as partes contratantes, claro está que os mutuários devem poder escolher a seguradora de sua preferência. Pois, caso contrário, estar-se-ia violando não só o bom senso como a Lei 8.078/90 (Código de Defesa do Consumidor), que veda o fornecimento de produto ou de serviço vinculado ao fornecimento de outro produto ou serviço, bem como, sem justa causa, a limites quantitativos (art. 39). É preciso, no entanto, ficar claro que, ao escolher uma seguradora desvinculada do banco credor, o mutuário pode ter de arcar com um aumento no custo do empréstimo e, no limite, até a recusa do mesmo se o banco avaliar negativamente tal seguradora. É um direito do banco.

Outro problema com o seguro MIP é o custo crescente segundo a idade do devedor que, somado aos juros e amortizações, pode inviabilizar a contratação do empréstimo. Em tese, tal problema poderia ser mitigado ou até eliminado com a utilização de técnicas adicionais de gerenciamento do risco. Outra possibilidade seria a não contratação do seguro MIP no caso em que se tornasse gravoso. Na situação atual, porém, isto não pode ocorrer, pois o seguro é obrigatório por lei e, portanto, será necessariamente cobrado do devedor. Daí porque essa cobertura deveria ser opcional. Aliás, em vários países, entende-se que é ineficiente a contratação de seguro de vida com vinculação da indenização, pois os descendentes podem escolher passar o financiamento, utilizando os recursos para satisfazer outras necessidades da família, ou desde logo dispor de recursos próprios para arcar com a dívida deixada pelo espólio. Nesses casos, pode ser que o devedor não tenha interesse em obter tal cobertura, mormente se o custo do seguro for elevado. Assim, em países como Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, França e Espanha não existe qualquer obrigatoriedade legal de contratação desse seguro (embora nos dois últimos a contratação faça parte da prática bancária).

A grande lacuna no mercado de seguro habitacional brasileiro se refere, portanto, aos seguros de crédito hipotecário⁴⁸ (ou fiduciário) e de proteção de pagamento (como os seguros ISMI e MPPI ingleses)⁴⁹. A proposta encara assim a oferta desses seguros como importante fator para expandir o

⁴⁸ No SFH, o seguro de crédito do empresário foi extinto em 1979, o mesmo ocorrendo em 1984 com o seguro de crédito do adquirente, o que está relacionado à conjuntura de alto crescimento econômico e emprego e de preços dos imóveis em ascensão que tornava esses seguros desinteressantes para as partes.

⁴⁹ Nos Estados Unidos, em razão de muitos estados se eximirem de atestar a propriedade do imóvel, o seguro de titularidade é de suma importância. Não se considera o mesmo nos países onde, como no Brasil, existem registros estatais de imóveis. Entretanto, não são incomuns relatos de falsificações em registros de imóveis, o que pode indicar a conveniência de se estudar a oferta desse seguro no país.

volume de empréstimos, baixar os requisitos de pagamento à vista e de renda⁵⁰, dar liquidez aos títulos securitizados, ampliar a base de captação do sistema e a qualidade dos títulos com lastro garantido e facilitar a obtenção de *rating* dos títulos. Tendo em vista tais objetivos, como dito acima, propomos a criação pelo governo de uma seguradora de economia mista (SM), especializada em risco de créditos e direcionada para as classes C e D, tipicamente as que seriam atendidas pelo SFH, e à classe B, como compensação pela perda do subsídio de taxa de juros. O capital dessa empresa seria subscrito pelo setor público e, não compulsoriamente, por seguradoras privadas domésticas, o que seria fundamental para que a cobertura fosse coordenada com produtos semelhantes hoje já existentes no mercado nacional. Poder-se-ia pensar também numa participação internacional via mecanismos de mercado e/ou por aportes de organismos multilaterais (BID, Banco Mundial, IFC etc.), como em outros mercados⁵¹. A incorporação do setor privado à SM seria importante para aumentar a eficiência de gestão e, ao mesmo tempo, alavancar o interesse do setor privado no assunto. Como mostra a Tabela 12, no conjunto de países selecionados, dos mais desenvolvidos no mundo, o mercado de seguros hipotecários é constituído por entidades estatais (ou apoiadas pelo Estado) e por seguradoras privadas. A cronologia indica que o desenvolvimento das entidades governamentais precedeu o florescimento das empresas privadas, mormente em mercados como o de seguro de crédito que estão particularmente expostos à seleção adversa e ao risco moral. No mercado primário, o seguro de crédito não costuma ser obrigatório, as exceções sendo Canadá e Estados Unidos relativamente aos financiamentos garantidos por entidades estatais (tal seguro é, entretanto, incentivado pelo governo via regulações sobre capital em risco) No mercado secundário, a obrigatoriedade do seguro de crédito existe apenas nos Estados Unidos e em Hong Kong. Na maioria dos países, a atividade é exercida por seguradoras especializadas no ramo e, como mencionado acima, tais seguros sustentam um mercado que opera com razões LTV de mais de 90% (100% no caso do Reino Unido).

