

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MERCADO IMOBILIÁRIO E FORMAS DE FINANCIAMENTO

Aluno: Patrick Bussinger

Nº de matrícula: 0812483

Orientador: Luiz R. A. Cunha

Junho de 2012

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MERCADO IMOBILIÁRIO E FORMAS DE FINANCIAMENTO

Por: Patrick Bussinger

Assinatura:

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

De acordo:

Área de Pesquisa: Setor Imobiliário

Palavras-Chave:

- 1.Mercado Imobiliário
- 2.Bolha imobiliária
- 3.Sistema de financiamento imobiliário

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

DEDICATÓRIA

À minha mãe e irmãos que me fizeram escolher com amor e orgulho a família que tenho

“The first principle is that you must not fool yourself, and you are the easiest person to fool.” – FEYNAM, Richard P., Nobel Prize

SUMÁRIO

1. LISTA DE FIGURAS.....	5
2. RESUMO.....	6
3. INTRODUÇÃO.....	7
4. O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO.....	8
4.1. Tamanho do Mercado e crescimento esperado.....	8
4.2. Déficit Habitacional.....	11
4.3. Evolução dos preços no Brasil.....	13
4.4. Existe uma bolha imobiliária no Brasil?.....	16
4.5. Acessibilidade do mercado imobiliário Brasileiro.....	19
5. CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL.....	22
5.1. Sistema de Financiamento Habitacional.....	25
5.2. Principais fontes de recursos do SFH – SFH.....	28
5.3. Bancos Privados.....	31
5.4. Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI.....	35
6. MERCADO IMOBILIÁRIO DOS EUA E A CRISE.....	37
6.1 A Bolha imobiliária americana.....	37
6.2 As diferenças entre o mercado imobiliário Americano e o Brasileiro.....	40
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	42
8. BIBLIOGRAFIA.....	44

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Crescimento do PIB e do PIB do setor de construção civil.....	8
Figura 2: Análise demográfica da População Brasileira.....	9
Figura 3: Previsão de crescimento da população Brasileira e nível de renda.....	10
Figura 4: Evolução do Déficit Habitacional.....	12
Figura 5: Crescimento dos preços dos imóveis em 2011.....	13
Figura 6: Preços dos imóveis em São Paulo e Rio de Janeiro.....	14
Figura 7: Aumento dos contratos de aluguel vs. IGP-M.....	15
Figura 8: Residências próprias no Brasil.....	17
Figura 9: Residências próprias no Brasil e no Mundo.....	18
Figura 10: Preço do imóvel em relação à renda.....	19
Figura 11: Preço médio/m ² de unidades lançadas em SP.....	20
Figura 12: Carga hipotecária.....	21
Figura 13: Crédito Imobiliário como % do PIB.....	23
Figura 14: Evolução da Balança de Crédito.....	24
Figura 15: Evolução de unidades financiadas pelo SFH.....	27
Figura 16: Desembolso hipotecário.....	29
Figura 17: Crédito imobiliário por fonte de recurso.....	30
Figura 18: Mercado de poupança e de crédito imobiliário por Banco.....	31
Figura 19: % de empréstimos imobiliários e crescimento.....	32
Figura 20: Empréstimos imobiliários sobre o PIB.....	33
Figura 21: Taxa SELIC e arrecadação da poupança.....	34
Figura 21: Empréstimo imobiliário para o Subprime.....	38
Figura 23: Preço médio de casas novas vendidas nos EUA.....	39
Figura 24: Empréstimos imobiliários como % do PIB – no Brasil e no Mundo.....	40

RESUMO

A expansão do mercado imobiliário Brasileiro junto com o aumento considerável do preço dos imóveis, como na cidade do Rio de Janeiro em que o aumento foi de 159% desde 2008, nos levam a pensar que possa existir um bolha imobiliária no Brasil. O crédito é uma peça fundamental para o crescimento do mercado imobiliário e para a determinação do superaquecimento do setor. De fato o crédito imobiliário cresceu consideravelmente na década de 2000, justificando em parte o crescimento do setor, porém ele ainda está muita aquém do nível de penetração de outros países.

O mercado de crédito imobiliário brasileiro possui uma peculiaridade importante em que ele depende essencialmente dos recursos captados junto ao FGTS e ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Porém devido ao seu forte crescimento dos últimos anos, em aproximadamente dois anos, os recursos da poupança não serão mais suficientes para financiar este crédito. Será necessário portanto migrar essa fonte de recursos para novos instrumentos imobiliários, como é o caso na maioria dos países ao redor do mundo.

INTRODUÇÃO

No momento ímpar que vive a economia brasileira hoje, pode-se dizer que a construção é a grande protagonista do desenvolvimento nacional. O setor de construção civil é hoje um dos mais importantes para a economia, sendo um dos principais empregadores do Brasil. Estima-se que a cadeia produtiva da construção, em nível nacional, represente em torno de 10% do PIB (Produto Interno Bruto), e seja responsável por mais de 10 milhões de empregos (diretos e indiretos) no país.

Em 2011, enquanto o PIB nacional cresceu 2,7%, a construção cresceu acima de 4,8%. De uma forma geral, esse crescimento pode ser justificado pelo forte ritmo de investimentos na área habitacional e na infraestrutura.

As condições atuais parecem favoráveis ao setor, com ampliação do financiamento, maior acesso ao crédito, grandes projetos de infraestrutura introduzidos com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e, os investimentos em programas habitacionais como o Minha Casa, Minha Vida (MCMV); e as perspectivas futuras também parecem promissoras tendo em vista que o desenvolvimento esperado para o país nos próximos anos passa pela construção. Já foram anunciadas pelo Governo as segundas fases dos projetos citados acima (PAC E MCMV), temos a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016 a serem realizados no Brasil, os investimentos previstos para o Pré-sal, além de muitas outras obras estruturais necessárias que deverão ser realizadas no Brasil ao longo dos próximos anos.

Apesar do horizonte positivo, muitos são os desafios com os quais o setor deverá lidar nos próximos anos. Destacamos dentre eles a questão do financiamento, a falta de mão de obra qualificada e seu alto custo, os juros altos e a burocracia no licenciamento dos empreendimentos.

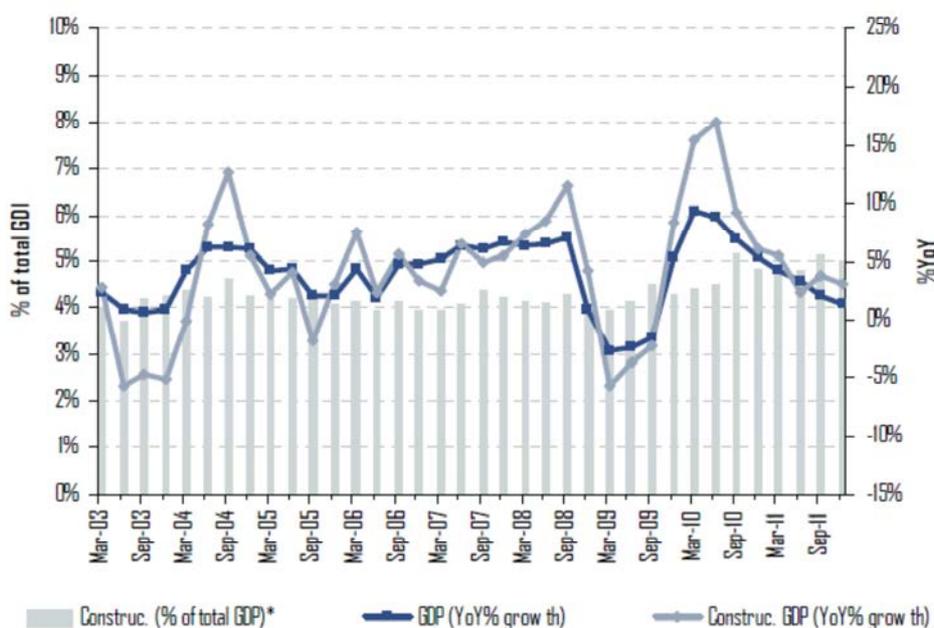
Neste trabalho, vamos nos ater a estudar, dentro do setor de construção civil, o mercado imobiliário.

O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Tamanho do mercado imobiliário e crescimento esperado

Estimar o tamanho do mercado imobiliário Brasileiro é uma tarefa árdua por não existir dados oficiais precisos sobre a potencial demanda do mercado. Um estudo do banco de investimento JP Morgan estima que o mercado imobiliário Brasileiro tenha uma demanda no ano de 2012 de aproximadamente 190 bilhões de reais, ou seja, com o PIB brasileiro girando em torno de quatro trilhões de reais, o mercado imobiliário Brasileiro representaria algo próximo de 4,5% do Produto Interno Bruto do País.

Figure 1. Quarterly total GDP and construction GDP growth (1995=100)



Source: IBGE, Citi Investment Research and Analysis

Note: *at current prices

Figura 1: Crescimento do PIB e do PIB do setor de construção civil.

Fonte: IBGE. Elaboração Equipe de pesquisa e análise do Citibank

Uma das fontes de dados mais confiáveis para o mercado imobiliário Brasileiro é a Secovi (Sindicato da Habitação), uma consultoria privada concentrada no mercado imobiliário da Região Metropolitana de São Paulo.

Segundo a Secovi, 65 mil unidades de imóveis foram lançadas na Região Metropolitana de São Paulo, que segundo o IBGE representa 18-20% do mercado Brasileiro, ou seja, no ano de 2011 teriam sido lançadas no Brasil 342 mil unidades imobiliárias ou 90 bilhões de reais (considerando um preço médio de 250 mil reais por unidade).

