Bases para o longo prazo

Sobre jabuticabas e hipotecas: o papel do mercado secundário

Ana Maria Castelo

A RECENTE crise do mercado imobiliário americano trouxe ao noticiário brasileiro dois termos que não têm muito peso no cenário nacional: mercado secundário e hipotecas. Trata-se de conceitos vivenciados na prática lá fora. No contexto brasileiro, são mais empregados quando a discussão envolve perspectivas para o futuro. De fato, em todos mercados onde o valor da dívida imobiliária alcança uma participação significativa, superior a 10% do PIB, não é possível dissociar o desenvolvimento do capital habitacional de um mercado secundário bem estruturado. O caso do México, que registrou crescimento expressivo nos últimos anos, confirma essa importância. Isso ocorre porque é por meio do mercado secundário que o setor consegue captar recursos de diferentes origens – por exemplo, de investidores que não têm relação direta com o setor, mas que precisam de créditos de longo prazo, como as seguradoras e fundos de pensão.

No Brasil, o crédito imobiliário ainda não atingiu 5% do PIB. Na reportagem inicial desta edição, mostrou-se que ainda são necessárias muitas mudanças para o setor habitacional dar um salto maior. No entanto, pode-se dizer que o desenvolvimento e a estruturação de um mercado secundário é uma das principais necessidades.

E o que falta para se chegar a esse estágio? A opinião de quase todos, de construtoras e incorporadoras a agentes financeiros, é de que falta pouco, estamos quase lá. Mas o consenso acaba na hora da discussão do que ainda é preciso mudar.

Para entender o debate, é necessário voltar no tempo, mais exatamente à década de 1960 e falar de nossa primeira invenção tipicamente nacional no setor: a poupança e o direcionamento de crédito para o financiamento habitacional.

De fato, o direcionamento obrigatório é a primeira e, sem dúvida, a mais importante "jabuticaba" (*ver texto na próxima página*) do sistema de financiamento habitacional. Ele foi criado com o Sistema Financeiro de Habitação em 1964. Em sua concepção, o sistema previa a captação dos recursos da poupança e o seu direcionamento obrigatório para o crédito habitacional. O percentual mínimo de aplicação desses recursos é determinado pelo Conselho Monetário, o que se chama de exigibilidade do sistema. Hoje essa exigibilidade é de 65% do saldo médio dos depósitos da poupança.

É amplamente sabido que foram esses recursos que impulsionaram o sistema até meados dos anos de 1980 e que, a partir daí, eles foram insuficientes e o mercado habitacional entrou em uma crise da qual só começou a sair nos últimos três anos.

Em 1997, houve a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que não dispõe de recursos cativos e fundamenta-se na securitização dos créditos imobiliários. Ou seja, na criação de títulos lastreados nos créditos. Para dar maior segurança aos investidores criou-se outra "jabuticaba": a alienação fiduciária, que é um modelo jurídico no qual a propriedade do bem financiado fica com o credor até a quitação da dívida. Ele serviu para impulsionar o mercado de crédito no Brasil de um modo geral. Nenhum outro país, com um mercado secundário bem desenvolvido, utiliza a alienação no financiamento habitacional. A hipoteca é a base desses mercados. Com a criação do SFI, a alienação fiduciária foi adaptada para o mercado habitacional – em geral, ela se aplica a bens duráveis, como automóveis. Como a hipoteca estava bastante desgastada, pretendia-se dar mais segurança e agilidade ao mercado, pois um dos grandes problemas da hipoteca é a demora de sua execução. Enquanto um processo de retomada de um imóvel que tem a hipoteca como instrumento de garantia demora até 6 anos, o mesmo processo, que utiliza a alienação, não ultrapassa um ano.

Mas a recuperação da oferta do crédito não veio com o SFI. A taxa de juros muito elevada tornou pouco atrativa a rentabilidade do investimento habitacional. Por isso predominaram operações estruturadas, ou seja, operações específicas envolvendo shoppings centers ou grandes empresas, como a Petrobras e Caixa Econômica Federal. Foram então emitidos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) lastreados em operações com fluxo de renda advindo de grandes imóveis. Não havia CRI oriundo de empreendimentos do setor habitacional que pudesse concorrer com a rentabilidade dos títulos públicos. A securitização de recebíveis de empreendimentos habitacionais só se tornou viável recentemente, com a queda da taxa de juros e com os avanços institucionais, como a lei 10.931, que instituiu o patrimônio de afetação.

No entanto a poupança ainda é uma das principais fontes do crédito habitacional. Enquanto a oferta de crédito com recursos da poupança deve atingir R$ 15 bilhões em 2007, o mercado mantém-se produzindo uma média anual de R$ 1 bilhão de CRIs.

Para o mercado financeiro, o maior obstáculo para o crescimento da securitização chama-se exigibilidade da poupança. Luiz França, diretor de Crédito Imobiliário do Banco Itaú pondera que a necessidade dos bancos em cumprir a exigibilidade de aplicação dos recursos da poupança em crédito imobiliário faz com que eles priorizem suas contratações a esse direcionamento, em detrimento das operações destinadas ao SFI.

