

Transformações do financiamento habitacional: mobilização da riqueza e acesso à propriedade residencial no regime *finance-led*

Rafael Fagundes Cagnin¹

Área 3 – Subárea 3.2: Capitalismo Contemporâneo

Sessões de Comunicações

Resumo

No regime *finance-led*, o crescimento econômico é condicionado pelos ciclos de preço de ativos financeiros e imobiliários que influenciam as decisões de consumo e de investimento dos agentes econômicos. Nesse artigo, defende-se que as transformações ocorridas, a partir dos anos 1980, nos sistemas de financiamento habitacional dos países desenvolvidos ocupam um papel central na inserção das famílias nesse regime ao permitir a mobilização da riqueza cristalizada sob a forma de imóveis residenciais. Com o objetivo de reconhecer a existência de diferenças institucionais importantes entre os países, decidiu-se analisar os sistemas de financiamento habitacional e seu papel no regime *finance-led* tanto nos EUA como na França.

Palavras-chave: financiamento habitacional, *finance-led*, efeito riqueza, hipotecas *subprime*

Abstract

In the finance-led capitalism, the economic growth is conditioned by the price cycles of financial assets and real estate markets that influence the economic agents' consumption and the investments decisions. In this article it is argued that the changes in the housing finance systems, which took place mainly in the 1980's, have played a central role in the households integration in this regime by enabling the housing equity mobilization. In order to recognize the existence of important institutional differences among countries, it was decided to analyze the housing finance systems and their role in the finance-led regime in U.S. and France.

Key words: housing finance, finance led, wealth effect, subprime mortgages market.

1. As implicações da emergência do regime *finance-led* sobre as famílias

Entre os anos 1970 e 1980, os países desenvolvidos passaram por profundas transformações institucionais que tiveram consequências importantes sobre seu dinamismo econômico: o regime de crescimento econômico fordista, que vigorou no pós-guerra, foi substituído por um novo regime, conhecido como regime patrimonial ou *finance-led* (BOYER, 2000). O regime fordista estava baseado nos ganhos progressivos de produtividade que eram, então, sociabilizados por meio da

¹ Economista, mestre em Teoria Econômica na Universidade Estadual de Campinas e doutorando em Economia na Université Paris Nord/13.

elevação dos salários reais. Uma regulamentação rígida dos sistemas financeiros e a coordenação das relações internacionais sob o Acordo de Bretton Woods garantiam certa efetividade às intervenções do Estado na economia de maneira a suavizar os ciclos econômicos. No novo regime, o impulso ao crescimento econômico é proveniente dos ciclos de preço de ativos financeiros e imobiliários que influenciam as decisões de consumo e de investimento dos agentes econômicos.

O estabelecimento do regime *finance-led* repousa sobre uma configuração institucional específica que, grosso modo, compreende a desregulamentação e liberalização financeira, a flexibilização do mercado de trabalho e o enfraquecimento das organizações sindicais, a internacionalização das cadeias produtivas e a maximização do valor acionário das empresas como aspecto central do *corporate governance*, a livre circulação de mercadorias e capitais entre os países e a constante contestação das intervenções do Estado na economia (privatização de empresas públicas, quebras de monopólios estatais, mercantilização de direitos sociais, desregulamentação de setores estratégicos etc)².

As famílias, enquanto agentes econômicos, foram fortemente afetadas por essas transformações cujos desdobramentos podem ser aferidos a partir de sua estrutura patrimonial. Em maior ou menor grau, as famílias de todos os países desenvolvidos apresentaram ampliação da parcela de títulos financeiros nos seus ativos totais e elevação de seu endividamento (AGLIETTA, 1998 e 2004; BELLUZZO; COUTINHO, 1996; CINTRA; CAGNIN, 2007b; GUTTMANN; PLIHON, 2008).

Assim como as empresas, uma parte crescente da riqueza das famílias passou a ser constituída por ativos financeiros. Dentre esses ativos, destacam-se as ações e as cotas de fundos, mútuos ou de previdência (Tabela 1). O processo de institucionalização da poupança, com o desenvolvimento de esquemas de previdência por capitalização, desempenhou um papel central na definição desse movimento.

“A desregulamentação das finanças abriu novas perspectivas para a poupança, que saiu de seus refúgios tradicionais, nos bancos e nas cadernetas de poupança, rumo a mercados de títulos e a aquisição imobiliárias. Esse redirecionamento foi canalizado pelos investidores institucionais (companhias de seguros e fundos de pensão) que foram forçados pela concorrência a realizar administrações mais dinâmicas das carteiras que lhes eram confiadas. Ele também foi acelerado por novos intermediários do mercado, fundos de participações e negociadores de títulos de todos os tipos. A atração das famílias foi garantida pelas esperanças de ganhos de capital suscitados pelos

² Devido à definição do escopo desse artigo, o leitor interessado na discussão sobre as características institucionais e as dinâmicas de crescimento econômico dos regimes fordista e *finance-led* deve consultar literatura complementar, como Aglietta (1976, 1998 e 2004), Boyer (2000 e 2009) entre outros. Esses trabalhos também permitem que o leitor compreenda os conceitos de base da *Théorie de la Régulation* a partir dos quais foi possível a identificação desses regimes de crescimento.

mercados abertos, desregulamentados e vitaminados por incentivos fiscais” (AGLIETTA, 2004; p. 25).