Segundo dados do IBGE e FGV, a população Brasileira ganhará 35 milhões de novas famílias entre 2007 e 2030, ou seja, 1.5 milhão de novas famílias por ano pelos próximos 23 anos. Destes 50% seriam de baixa renda (até 3 salários mínimos), 39% classe média (entre 3 e 10 salários mínimos) e 11% da classe alta (mais de 10 salários mínimos).

No Brasil, 60 % da população vive em cidades com menos de 250 mil habitantes, ou seja 77 milhões de pessoas vivem espalhadas por 99 cidades Brasileiras.

Demographic Analysis by Population			
Population	# of Cities	% of Total Pop.	Population (mn)
> 1mn	15	21.0%	40.1
500k-1mn	23	8.2%	15.7
250-500k	61	11.0%	21.0
100-250k	184	14.5%	27.6
50-100k	324	11.7%	22.3
< 50k	4,958	33.6%	64.1
Total	5,565	100.0%	190.7

Source: J.P. Morgan estimates and IBGE, 2010 data.

Figura 2: Análise demográfica da População Brasileira

Fonte: IBGE. Elaboração: JP Morgan

Para estimar o verdadeiro potencial do mercado imobiliário Brasileiro é necessário excluir de 35% a 40% da força de trabalho pois ela representa trabalhadores informais que possuem acesso limitado ao financiamento. Além do que, esta parcela da população costuma construir a própria casa ou usaram pequena linhas de crédito.

Family Formation Likely Will Have Increased by 35mn by 2030

Income Range		2007		2030E		New families in the period
In R\$	In MW	# of Families	% of Total	# of Families	% of Total	
< 1,000	> 2mw	31.7	53%	29.1	31%	-2.6
1,000-2,000	2-4mw	15.5	26%	27.6	29%	12.1
2,000-4,000	4-8mw	8.4	14%	21.8	23%	13.4
4,000-8,000	8-16mw	3.3	5%	11	12%	7.7
8,000-16,000	16-32mw	1.1	2%	4.3	5%	3.2
16,000-32,000	32-64mw	0.3	0%	1.3	1%	1
> 32,000	> 64mw	0.0	0%	0.3	0%	0.3
Total		60.3	100%	95.4	100%	35.1

Source: IBGE, FGV Based on 2007 minimum wage.

Figura 3: Previsão de crescimento da população Brasileira e nível de renda

Fonte: IBGE e FGV. Elaboração: JP Morgan

Segundo dados do IBGE e FGV, a demanda por casas novas ficará concentrada na faixa de unidades entre R\$130 mil e R\$ 180 mil, para famílias que ganham de 4 a 8 salários mínimos, que representaria 38% do total de formação de casas com cerca de 580 mil novas famílias por ano.

Déficit Habitacional

Segundo dados da Pesquisa Nacional de Amostra por Domicílios (Pnad) em 2008 o déficit habitacional Brasileiro estava em 5.6 milhões de casas, ou 1.5 milhão incluindo apenas as regiões metropolitanas. Famílias ganhando até 3 salários mínimos representaram 87% deste déficit.

O déficit Habitacional é calculado baseado em 4 itens:

- Casas de baixa qualidade; Uma casa é considerada de baixa qualidade se ela não possuir energia elétrica e/ou água e saneamento básico. Este item representa 21% do total do déficit.

- Coabitação familiar; Domicílios com mais de uma família. Foi o componente mais importante do déficit representando um total de 39%.

- Ônus excessivo de aluguel; Domicílios com até 3 salários mínimos de renda familiar que despendem mais do que 30% com aluguel. Este item representou 34% do total do déficit.

- Densidade excessiva; Mais de 3 pessoas por quarto, com todos os cômodos do domicílio sendo utilizados como quartos. Este item representou 6% do total do déficit.

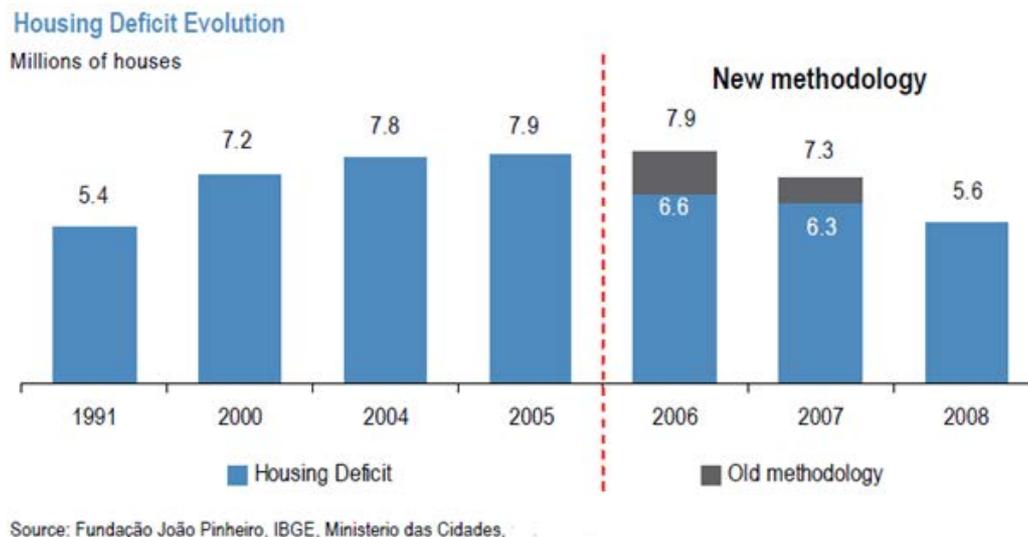


Figura 4: Evolução do Déficit Habitacional

Fonte: Fundação João Pinheiro, IBGE e Ministério das Cidades

Elaboração:JP Morgan

A principal mudança no cálculo do déficit habitacional para 2006 e 2007 foi a introdução de uma nova pergunta debaixo do item coabitação, perguntando para as famílias se elas estavam morando juntas por opção.

Devido a esse alto déficit habitacional que o governo lançou em 2009 o programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) com o objetivo de construir um milhão de moradias em dois anos. Alocando um total de 34 bilhões de reais na primeira fase do programa o governo impulsionou o mercado imobiliário de baixa renda.

Considerado um sucesso e tendo atingido o seu objetivo, o governo lançou a segunda fase do programa Minha Casa Minha Vida em Abril de 2010 com o objetivo de construir mais dois milhões de moradias até 2014. Nesta segunda fase do programa está previsto que o Governo invista um total de 72 bilhões de reais. O que irá gerar um novo impulso para o setor imobiliário.

Evolução dos preços no Brasil

A Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) calcula, em parceria com o ZAP, um portal de classificados na internet, o índice FipeZap de preços de imóveis anunciados. Apesar da desvantagem da distância entre o preço ofertado e o preço de fato transacionado, adota-se a hipótese de que no médio e longo prazo a evolução dos dois preços tenha tendências semelhantes, tornando um índice de preços ofertados um indicador confiável do mercado imobiliário.

Segundo dados do Índice FipeZap, os preços dos imóveis no Brasil aumentaram 26% em 2011 e o de aluguéis em 18%. Para 2010 a estimativa foi um crescimento em torno de 32%.

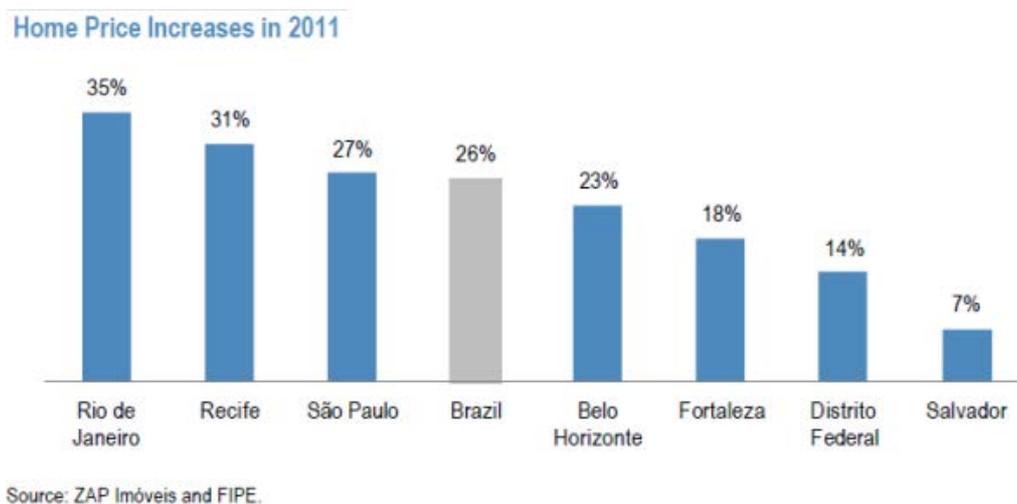
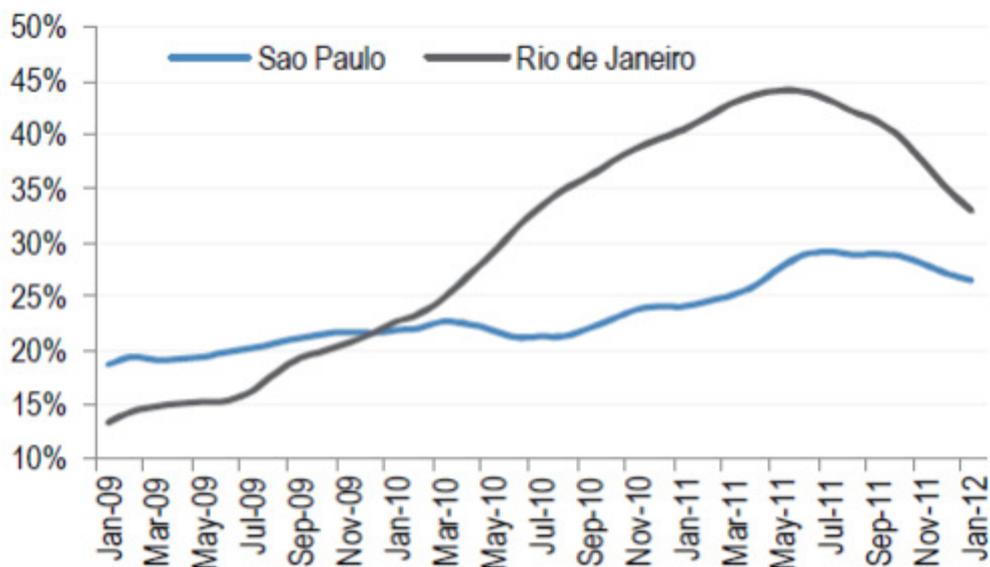