Tabela 12 – Seguro de Crédito Imobiliário em Países Selecionados

	<i>Agentes</i>	<i>Precedência</i>	<i>Mercado Primário</i>		<i>Obrig Merc Sec</i>	<i>Seguradora Especializada?</i>	<i>LTV %</i>
			<i>Obrigatório</i>	<i>Incent RBC</i>			
<i>EUA - Gov</i>	Gov / Priv	Gov > Priv	S	–	S	S	97-100
<i>EUA - Priv</i>	Gov/ Priv	Gov > Priv	N	S	S	S	97 -100
<i>UK</i>	Priv	–	N	N	N	N	100+
<i>Canada</i>	Gov / Priv	Gov > Priv	S	S	N	S	95
<i>Australia</i>	Priv (antes Gov)	Gov > Priv	N	S	N	S	95
<i>Nova Zelandia</i>	Priv (antes Gov)	Gov > Priv	N	N	N	S	95
<i>Africa do Sul</i>	ONG / Priv	–	N	N	N	N	sem limite
<i>Hong Kong</i>	Gov / Priv	Gov > Priv	N	S	S	S	90

Fonte: Blood & Whiteley (2004).

S = sim; N = não

⁵⁰ Recentemente, alguns bancos flexibilizaram o requisito de renda ao oferecer uma linha de crédito imobiliário (parcelado) em que não há necessidade de comprovação da renda. Mas exige do vendedor uma 'co-obrigação', ou seja, que 15% do valor financiado sejam depositados em conta liquidação remunerada por 24 meses, para cobertura de inadimplência. Trata-se de medida de gerenciamento do risco de crédito, porém, sem a transparência do seguro respectivo.

⁵¹ Parkinson (2002), pgs.5 e 6.

Portanto, em termos de produtos, nossa sugestão é que a SM se especialize nos riscos de crédito, sendo, portanto, *monoline*. Isto significa reconhecer o caráter catastrófico do risco de *default* e sua relação com a mudança das condições macroeconômicas. Seguimos, nesse particular, o exemplo dos Estados Unidos e outros países que obrigaram tal especialização de modo a não se misturar as reservas desse ramo com a de outros ramos bem como impôs às seguradoras do ramo de *mortgage insurance* estruturas mais robustas de reservas de contingência e de requisitos de capital. A fixação do prêmio será o elemento fundamental de remuneração do capital empregado que deve obter uma taxa normal de retorno (em linha, por exemplo, com as taxas médias internacionais). Essas taxas, no entanto, significam que a SM, renunciando a explorar sua posição de quase monopólio, operaria com prêmios que, em média, seriam inferiores aos que seriam praticados no mercado privado, ou seja, haveria um conteúdo de subsídio nas suas operações não apenas em termos de acesso, mas também de preços.

No que se refere ao produto seguro de crédito, em proveito de preços mais baratos, notamos que o percentual de cobertura não deve atingir 100% da dívida. Nos Estados Unidos, isto ocorre apenas no seguro estatal, ao passo que, nas seguradoras privadas, tipicamente, a cobertura abrange entre 12 e 30% do valor da dívida (em caso de retomada, espera-se que o banco realize pelo menos 70% desse valor). No Brasil, devido aos problemas jurídicos nesse campo, que retardam a retomada e impõem custos maiores ao credor, o intervalo seria obviamente maior, mas, ainda assim, menor que 100%. Considerações desse tipo caberiam também no caso do seguro prestamista, que deveria se basear nos congêneres ingleses, adaptados às condições brasileiras, ou seja, um seguro para devedores qualificados que cobriria os juros da hipoteca durante o período de desemprego ou de invalidez temporária. A Tabela 13 sumaria as grandes linhas de reformulação do sistema de crédito habitacional que esboçamos nesse trabalho.