Tabela 1. Indicadores da composição patrimonial das famílias em alguns países da OCDE

Países	Ativos Financeiros/Ativos Totais (%)		Ações/Ativos Financeiros (%)		Dívida Bruta/Renda Disponível (%)	
	1990-1992	1999-2000	1990-1992	1999-2000	1995	2005
Alemanha	34,3	44,2	14,6	26,8	88,9	99,6
França ⁽¹⁾	44,6	52,3	42,3	44,7	51,5	64,9
Reino Unido	47,7	58,4	17,6	24,2	92,8	137,5
EUA	63,0	69,2	18,5	35,4	92,5	131,3

Fontes: OCDE *apud* Aglietta (2004), Eurostat, Federal Reserve (Flow of Funds, tabela B.100).

Nota: (1) As cotas de fundos de investimento do tipo SICAV (Sociétés d’Investissement à Capital Variable) são contabilizados juntamente com as ações. Por essa razão, a França apresenta uma elevada participação de ações nos ativos financeiros das famílias francesas.

O recurso crescente ao endividamento tem sido outra marca importante no comportamento das famílias sob o regime *finance-led* (Tabela 1). Como defendem Guttmann e Plihon (2008), a elevação da dívida das famílias guarda uma relação estreita com a evolução monótona da participação dos salários na renda, resultado da nova configuração do mercado de trabalho (DUMÉNIL; LÉVY, 2004). A compatibilidade entre a expansão da capacidade produtiva e a evolução da demanda, que no regime fordista era assegurada por um compromisso capital-trabalho que possibilitava a elevação dos salários, recai, no regime *finance-led*, sobre a intensificação do trabalho (elevação do número de horas de trabalho e do número de indivíduos exercendo uma atividade remunerada por família) e sobre a capacidade de endividamento das famílias³.

Ainda que o crescimento da dívida das famílias possa ser verificado em quase todos os países desenvolvidos, é nos EUA que ele tem se mostrado mais intenso. Além da perda de participação do salário na renda nacional, os EUA testemunharam um processo importante de concentração de renda no interior da classe de trabalhadores (TEIXEIRA, 2010). Entre 1973 e 2000, os trabalhadores pertencentes ao grupo dos 20% mais pobres tiveram um aumento de renda real acumulado de 11,2 %, enquanto os 20% mais ricos obtiveram um aumento de 65,5%. Esse processo foi influenciado pela redução progressiva da carga tributária das camadas sociais mais ricas (WOLF, 2010) e pela polarização do mercado de trabalho cuja criação de empregos se concentrou em setores de ponta (especialmente nos setores de serviços financeiros e, depois dos anos 1990, no setor de tecnologia da informação) e nos setores de baixa qualificação profissional, como serviços pessoais e comércio varejista.

O crescente endividamento das famílias guarda ainda laços estreitos com a nova configuração das finanças. A desregulamentação financeira e a consequente ampliação da

3 Uma terceira forma de garantir essa compatibilidade é expandir as exportações, o que obviamente não pode ser feito por todos os países, uma vez que os superávits de uns consistem nos déficits de outros.

concorrência entre os agentes financeiros fizeram das inovações financeiras o principal instrumento da disputa de mercado. Os novos contratos possibilitaram que os credores acomodassem o perfil da oferta de crédito aos diferentes riscos dos tomadores condicionados pelo novo regime de crescimento (maior risco de perda de emprego, evolução dos salários, taxas de juros reais positivas, cobertura mais restrita do Estado de bem-estar social etc.). Ademais, o crédito às famílias assumiu um papel central nas estratégias de defesa da lucratividade e de ampliação das carteiras dos bancos comerciais, cuja participação em outros segmentos, como no financiamento de médias e grandes empresas, foi ameaçada pelo surgimento de novos agentes e novos mecanismos de financiamento (ações, bônus, *commercial papers* etc.).