Figura 5: Crescimento dos preços dos imóveis em 2011

Fonte: ZAP Imóveis e FIPE. Elaboração: JP Morgan

O índice possui uma limitação histórica dos dados, pois estes começaram a ser coletados em Setembro de 2010. Para as cidades de São Paulo e Rio de Janeiro os dados começaram a ser coletados em 2008 e desde então os preços subiram 127% e 159% respectivamente.

Home Prices – YoY Change



Source: ZAP Imóveis and FIPE.

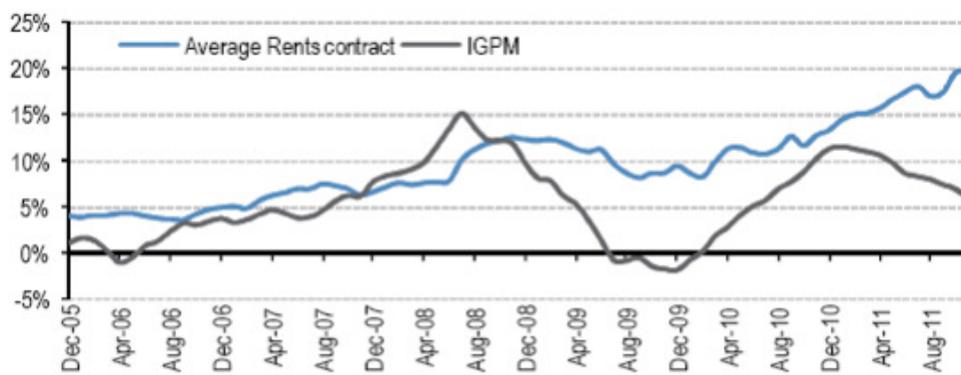
Figura 6: Preços dos imóveis em São Paulo e Rio de Janeiro

Fonte: ZAP Imóveis e FIPE. Elaboração: JP Morgan

Segundo alguns dados da SECOVI, enquanto que o aluguel teve um reajuste anual acima de 10% nos últimos três anos, o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), que é o principal índice utilizado para calcular o reajuste dos contratos de aluguel, aumentou em uma média pouco superior a 5% nesse mesmo período.

Houve, portanto no mercado de imóveis alugados no Brasil um reajuste nos contratos maiores que o crescimento do seu principal índice de reajuste, o IGP-M. Este fenômeno pode ser observado desde o ano 2008 conforme o gráfico abaixo.

Average Increase in Rent Contracts vs. IGP-M



Source: Secovi, Bloomberg, and J.P. Morgan.

Figura 7: Aumento dos contratos de aluguel vs. IGP-M

Fonte: Secovi, Bloomberg e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

Este forte aumento tanto nos preços dos imóveis quanto nos contratos de aluguel nos levam a questionar se está se formando no Brasil uma bolha imobiliária.

Existe uma Bolha Imobiliária no Brasil?

Uma bolha é caracterizada pela discrepância entre o valor de um bem e o seu valor intrínseco, pois estes são alvos de especuladores. Porém uma bolha é muito mais fácil de ser identificada olhando para a história do que para o presente.

A elevação acentuada vista acima no nível dos preços de imóveis no Brasil nos últimos dois anos, ou quatro anos no caso do Rio de Janeiro e São Paulo, nos levam a perguntar se existe uma bolha imobiliária no Brasil.

Segue abaixo alguns motivos para acreditar que essa bolha não existe:

- A penetração de hipotecas segue baixo, representando menos de 5% do PIB. Apesar de um crescimento acima de 40% no volume de desembolsos de hipotecas no Brasil, chegando a um total de 114R\$ bilhões. Essa penetração continua muito abaixo de países desenvolvidos..

- Não existe no Brasil um empréstimo garantido pela casa própria. Segundo os bancos, menos de 5% dos proprietários de residências no Brasil colocaram a própria casa como garantia de empréstimo. Ou seja, o aumento no consumo do Brasil não foi beneficiado pelo aumento do preço dos imóveis.

- Nas regras bancárias o valor do empréstimo pode chegar a no máximo 80% do valor do imóvel. Restringindo a possível alavancagem dos compradores.

- Regras estritas de crédito. Os bancos possuem regras estritas para a concessão de crédito em que um pagamento hipotecário não pode representar mais do que 30% da renda familiar. A maioria dos empréstimos no Brasil é oriunda de instituições bancárias e não de outras instituições financeiras.

-80-90% das unidades vendidas são para compradores que não possuem residência. Fruto do bônus demográfico Brasileiro, 80-90% de casas vendidas no Brasil são para compradores de primeira viagem o que evita a especulação, pois famílias

normalmente são os compradores finais, diferente de investidores que buscam algum retorno.

Segundo dados do PNAD (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios) existiam em 2009 no Brasil 58.6 milhões de residências, onde 17,2% das residências eram alugadas, 8,8% possuíam mais de um dono e 74% eram residências próprias (incluindo empresas). Nos Estados Unidos da América o índice de residências próprias é de 68% enquanto que na Alemanha esse índice chega a 42%.

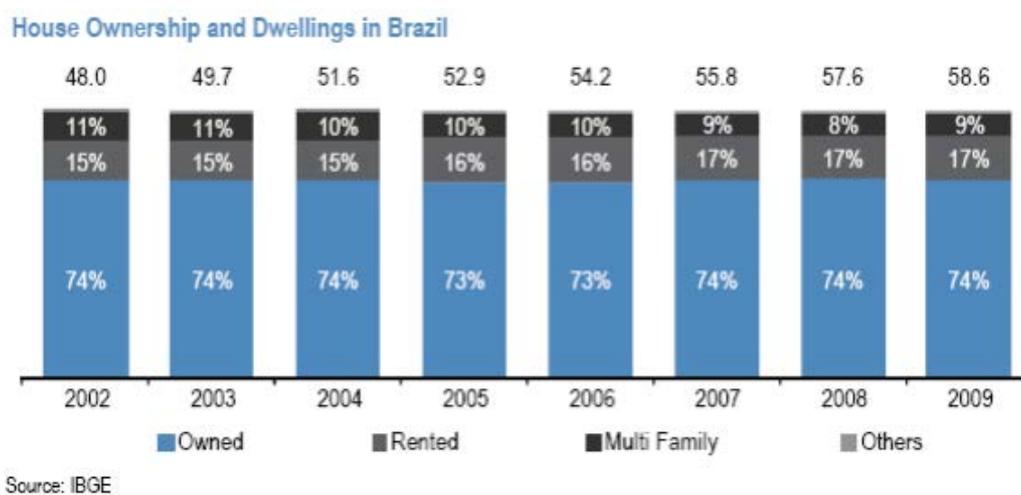
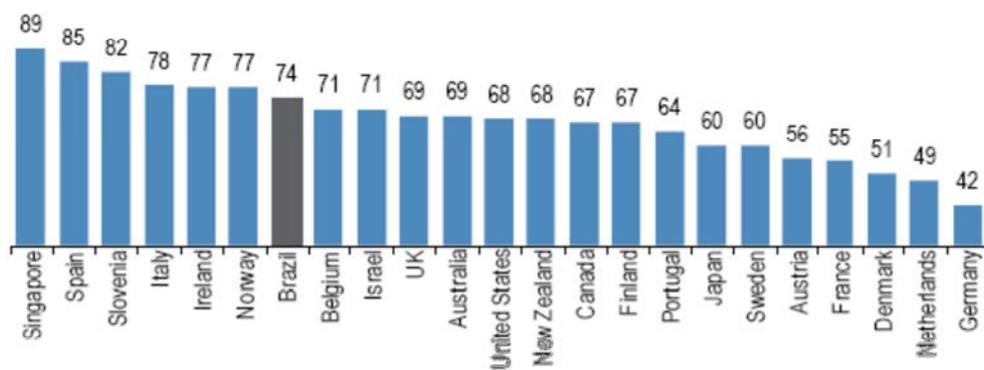


Figura 8: Residências próprias no Brasil

Fonte: IBGE. Elaboração: JP Morgan

Figure 186: Home Ownership vs. Other Countries (%)



Source: Wikipedia and J.P. Morgan estimates. Country figures ranging from 2000 to 2009.

Figura 9: Residências próprias no Brasil e no Mundo

Fonte: Wikipedia e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

Uma maneira de analisar se existe uma bolha imobiliária no Brasil seria estudar a acessibilidade do mercado imobiliário Brasileiro pois um mercado que estivesse no meio de uma bolha imobiliário teria sua acessibilidade diminuída.