Tabela 13 – Quadro Resumo de Reformulação do Sistema de Crédito Habitacional

<i>Classes Sociais</i>	E	C, D	B	A
<i>Definição</i>	até 3 SM	de 3 a 10 SM	de 10 a 30 SM	mais de 30 SM
<i>Subsídio</i>	bônus e garantia de crédito	taxa de juros, acesso à SEM	acesso à SEM	nenhum
<i>Financiamento do subsídio</i>	Tesouro, FGTS	isenção fiscal, FGTS	–	–
<i>Direcionamento</i>	pref. imóveis novos	pref. imóveis novos	novos e usados	novos e usados
<i>Montante relativo do subsídio</i>	alto	médio	baixo	nenhum
<i>Programa</i>	novos e remodelação dos atuais	SFH	SBPE (FX. LIVRE) e SFI	SBPE (FX LIVRE) e SFI
<i>Indexadores, se houver</i>	IPCA	IPCA	IPCA	IPCA
<i>Instituição supridora de seguro de crédito e prestamista</i>	–	Sociedade de Economia Mista (SM)		Segur. Privadas

Finalmente, tratamos da questão da obrigatoriedade legal desses seguros. Como dito acima, no caso do SFH, os seguros MIP e DIF são obrigatórios. Isto, por um lado, está correto – nos programas sociais, que são subsidiados, portanto, financiados com recursos de toda a coletividade, faz sentido o Estado exigir a contrapartida do seguro como meio de evitar resultados indesejáveis, por exemplo, uma crise de inadimplência que pode levá-lo a ter de socorrer os devedores com impactos ainda maiores sobre o Tesouro Nacional. Entretanto, é preciso buscar meios para que a citada obrigatoriedade não acresça demais o custo do crédito inviabilizando certas operações.

Isto posto, a proposta é a seguinte: nos empréstimos no âmbito do SFH, seriam compulsórios por lei o seguro DIF (pois protege o colateral, fator essencial no crédito hipotecário) e o seguro de crédito, ofertado pela SM, sempre que a razão LTV do financiamento superasse os 70%. Quanto aos seguros MIP e de proteção de pagamento, esse a ser ofertado pela SM, que protegem o capital do credor e o do mutuário, o mutuário deveria optar obrigatoriamente por um deles. Explica-se: tipicamente, entre desemprego e morte, o risco maior de um devedor jovem é o primeiro evento. No caso de um devedor idoso, é o segundo, supondo-se que o mesmo já esteja aposentado. No de um devedor de meia idade, ambos os riscos são significativos, o desemprego sendo maior e o de morte, menor que o do jovem e do idoso, respectivamente. Entretanto, situações menos comuns podem ser facilmente divisadas, por exemplo: devedores jovens que, em virtude da periculosidade de seu trabalho, entendem que o risco de morte é significativo e devedores idosos, perfeitamente capazes de servir a dívida que, frente ao alto preço do seguro de vida, entendem que cabe aos filhos, no evento de morte, arcar (ou não) com o resto da dívida. Assim, desde logo, fica claro que a demanda por mecanismos de proteção varia, naturalmente, de acordo com a idade e a circunstância de cada um e, portanto, não cabe ao Estado legislar de antemão sobre esse ponto. Tudo que lhe interessa é, do ponto de vista social, que o devedor num programa de crédito subsidiado seja assistido por mecanismo de seguro capaz de auxiliá-lo a pagar a hipoteca e reter a propriedade, seja tal mecanismo um seguro de vida ou um seguro de proteção de pagamento.

Nos demais financiamentos – os contratados na faixa livre do SBPE e no SFI a taxas e condições de mercado – a obrigatoriedade legal de contratação de quaisquer seguros vinculados a financiamentos habitacionais não se deveria impor, deixando ao mercado a decisão de quais seguros são cabíveis.