Carlos Eduardo Fleury, superintendente-geral da Associação Brasileira das Entidades de Poupança e Crédito (Abecip), concorda. "Precisamos da massa de créditos que os bancos possuem e que poderiam ser securitizados. Esses recursos poderiam representar um surpreendente volume adicional de recursos, se esses créditos fossem adquiridos por investidores."

No entanto, Celso Petrucci, diretor-executivo da área de Incorporação Imobiliária do Secovi, tem outra visão. A exigibilidade é importante porque garante uma oferta mínima de recursos para a habitação. Ele argumenta também que a securitização não depende apenas dos bancos. As construtoras têm bilhões de recebíveis que poderiam ser securitizados. O próprio FGTS tem pelo menos R$ 10 bilhões que poderiam ser transformados em CRIs. Para Petrucci, ainda faltam algumas condições para que o processo de securitização seja vantajoso. Afinal por que motivo uma grande construtora abriria mão de uma rentabilidade de 12% a.a. acima do IGP?

De fato, dessa fonte, não há oferta significativa de recebíveis. As construtoras estão capitalizadas, porque abriram o capital ou porque os bancos estão batendo à sua porta, e é vantajoso manter os recebíveis em carteira.

Roberto Zanré, da Companhia Brasileira de Securitização (Cibrasec), chama atenção para o paradoxo que as empresas de securitização estão vivendo: "Há investidores a procura de CRIs, mas não há recebíveis sendo ofertados no mercado". Por isso, para ele, a exigibilidade é um problema a mais que limita essa oferta.

Existem algumas boas idéias sendo discutidas e que poderiam contribuir para estimular a securitização sem que a exigibilidade tenha que ser eliminada ou descumprida. Por exemplo, a cada período, os agentes ofertariam o crédito estabelecido pela exigibilidade, mas depois poderiam repassá-los, sem a obrigação de mantê-los em estoque. O que significa trabalhar a exigibilidade pelo critério de fluxo e não de estoque, como se dá hoje.

É importante observar que esse aumento da procura de recebíveis do setor ainda está longe de configurar uma demanda que sustente um mercado secundário mais desenvolvido. Ou que deixe o mercado secundário brasileiro no mesmo patamar de importância adquirido no Chile e no México. Para se chegar a esse cenário, além da exigibilidade há outros aspectos importantes a serem enfrentados, como a criação de um fundo de liquidez. Em todo mundo, o desenvolvimento do mercado secundário começou com a criação desses fundos. Mas qual sua natureza, público ou privado? Há experiências dos dois tipos. Essa é uma discussão que ainda requer aprofundamento pelos agentes envolvidos no mercado.

Mas quando o assunto é a experiência internacional, a questão hipoteca versus alienação fiduciária recorrentemente retorna à discussão. A verdade é que a alienação fiduciária dá viabilidade ao nosso sistema, mas a hipoteca tem uma grande vantagem: permite gerar a segunda, a terceira hipoteca. Ou seja, com um mesmo imóvel é possível obter mais de um empréstimo, com diferentes instituições financeiras, algo que é comum nos mercados mais desenvolvidos. No atual cenário, contudo, parece difícil retroceder e acabar com as nossas jabuticabas habitacionais. O mais provável é que os dois instrumentos convivam juntos. De todo modo, para a hipoteca voltar a crescer em importância será necessário rever a legislação atual, de forma que ela ganhe mais rapidez também.

Um aspecto que, de forma quase unânime, merece atenção é a necessidade de originar créditos imobiliários padronizados. Essa padronização deve envolver todas as etapas de concessão do crédito, desde as informações do cliente que são levantadas até o indexador do contrato. A padronização é importante na geração dos recebíveis, para lhes dar mais segurança e liquidez. Essa unanimidade não torna a questão mais fácil de ser resolvida, pois a diversidade de contratos existentes hoje é muito grande.

Zanré ressalta outro ponto: as companhias hipotecárias, que poderiam ser outra fonte importante de recebíveis, ainda possuem uma ação incipiente, o que se deve ao fato de que o capital exigido para sua formação é muito alto. Assim, verifica-se uma inversão no mercado brasileiro: há uma grande profusão de securitizadoras e poucas companhias hipotecárias.

Por fim, não se pode esquecer um aspecto fundamental: para que o mercado secundário se desenvolva, as taxas de juros dos financiamentos devem obrigatoriamente continuar caindo.



Jabuticabas habitacionais

A jabuticaba é uma fruta tipicamente brasileira. A jabuticabeira (foto) é própria da mata atlântica, não sendo encontrada originariamente em outras paisagens. O presidente da Abecip, Décio Tenerello, usou a palavra jabuticaba para se referir à alienação fiduciária, um instrumento que, no mercado de financiamento habitacional, existe apenas no Brasil. Mas o termo jabuticaba pode ser estendido também ao direcionamento obrigatório dos recursos da poupança para o financiamento habitacional, que também é específico do sistema brasileiro.