Acessibilidade do Mercado Imobiliário Brasileiro

Segundo dados da Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio (Embraesp), o preço de uma casa no Brasil é relativamente barato em relação aos níveis de renda da população. No Brasil uma casa custa em média 5,9 vezes o nível de renda enquanto que em Hong-Kong e Singapura este custo chega a 13,5 vezes a renda.



Figura 10: Preço do imóvel em relação à renda

Fonte: Demographia. Elaboração: JP Morgan

Olhando para o histórico de preços no Brasil ajustado pela inflação medida pelo Índice Nacional de Construção Civil (INCC), os preços se mantiveram relativamente estáveis entre 1996 e 2004, de 2004 para 2008 houve inclusive um pequeno declínio de 18% nos preços, mas no período de 2008-2010 aconteceu um expressivo aumento de 24%.

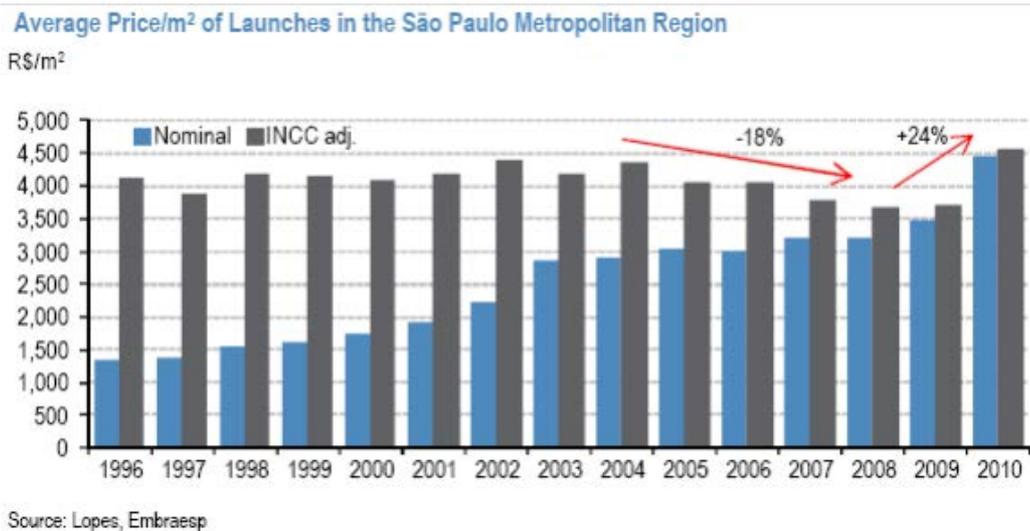


Figura 11: Preço médio/m² de unidades lançadas em SP

Fonte: Lopes Brasil e Embraesp. Elaboração: JP Morgan

Outra maneira de medir a acessibilidade dos imóveis é analisar o índice que mede a carga hipotecária. De acordo com os dados da pesquisa Demographia internacional de acessibilidade habitacional realizado anualmente pela consultoria WENDELL COX mostra que hipoteca representa uma carga de 42% sobre a renda média da população em uma cidade como a de São Paulo. O que é muito abaixo da carga de 80% encontrada na cidade de Huangzhou, mas acima dos 26% na média das cidades do Reino Unido.

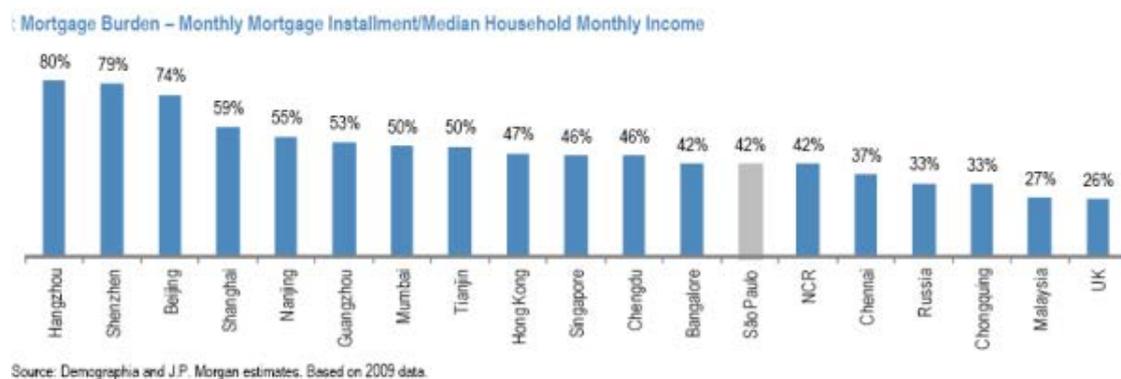


Figura 12: Carga hipotecária

Fonte: Demographia e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

Crédito imobiliário no Brasil

O crédito é um dos pilares para o crescimento econômico, o poder de se alavancar é fundamental para o desenvolvimento das atividades econômicas. Analisar o sistema financeiro é crucial para conseguir determinar a capacidade de expansão da economia, pois para impulsionar o crescimento de uma economia é necessário que se tenha recursos disponíveis a níveis e taxas acessíveis e condizentes com a demanda dos investidores.

Segundo dados do Banco Mundial, a relação crédito/PIB no Brasil passou de 22,0% no ano de 2002 para 49% no primeiro trimestre de 2012, o que permitiu em parte o bom desempenho que a economia Brasileira teve nesse período. Porém, um estudo do Banco Bradesco juntando dados de alguns Bancos Centrais no mundo mostra que a relação crédito/PIB Brasileira ainda está muito abaixo de outros países no mundo. Nos EUA o crédito representa 202% do PIB, na China fica em torno de 130% do PIB enquanto no Chile é de 86% do PIB. Se comparado aos outros países do Mundo o crédito no Brasil ainda tem muito espaço para crescimento.

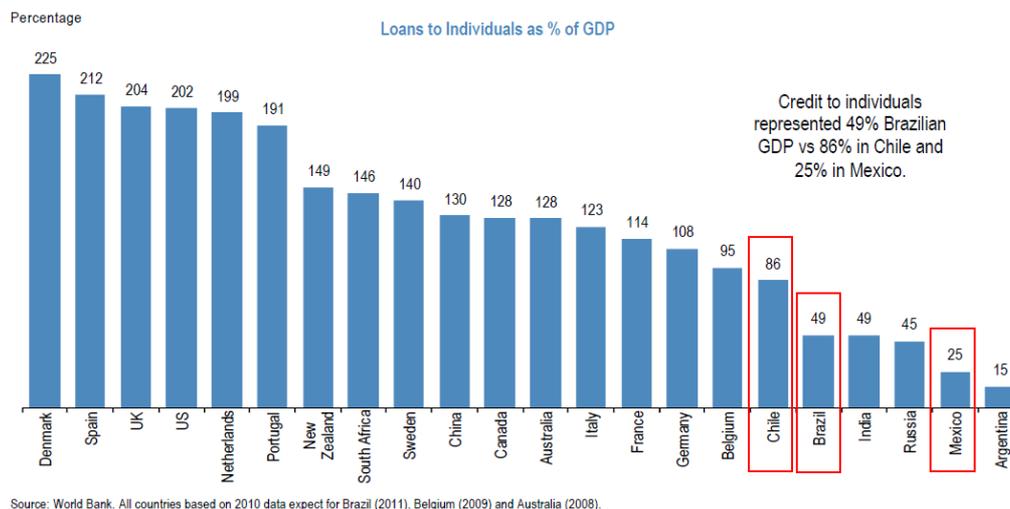
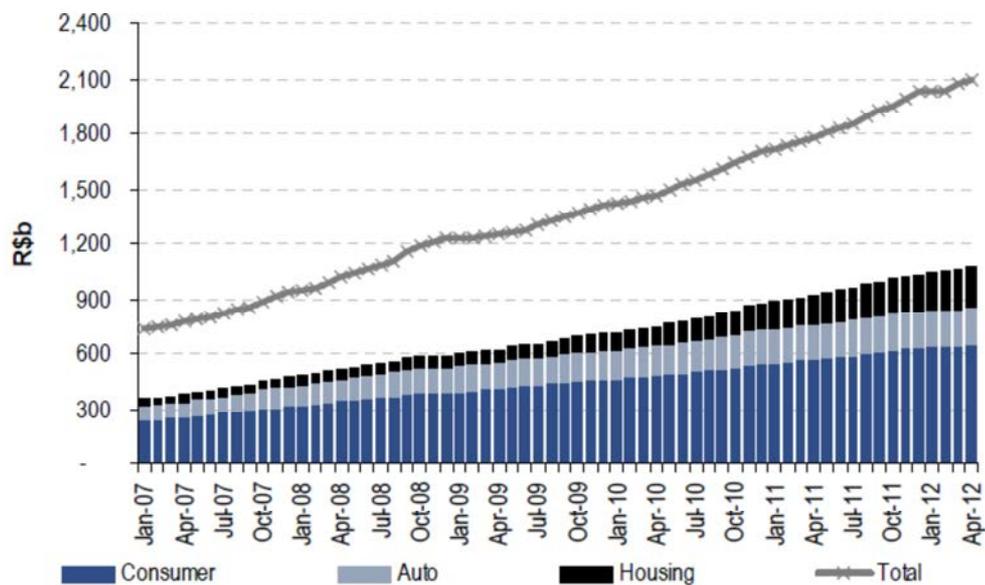


Figura 13: Crédito Imobiliário como % do PIB

Fonte: Banco Mundial. Elaboração: JP Morgan

Segundo dados do Banco Central, o crédito Brasileiro vem crescendo nos últimos dois anos a uma média de 20% ao ano enquanto que o crédito imobiliário vem crescendo a uma média superior a 40% ao ano. Apesar desse forte crescimento do crédito imobiliário ele ainda representa apenas 10% do total de crédito no Brasil.