Conclusões

Estudamos, nesse relatório, as relações entre seguros habitacionais e mercado de crédito imobiliário e entre tal mercado e o produto da construção civil. Cremos que ficaram claros os efeitos positivos dos seguros habitacionais sobre o crédito imobiliário e vice-versa bem como desse relativamente às atividades de construção civil.

Vimos também que, relativamente ao sistema de financiamento imobiliário e aos seguros respectivos, a situação atual necessita de aperfeiçoamentos em diversos pontos, a saber, sinteticamente:

- a) redirecionamento dos subsídios de crédito no âmbito do SFH para as classes mais pobres que, proporcionalmente, devem ser as maiores beneficiárias,
- b) remodelamento dos programas de habitação popular, financiados pelos Tesouros públicos e pelo FGTS, na linha de maior apoio direto aos necessitados, e menos utilização de subsídios de taxas de juros e canais indiretos como os subsídios aos construtores,
- c) substituição da TR pelo IPCA como indexador da caderneta de poupança e dos empréstimos do SFH,
- d) necessidade de criação de uma seguradora de crédito, preferencialmente como uma sociedade de economia mista, para desenvolver no país os seguros prestamista e de crédito hipotecário, esse a ser necessariamente contratado nos empréstimos do SFH com razão dívida/valor do imóvel de mais de 70%,

- e) manutenção da obrigatoriedade legal de contratação do seguro DIF no caso do SFH,
- f) ainda, no caso do SFH, obrigatoriedade de o devedor optar entre o seguro MIP ou o de proteção de pagamento, esse a ser ofertado pela SM, nos empréstimos do SFH e
- g) fim da obrigatoriedade legal de contratação de seguros nas operações de mercado (faixa livre do SBPE e SFI).

Referências Bibliográficas

ARRIETA, Gerardo. El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina. **CEPAL**, Santiago de Chile: 2002. (Serie Financiamiento del Desarrollo)

CARNEIRO, Dionísio D.; VALPASSOS, Marcos V. F. **Financiamento à habitação e instabilidade econômica**. Rio de Janeiro: FGV, 2003.

CRISTINI, Marcela; MOYA, Ramiro. **Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina**, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2004. (Documento de Trabajo n. 498).

COSTA, Ana C. Abrão. **Mercado de crédito**: uma análise econométrica dos volumes de crédito total e habitacional no Brasil. /s.l./: Banco Central do Brasil, 2004. (Trabalhos para Discussão n. 87).

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomics**. Kogakusha: McGraw-Hill, 1978.

FARIA, Lauro V. The Crisis of the Mortgage Market in the US. **RBRS International**, Rio de Janeiro: Funenseg, v. 2, n. 2, p. 45-78, 2008.

FARIA, Lauro V. Trava do crédito: a crise dentro da crise. **Cadernos de Seguro**, Rio de Janeiro: Funenseg, v. 29, n. 152. p. 34-47, 2009.

FOLLAIN, J. R.; DUNSKY, R. M. The Demand for Mortgage Debt and the Income Tax, **Journal of Housing Research**, v.8, n. 2, Fannie Mae Foundation, p 155-198, 1997.

KOHLER, Marcos Antonio. **Financiamento habitacional, consultoria legislativa do Senado Federal, Coordenação de Estudos**, Brasília, DF, 2005. (Textos para Discussão n. 29),

LIRA, Ricardo. Pension Funds and Housing Finance in Chile: A Question of Efficiency, **Journal of Housing Research**, v. 5, Issue 2, Fannie Mae, 1994.

MORANDÉ, Felipe. Chile: New Market Developments. **Presentation**, Housing Finance: Latin American Issues and European Views, Seminar, Paris, 2003. Disponível em: www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubP-176.ppt.

MORANDÉ, Felipe; GARCÍA, Carlos. Financiamiento de la vivienda en Chile, **Research Department Working Paper n. 502**, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2004.

NAVARRO, Mario. Housing Finance Policy in Chile: The Last 30 Years, **Land Lines**. v. 17, n. 3, 2005.