Figure 6. Credit balance evolution



Source: Brazilian Central Bank, Citi Investment Research and Analysis

Figura 14: Evolução da Balança de Crédito

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Citibank

Hoje em dia existem dois sistemas que regem os financiamentos imobiliários no Brasil. O Sistema Financeiro Habitacional (SFH) criado na década de 60 com um forte arcabouço regulamentar e dependente de recursos e de financiamentos públicos. E o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) instituído pela lei número 9514/97 mais moderno e com o objetivo de desenvolver o mercado de securitização imobiliária no Brasil.

A seguir iremos dar uma olhada mais a fundo esses dois sistemas e a sua evolução ao longo do tempo.

Sistema de Financiamento Habitacional - SFH

Com o objetivo de “facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria” o Governo Federal criou em 1964 o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) composto pelos dois seguintes integrantes:

O Banco Nacional de Habitação, responsável por estabelecer as condições gerais dos financiamentos sob o SFH, como prazo, juros, condições de pagamento e garantias.

E as sociedades de Crédito Imobiliário, que eram os agentes financeiros do sistema, pois possuíam a função de operar no financiamento para a construção, venda ou aquisição de habitações.

Sendo assim o BNH era o motor de um sistema cujas normas eram determinadas pelo setor público restando ao setor privado apenas a promoção e execução dos projetos de construção de habitações.

Ao ser instituído, o SFH possuía o seguinte esquema de financiamento, os recursos arrecadados pelo FGTS eram geridos e aplicados pelo BNH que os usava para financiar as sociedades de crédito imobiliário. Estas poderiam igualmente captar recursos junto ao público através da caderneta de poupança e as letras hipotecárias. Desta maneira o imóvel adquirido a prazo pelo mutuário era utilizado pelo construtor como garantia do empréstimo concedido pelas sociedades de crédito imobiliário.

Entre 1964, ano de sua implementação, e 1982 o SFH se demonstrou um grande sucesso, com um crescimento quase contínuo no número de unidades financiadas atingindo seu auge de 627 mil unidades financiadas em 1980.

Grande parte deste sucesso é explicada pela estrutura do sistema adotado. As sociedades de crédito imobiliário captavam recursos junto ao BNH a taxas muito menores daquelas que eram repassadas ao mutuário, além disso, os recursos da poupança e das

letras imobiliárias possuíam certa segurança e rentabilidade o que resultou em uma grande oferta de recursos e alavancagem do setor de construção civil.

Porém, com a disparada da inflação a partir dos anos 80 houve um descompasso muito grande entre os valores das prestações pagas e do principal da dívida.

A taxa de correção das prestações era indexada às variações salariais enquanto que o principal da dívida era indexado à Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN). O que gerou um enorme saldo residual ao final do período de pagamentos. O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) que garantia tanto ao mutuário quanto às entidades de crédito a quitação total do financiamento teve que arcar com os prejuízos gerados por esse saldo (R\$ 50 bilhões). O que culminou na extinção do BNH em 1986 e no colapso do FCVS.

As fontes de recursos do financiamento imobiliário possui um caráter pró-cíclico devido ao descasamento do prazo entre o ativo dos agentes, composto por fontes de curto prazo, e o passivo de longo prazo.

Desta maneira o SFH viveu um período negro em sua história devido à instabilidade macroeconômica em que a média de unidades financiadas pelo sistema ficou abaixo de 150 mil unidades por ano entre 1983 e 1996.

Mesmo com a retomada da estabilidade monetária vivida no período do plano real o número médio de unidades financiadas pelo SFH ficou em 175 mil unidades entre 1997 e 2000. Isso foi devido à combinação dos altos índices de inadimplência dos mutuários e do alto custo de oportunidade, medido pelas taxas de juros exorbitantes, fez com que as instituições financeiras privadas desconsiderassem a atividade de concessão de crédito de longo prazo para aquisição de habitações no Brasil.

Em Agosto de 2004 o Presidente da República sancionou um conjunto de medidas para estimular o crescimento do mercado imobiliário. Entre elas estava a lei de número 10.931 que introduziu o conceito de patrimônio de afetação no mercado imobiliário Brasileiro. O patrimônio de afetação consiste na adoção de um patrimônio próprio para cada empreendimento, passando desta maneira a ter sua contabilidade própria separada da contabilidade da incorporadora ou construtora. Esta medida confere uma maior segurança aos compradores dos imóveis.

Essas medidas junto com o bom desempenho econômico o número de financiamentos imobiliários cresceu consideravelmente nos anos 2000 para cá.

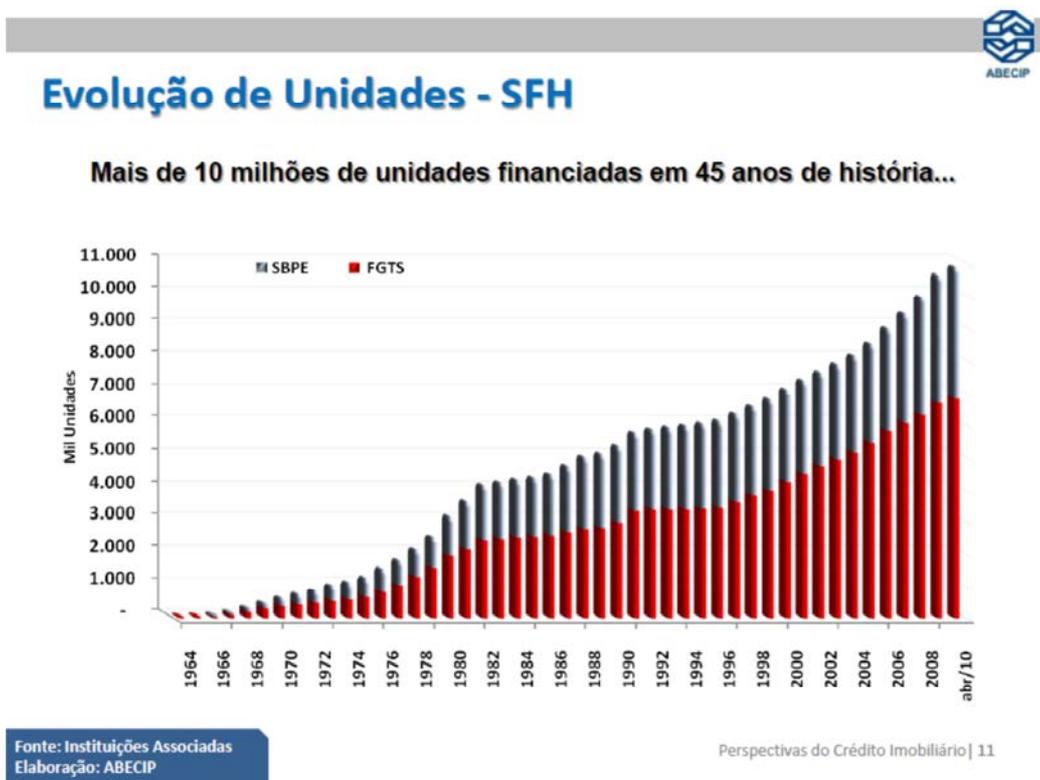


Figura 15: Evolução de unidades financiadas pelo SFH

Fonte: ABECIP. Elaboração: ABECIP

Principais fontes de recurso do SFH

As principais fontes de recursos do Sistema Financeiro da Habitação no Brasil são o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) engloba tradicionalmente todos os bancos públicos e privados que não são especializados no segmento rural. Uma resolução do Banco Central (BC), que trata do direcionamento dos depósitos na caderneta de poupança, estabelece que, no mínimo, 65% dos recursos devem ser aplicados em financiamento imobiliário, sendo que, no mínimo, 80% deste valor deve ser destinado para operações no âmbito do SFH com taxa de juros de até 12% ao ano mais TR, e 20%, no máximo, para empréstimos contratados a taxas de mercado.

Originalmente criado como um seguro desemprego, hoje em dia os fundos do FGTS são utilizados para uma variedade de objetivos como prover assistência para trabalhadores com doenças terminais, ajudar os trabalhadores na compra da residência e até para investimentos na infraestrutura do país.

Os fundos do FGTS geridos pela Caixa Econômica Federal são provenientes da poupança compulsória do salário dos trabalhadores em que estes devem contribuir com 8% do salário. Desta maneira o FGTS arrecadou em 2011 cerca de 72 bilhões de reais e os desembolsos somaram por volta de 80% deste valor por ano. Porém, apenas 14% foi destinado à aquisição de imóveis.

TOTAL New Mortgage Disbursements

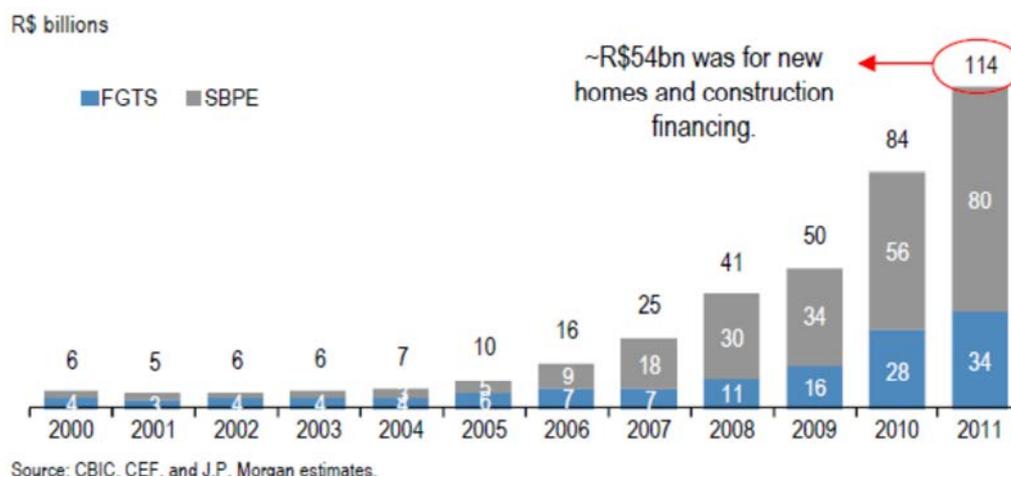


Figura 16: Desembolso hipotecário

Fonte: CBIC, CEF e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

O financiamento imobiliário cresceu consideravelmente nos últimos anos com o desembolso hipotecário chegando a R\$ 114 bilhões em 2011, quase o triplo de 2007, destes, 70 % dos recursos vieram da poupança e o restante dos recursos do FGTS. Nos últimos 3 anos (2009-2011) os novos financiamentos acumularam R\$248 bilhões. O total de hipotecas sob o portfólio dos bancos somam R\$200 bilhões.

Total Credit Related to the Sector Increased 31% in 2011

R\$ in billions

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
mortgages for individuals	35.7	45.9	63.3	91.9	138.7	200.5
construction financing loans	<u>25.9</u>	<u>28.2</u>	<u>35.3</u>	<u>39.6</u>	<u>41.1</u>	<u>35.4</u>
Total mortgage and const. loan Portfolio	61.6	74.0	98.6	131.5	179.9	235.9
Net increase	10.2	12.4	24.6	32.9	48.4	56.0
from FGTS	NA	6.9	10.5	15.8	27.7	34.2
from SBPE	NA	<u>18.3</u>	<u>30.0</u>	<u>33.9</u>	<u>56.0</u>	<u>79.9</u>
Total New Mortgage Origination	16.3	25.2	40.5	49.7	83.7	114.1

Source: Central Banks and J.P. Morgan calculations.

Figura 17: Crédito imobiliário por fonte de recurso

Fonte: Banco Central e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

Bancos Privados

Os bancos privados são uma engrenagem essencial no sistema de financiamento imobiliário no Brasil pois são eles os principais captadores dos recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e conseqüentemente os principais financiadores do crédito imobiliário no Brasil.

A Caixa Econômica Federal é a maior provedora Brasileira de hipotecas no Brasil com 65% da participação do mercado. Ela é beneficiada pelo fato de ser a administradora dos fundos do FGTS usados para financiar hipotecas. Os três grandes bancos privados (Itaú, Bradesco e Santander) são responsáveis por 19% do mercado de financiamento imobiliário no Brasil.

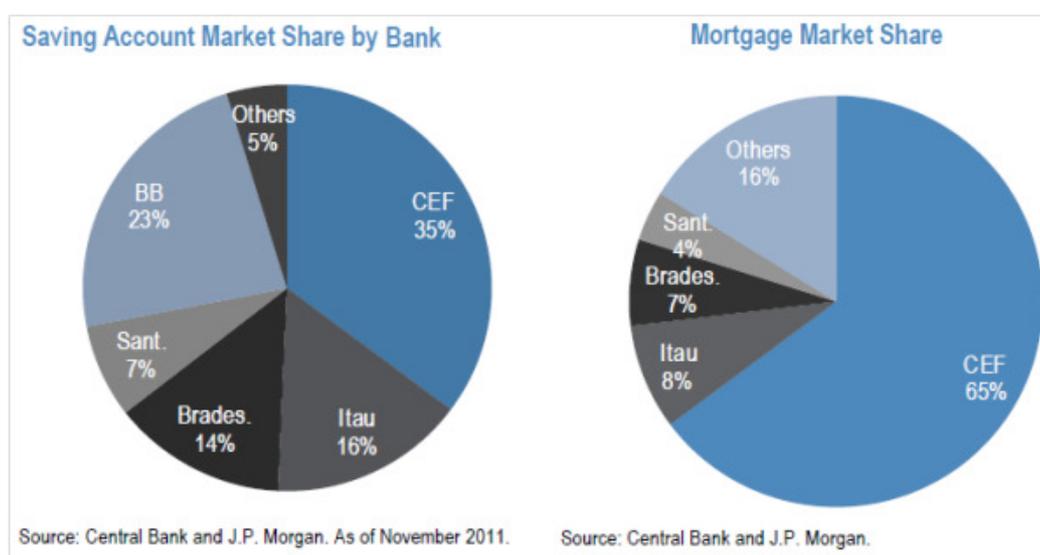


Figura 18: Mercado de poupança e de crédito imobiliário por Banco

Fonte: Banco Central e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

Sem contar a Caixa Econômica Federal (CEF), que é a responsável por gerir os recursos do FGTS, vemos nos gráficos elaborados pelo banco de investimento JP Morgan abaixo que os empréstimos imobiliários ainda representam uma parcela muito pequena da carteira de empréstimos dos bancos Brasileiros. No Bradesco ele representa apenas 6% do total dos empréstimos, no Itaú e no Santander esse total é de 5% enquanto que no Banco do Brasil (BB) é de apenas 2% do total da carteira.

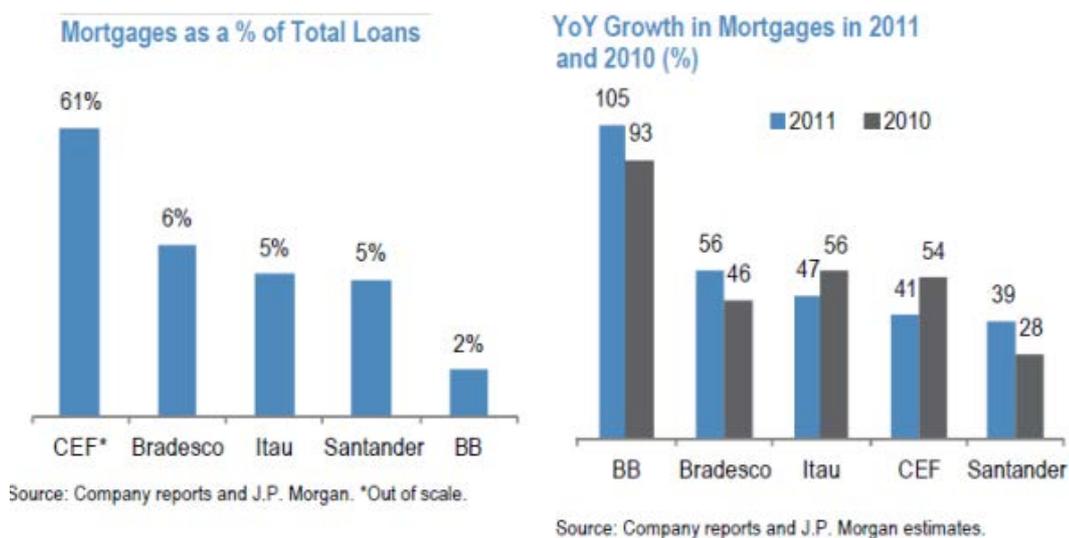


Figura 19: % de empréstimos imobiliários e crescimento

Fonte: Relatórios dos bancos e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan

O total de créditos imobiliários representa hoje no Brasil algo em torno de 5% do PIB. Segundo estimativas do Banco Bradesco essa relação pode dobrar até 2020 chegando a 10,7% do PIB Brasileiro. No Chile atualmente essa relação é de 20% do PIB enquanto que nos Estados Unidos da América e no Reino Unido esse número é de 60% do PIB. Portanto o Brasil ainda tem bastante espaço para o desenvolvimento do seu mercado de hipotecas.



Figura 20: Empréstimos imobiliários sobre o PIB

Fonte: Bradesco crédito imobiliário. Elaboração: JP Morgan

Apesar do forte crescimento nos últimos anos do crédito imobiliário Brasileiro, se comparado a outros países, o Brasil ainda está muito aquém do seu potencial.

O mercado de crédito imobiliário Brasileiro hoje é altamente depende dos recursos da poupança. Vimos acima que o crédito imobiliário apresentou nos últimos três anos um crescimento acima de 40% ao ano enquanto que a captação de recursos pela poupança cresceu a uma taxa média de 15% nesse mesmo período. Se o mercado imobiliário mantiver os índices de crescimento atual alguns especialistas projetam que o modelo de crédito atual não terá recursos suficientes para a demanda dos financiamentos já em 2013. Segundo Luiz Antonio França, presidente da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP) “os recursos da caderneta de poupança é um instrumento para financiar o mercado imobiliário por mais alguns anos”.

Além disso, a atual diretriz do Comitê de Política Monetária (COPOM) é de abaixar a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), a taxa básica da economia, hoje em dia no nível mais baixo de sua história, deve contribuir para a diminuição dos recursos captados pela poupança. Pois a rentabilidade desta varia de acordo com a taxa SELIC.