PARKINSON, Arthur, coord. **Habitação de mercado**: sumário técnico, 2002. Disponível em: www.abecip.org.br/sitenovo/arquivos/sumario.doc .

WOLSWIKJ, Guido. Determinants of Mortgage Debt Growth in the EU.A. **Journal of Housing Policy**, v. 6, n. 2, 2005.

Títulos da série

“A Utilização de Derivativos na Composição das Reservas Técnicas de Seguradoras, Empresas de Previdência Privada e de Capitalização”, de José L. Carvalho – nº 1;

“Estimativa de Mortalidade para a População Coberta pelos Seguros Privados: Estatística e Comparação com Tábuas do Mercado”, de Kaizô Iwakami Beltrão e Sonoe Sugahara Pinheiro – nº 2;

“Os Princípios do Direito Securitário”, de Frank Larrúbia Shih – nº 3;

“Seguro de Responsabilidade Civil: Questões Jurídicas Controvertidas”, de Flávia Reis Pagnozzi – nº 4;

“Penetração do Seguro e Preço de Apólices”, de Claudio R. Contador e Clarisse B. Ferraz – nº 5;

“Os Mercados de Seguro e de Capitalização no Brasil: O Resgate da História”, de Claudio R. Contador e Clarisse B. Ferraz – nº 6.

“Reforma da Previdência Privada e os Desafios para o Crescimento Econômico”, de Claudio R. Contador – nº 7.

“Tributação Comparada do Mercado de Seguros e de Planos de Previdência Complementar”, de Lauro Vieira de Faria – nº 8.

“Gestão de Carteiras, Eficiência de Gestão e Regulação”, de Claudio R. Contador – nº 9.

“A Fraude no Seguro: Alvos e Formas de Combate”, de Lúcio Marques – nº 10.

“Trabalho Feminino em Corretagem de Seguros: Características Principais”, de Francisco Galiza – nº 11.

“O Desempenho dos Mercados de Seguros, Previdência Complementar Aberta e Capitalização em 2005”, de Lauro Vieira de Faria – nº 12.

“Abertura do Resseguro, Demanda de Resseguros e Impactos sobre o Mercado Segurador”, de Lauro Vieira de Faria – nº 13.

“Precificação: Credibilidade, Risco no Resseguro e Aplicações Diversas”, de Paulo Pereira Ferreira – nº 14.

“Responsabilidade Civil e Objetiva: Contrato de Seguro e Código de Defesa do Consumidor”, de Walter Antonio Polido – nº 15.

“Breve Histórico da Profissão de Corretor de Seguros no Brasil”, de Rita de Cássia da Costa Silva – nº 16.

“Planos de Previdência Complementar Aberta *versus* Contrato de Seguro de Vida: Semelhanças e Diferenças”, de Ricardo Bechara Santos – nº 17.

“Controles Internos das Seguradoras”, de Affonso Silva – nº 18.

“Solvência das Seguradoras”, de Affonso Silva – nº 19.

“A Relação entre Seguro e Empreendedorismo no Brasil: Dados Básicos e Conceitos”, de Pietro Masci, Andre Medici e Bernardo Weaver Barros – nº 20.

Todos os títulos podem ser acessados e impressos através do link “publicações/estudos e pesquisas” da página da Funenseg na internet: www.funenseg.org.br.



ESCOLA NACIONAL de SEGUROS
FUNENSEG

A Escola Nacional de Seguros – FUNENSEG, é uma instituição voltada para o ensino e pesquisa do seguro no Brasil. Dentro dessas frentes de atuação, oferece uma rede de produtos e serviços destinados a qualificação profissional, a evolução educacional e ao intercâmbio de experiências com as mais conceituadas instituições nacionais e internacionais da Área de Seguros. Presente em 14 unidades, localizadas estrategicamente pelo país, a FUNENSEG atua no treinamento e formação de profissionais para o Mercado de Seguros. Sua missão consiste em acompanhar as necessidades do setor, tornando-se pólo de produção e disseminação do conhecimento em todo o território nacional. Agora que você conhece um pouco mais nosso trabalho, nos procure e venha entender porque a FUNENSEG é a ESCOLA de SEGUROS do Brasil.

www.funenseg.org.br