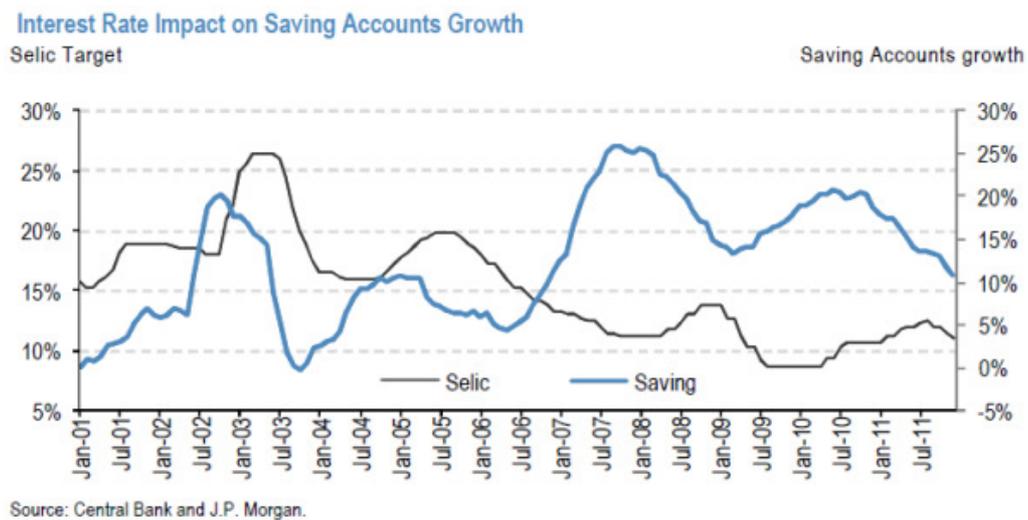


Figura 21: Taxa SELIC e arrecadação da poupança

Fonte: Banco Central e JP Morgan. Elaboração: JP Morgan.

Apesar da segurança proporcionado pelos investimentos na poupança, a sua baixa remuneração é incapaz de atrair grandes investidores. Por isso que muitos especialistas consideram que a sua eventual limitação de recursos não impactará no crescimento do crédito imobiliário, pois outras fontes de recursos irão aparecer. Dentre elas está o Sistema de Financiamento Imobiliário que iremos estudar abaixo.

Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI

No dia 20 de Novembro de 1997 a lei número 9514 instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) com o objetivo de estimular o crédito imobiliário e incentivar novos empreendimentos habitacionais.

Criado com o propósito de deslanchar o crédito imobiliário, a grande novidade aqui é a intenção de integrar o mercado financeiro primário (originador dos contratos hipotecários) e secundário (onde são negociadas as apólices resultantes do processo de securitização). Ou seja, na nova legislação estava permitida a operação de securitização que no SFI é composto em três etapas:

-Compra e venda de um imóvel novo com financiamento (entre o mutuário e o incorporador, com financiamento realizado por uma agência originadora).

-Cessão de Créditos originados neste financiamento (entre a agência originadora e a companhia de securitização).

-Emissão e distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) no mercado de valores mobiliários (entre a companhia securitizadora e os investidores)

O Conselho Monetário Nacional autorizou as sociedades seguradoras a efetuarem a aplicação de recursos no SFI através dos seguintes instrumentos:

“Previsto no artigo 6º da Lei nº 9.514, o CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Instituída pelo artigo 1º da Medida Provisória nº 2.223, de 04 set. 2001, e atualmente regulada pela Lei nº 10.931, de 02 ago. 2004, capítulo II, a 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.

Instituída pelo artigo 7º da Medida Provisória nº 2.223, e atualmente regulada pela Lei nº 10.931, de 02 ago. 2004, capítulo III, a CCI representa créditos imobiliários. A CCI é emitida pelo credor do crédito imobiliário e poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele. A CCI poderá ser objeto de securitização nos termos da Lei nº 9.514.” (Freitas, NEWTON em o “Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)”).

Segundo dados da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) os títulos de hipotecas securitizados apresentavam em 2006 um volume total de 5 bilhões de reais enquanto que no ano de 2011 esse volume foi de 85 bilhões de reais.

Ao redor do mundo a principal forma de financiamento imobiliário nos países são os chamados títulos garantidos por hipotecas, ou seja, a securitização das hipotecas. Apesar do crescimento expressivo do mercado de títulos garantidos por hipotecas nos últimos anos, o Brasil ainda está muito aquém do nível de outros países. Uma das principais motivos para o baixo desenvolvimento desse mercado é a alta taxa de juros encontrada por aqui.

Porém, com a escassez de recursos da poupança e da tendência de queda da taxa de juros no Brasil este mercado pode ser a solução para o futuro do crédito imobiliário Brasileiro.

MERCADO IMOBILIÁRIO NOS EUA E A CRISE

A Bolha imobiliária americana

A crise do “Subprime” de 2007 é considerada por muitos como a maior crise financeira desde a Grande Depressão de 1929. Para muitos, o que despertou essa crise foi o estouro da bolha imobiliária que tinha se formado nos Estados Unidos da América.

Iremos ver a seguir alguns dos motivos que causaram a crise nos Estados Unidos da América e em seguida se isto poderia ocorrer com o Brasil.

No começo da década de 1980 se iniciou uma forte série de desregulamentação no setor bancário norte americano, dentre eles podemos destacar os seguintes;

“ - The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 (allowing similar banks to merge and set any interest rate).

- The Garn–St. Germain Depository Institutions Act of 1982 (allowing Adjustable-rate mortgages).
- The Gramm–Leach–Bliley Act of 1999 (allowing commercial and investment banks to merge).” (Wikipedia, 2012)

Essa desregulamentação permitiu um fluxo de recursos de todas as partes do mundo para os EUA que junto com a queda gradual das taxas de juros pelo Banco Central Americano se iniciou, a partir de 1982, uma época em que os recursos eram fartos e o crédito de fácil acesso. O mercado imobiliário americano viveu uma fase próspera com um crescimento quase contínuo.

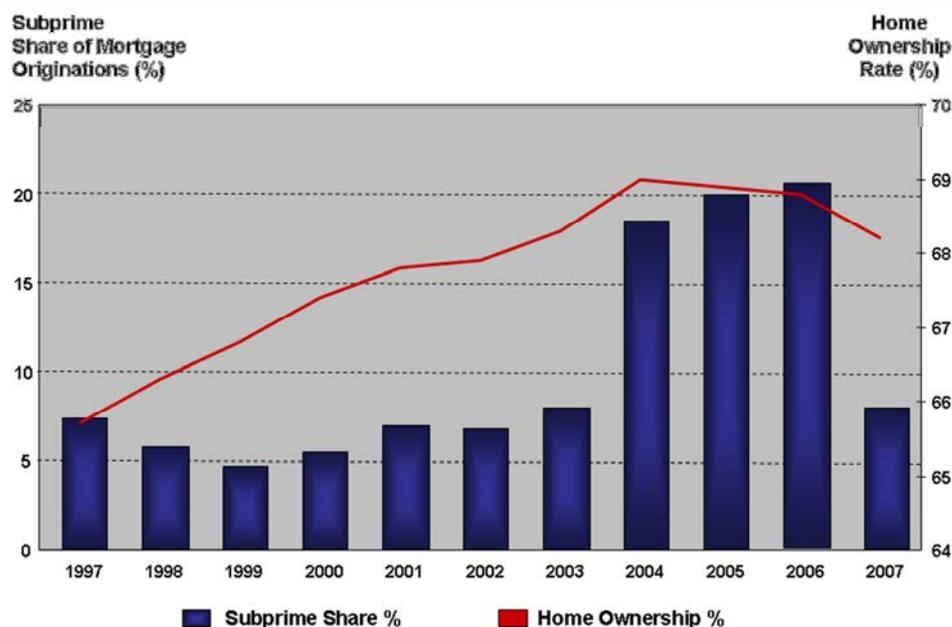
O principal recurso de financiamento imobiliário para os americanos proviam da securitização de hipotecas em que investidores no mundo inteiro poderiam especular. Porém com o tempo, as instituições financeiras, pouco regulamentadas nesta época, começaram a criar instrumentos derivativos dessas hipotecas como o “mortgage-backed

securities (MBS) and collateralized debt obligations (CDO)”. Estes instrumentos apenas contribuíram para o crescimento do mercado imobiliário e dos preços dos imóveis.

Amparado pelas condições macroeconômicas favoráveis chegou-se a acreditar que os preços dos imóveis nos Estados Unidos da América iriam crescer para sempre. Junto com estas previsões otimistas, os agentes financeiros começaram a aumentar o risco de crédito de seus financiamentos e o que se viu foi um aumento expressivo dos empréstimos para a classe de pessoas do “subprime”, ou seja, para uma classe de pessoas com alto risco de inadimplência que normalmente não conseguiriam um financiamento.

Os empréstimos imobiliários para a classe do “subprime” passaram de 7% do total dos empréstimos imobiliários em 1997 para mais de 20% em 2006, auge da bolha imobiliária.

U.S. Subprime Lending Expanded Significantly 2004-2006



Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

Figura 22: Empréstimo imobiliário para o Subprime

Fonte: U.S. Census Bureau, Harvard University. Elaboração: State of Nation's Housing Report 2008

O que se viu foi a formação de uma bolha imobiliária em que os preço médio de uma residência vendida nos Estados Unidos passou de 200,000 dólares em 2000 para mais de 300,000 dólares em 2007. Um aumento de 50% muito superior ao crescimento histórico do preço das residências nos Estados Unidos.

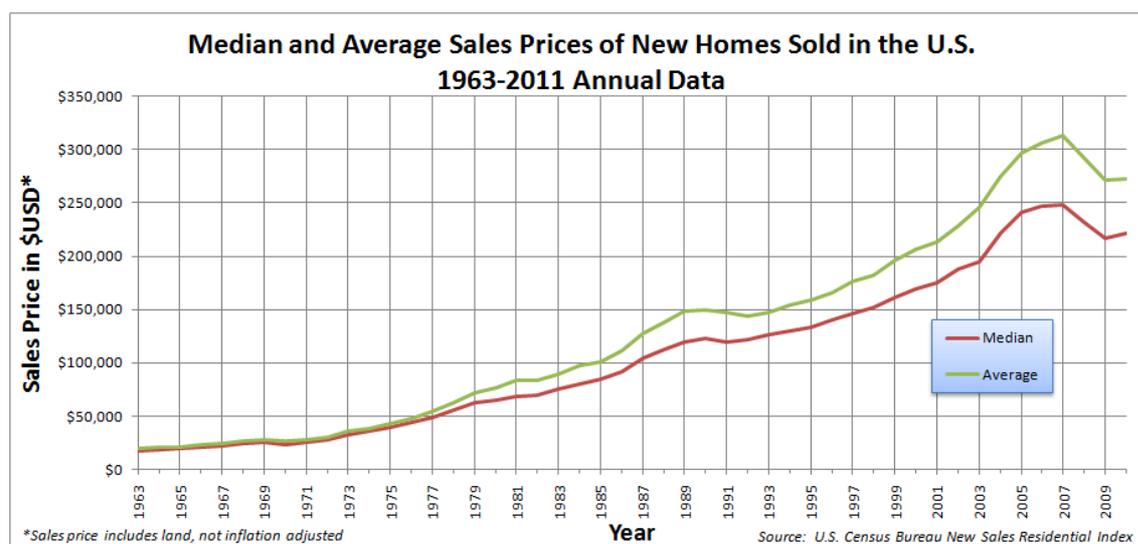


Figura 23: Preço médio de casas novas vendidas nos EUA

Fonte: U.S. Census Bureau. Elaboração: New Sales Residential Index.

As diferenças entre o mercado imobiliário Americano e o Brasileiro

O mercado de empréstimos imobiliários Brasileiro representa apenas 5% do PIB enquanto que nos Estados Unidos da América essa relação é de 81%. O mercado norte americano é muito mais desenvolvido que o Brasileiro, enquanto que no Brasil as principais fontes de recursos para financiamento apresentam uma forte estabilidade e segurança, nos Estados Unidos da América os recursos possuem as mais diversas fontes, desde investidores internacionais até especuladores para os instrumentos de derivativos criados.

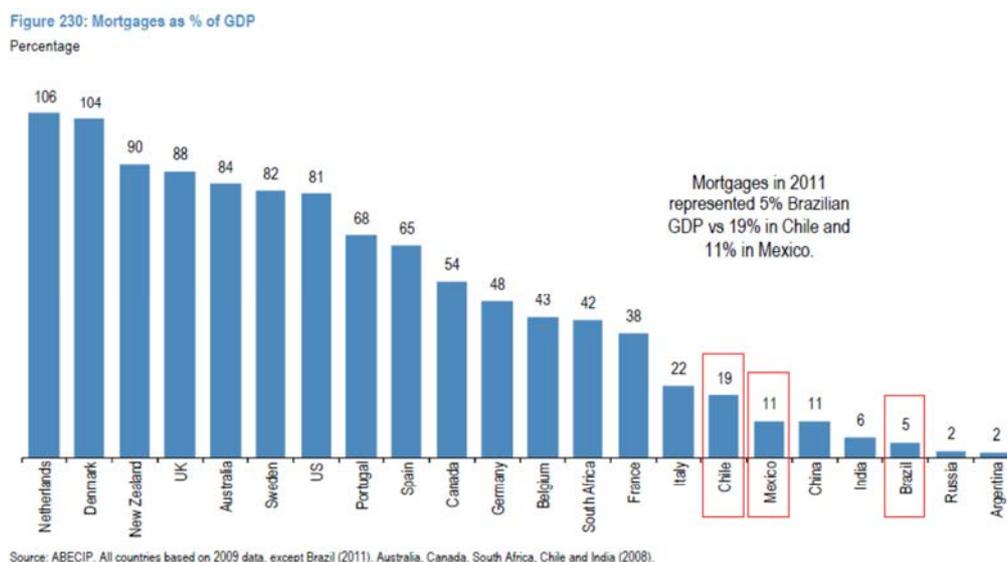


Figura 24: Empréstimos imobiliários como % do PIB – no Brasil e no Mundo

Fonte: ABECIP. Elaboração: JP Morgan.

Existe uma forte diferença na regulamentação entre os dois países. No Brasil existem regras estritas de crédito que tornam o financiamento muito mais seguro como as seguintes regras:

- O valor do empréstimo pode chegar a no máximo 80% do valor do imóvel. Restringindo a possível alavancagem dos compradores.

- Os bancos possuem regras estritas para a concessão de crédito em que um pagamento hipotecário não pode representar mais do que 30% da renda familiar. A maioria dos empréstimos no Brasil é oriunda de instituições bancárias e não de outras instituições financeiras.

Nos EUA o que se viu foi justamente o movimento inverso, em que a desregulamentação foi muito forte no período permitindo a concessão fácil do crédito.

O Mercado imobiliário americano é muito mais desenvolvido que o Brasileiro tanto em questões de tamanho como de financiamento o que o torna difícil para ser utilizado como base de comparação para o mercado Brasileiro.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado imobiliário brasileiro cresceu a taxas maiores do que a média da economia Brasileira. A estabilidade econômica aliada a uma disponibilidade maior de recursos e uma facilidade de obtenção de crédito resultou em um número recorde de unidades imobiliárias vendidas. Porém junto com a expansão do setor viu se também uma elevação considerável dos preços dos imóveis. A recente crise do “subprime” nos Estados Unidos da América nos leva inevitavelmente a considerar o fato de que o Brasil também esteja vivendo uma bolha imobiliária. De fato uma elevação de até 139% nos preços dos imóveis em menos de três anos na cidade do Rio de Janeiro possa parecer que a realidade esteja muito mais próxima da bolha.

Porém, apesar do crescimento recente, o mercado imobiliário ainda representa apenas 4% do PIB Brasileiro e os empréstimos imobiliários apenas 5% do PIB. O Crédito imobiliário é essencial para o desenvolvimento do mercado. Mesmo apresentando taxas de crescimento acima de 40% ao ano, o crédito imobiliário ainda representa menos de 7% da carteira de empréstimos dos grandes bancos do país. O Crédito imobiliário Brasileiro ainda está muito aquém do seu potencial se comparado ao de outros países.

As principais fontes de recursos para financiamentos imobiliários no Brasil são hoje em dia o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), porém, apesar de apresentarem certa segurança como fontes de financiamento, as taxas de remuneração da poupança são muito baixas para atraírem os grandes investidores. A captação de recursos pela poupança está crescendo a uma taxa de 20% ao ano, mas se o crescimento da demanda por financiamentos imobiliários continuar crescendo no ritmo atual os recursos da poupança não serão mais suficientes para suprir esse mercado já em 2013 segundo alguns analistas.

O mercado imobiliário deverá se reinventar para poder continuar crescendo no ritmo atual. Um dos caminhos para a obtenção de recursos para financiamentos

imobiliários que não somente é utilizado por muitos países como também é a principal fonte de recursos nesses países é a securitização das hipotecas, podendo transformar as dívidas hipotecárias em instrumentos negociados pelos agentes financeiros.

Instituído em 1997 pelo Sistema de Financiamento Imobiliário, este mercado de securitização já existe há algum tempo no Brasil porém ele ainda é inexpressivo. Um dos fatores pelo qual ele nunca se desenvolveu foi devido à alta taxa de juros exercida no Brasil.

O Mercado Imobiliário Brasileiro ainda tem muito espaço para crescimento no Brasil porém os recursos para os financiamentos imobiliários estão atualmente limitados pela poupança. Se o Brasil quiser continuar a desenvolver o seu mercado imobiliário para atingir o nível de outros países desenvolvidos ele terá que reinventar a forma de arrecadação de recursos para o crédito imobiliário.

BIBLIOGRAFIA

1. CARNEIRO, Dionísio Dias e VALPASSOS, Marcus Vinicius Ferrero **“Financiamento à habitação e instabilidade econômica”**.2003
2. HUERTA, Adrian E e MOTTA, Marcelo **“Brazilian Real Estate 101: Your guide to understanding Real Estate in Brazil”**. 2012
3. McGOEY, Dan **“Latin America Homebuilding Monthly”**. 2012
4. FREITAS, Newton **“Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)”**
disponível em:< <http://www.newton.freitas.nom.br/artigos.asp?cod=256>>
5. GONÇALVES, Thiago Cordeiro **“O sistema Financeiro Brasileiro: Evolução do crédito no Brasil pós-plano Real”**. 2007
6. KLIMENT, Alexander **“Mortgage backed securities surge in Brazil”**. 2011
7. MARIUZZO, Patrícia **“Mercado imobiliário vive bom momento”**. 2007
8. ALVES, Paulo Roberto Rodrigues **“O desenvolvimento do sistema imobiliário e da securitização de recebíveis imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro”**. 2005
9. PENIN, Guilherme e FERREIRA, Tiago **“Can it happen to us? O crédito imobiliário no Brasil e as possibilidades de repetirmos a crise norte-americana”**. 2007
10. Equipe DEPEC, Bradesco **“Aumento do crédito e do endividamento das famílias no Brasil, nos últimos anos, está longe de poder ser caracterizado como uma bolha de crédito”**. 2011
11. FRANÇA, Luis Antônio Nogueira de, Presidente da ABECIP **“Perspectivas do crédito imobiliário e seus impactos na economia”**. 2010
12. GLAESER, Edwar L. , GYOURKO, Josehp and SAIZ, Albert **“Housing Supply and housing bubbles”**. NBER Working paper 2008
13. REINHART, Carmen M., **“Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different: An international historical comparison”**. NBER Working paper 2008

14. GORTON, Gary B., "**The subprime panic**". NBER Working paper 2008