Nesse artigo, defende-se que as transformações ocorridas nos sistemas de financiamento habitacional da maioria dos países desenvolvidos ocupam um papel central na inserção das famílias no regime *finance-led*. Em primeiro lugar, a diversificação de instrumentos de crédito associados a garantias imobiliárias colocou à disposição das famílias uma estratégia adicional de proteção de estilos de vida, ou ainda, do seu nível de consumo, frente às novas configurações do mercado de trabalho. Assim, além da intensificação do trabalho e do crescente endividamento, as famílias puderam também mobilizar uma parcela expressiva de sua riqueza que estava cristalizada sob a forma de imóveis residenciais. Essa mobilização esteve na origem do efeito riqueza⁴ que, ao influenciar positivamente as decisões de consumo das famílias americanas, teve uma contribuição importante para a recuperação da economia dos EUA em 2002. O efeito riqueza a partir dos imóveis residenciais significou, pelo menos nos EUA, que um número maior de famílias pudesse participar de ganhos auferidos com os ciclos de ativos. Diferentemente da apropriação da valorização das ações que se dá indiretamente – por meio de fundos de pensão – para a maior parte da população, ou então, diretamente, mas apenas para um restrito número de famílias, a valorização imobiliária adquire um caráter mais amplo porque sua propriedade é mais difundida e porque geralmente representa o principal ativo das famílias (POTERBA, 2001).

Em segundo lugar, as inovações introduzidas nas operações de financiamento da aquisição de imóveis residenciais ajudaram a relativizar as dificuldades impostas, no regime *finance-led*, à ascensão à propriedade residencial pelo aumento da vulnerabilidade das famílias no que diz respeito ao emprego e à evolução de sua renda. Vale enfatizar, desde já, que a crise das hipotecas *subprime*

⁴ O efeito riqueza consiste na influência da valorização/desvalorização de ativos sobre as decisões de consumo das famílias. Tal efeito pode operar de duas maneiras. Um aumento da riqueza das famílias, desencadeado pela valorização de seus ativos financeiros ou imobiliários, pode levar a relação entre a riqueza e a sua renda (W/Y) a um valor acima do desejado, incitando assim uma redução da taxa de poupança e, conseqüentemente, uma ampliação do seu consumo. Ou ainda, o fortalecimento do patrimônio das famílias viabiliza uma capacidade maior de endividamento, sobretudo no caso dos contratos de crédito em que existe uma garantia real. A existência dessa garantia faz com o credor relativize o peso da renda do tomador na análise de risco em favor da avaliação da tendência de valorização do ativo dado como garantia. Dessa maneira, as famílias podem transformar em poder de compra presente a valorização de seus ativos sem que com isso sejam obrigadas a se desfazer deles, o que, por sua vez, não deixa de ter um impacto favorável na manutenção da trajetória dos preços nos mercados de ativos.

nos EUA indica que a configuração atual dos sistemas de financiamento habitacional, alicerçada sobre operações de securitização e forte concorrência, mostra-se mais adequada à mobilização da riqueza imobiliária do que à viabilização do acesso à propriedade residencial pelos setores sociais mais vulneráveis.

Com o objetivo de reconhecer a existência de diferenças institucionais importantes entre os países, decidiu-se analisar os sistemas de financiamento habitacional e seu papel no regime *finance-led* tanto nos EUA como na França. Dessa maneira, busca-se evitar a generalização das tendências verificadas nos EUA, onde provavelmente se apresentam de forma mais clara e em estágio avançado, aos demais países desenvolvidos apesar das profundas transformações institucionais verificadas praticamente em todos eles.

Além dessa primeira seção, que desempenhou a função de introdução, o artigo está organizado da seguinte forma. Na segunda seção serão apresentadas as tendências gerais das transformações dos sistemas americano e francês de financiamento habitacional. Na terceira seção, são identificados os aspectos institucionais que possibilitaram o desenvolvimento de mecanismos de mobilização da riqueza imobiliária, que se encontram na origem do efeito riqueza condicionado pela valorização dos imóveis. Na quarta seção, será avaliado o papel dessa configuração dos sistemas de financiamento habitacional na viabilização do acesso das famílias à propriedade residencial. A seção seguinte traz as considerações finais.

2. A liberalização financeira e a transformação dos sistemas americano e francês de financiamento habitacional

Dois fatores marcaram o processo de transformação do financiamento habitacional na maioria dos países desenvolvidos: o acirramento da concorrência no financiamento à aquisição de residências pelas famílias; e o estreitamento das relações entre esse segmento específico do mercado de crédito e os mercados de capitais, por meio do desenvolvimento de mercados secundários às carteiras de financiamento habitacional. Ainda que ambas as tendências possam ser verificadas tanto nos EUA como na França, os sistemas de financiamento habitacional nesses países guardam diferenças importantes que refletem, de uma maneira ou de outra, a natureza institucional de seus sistemas financeiros⁵.

2.a. O acirramento da concorrência nas operações de varejo do financiamento habitacional

Ao longo dos anos 1980, o quadro regulatório do mercado de crédito especializado no financiamento habitacional foi desmontado, a exemplo do movimento geral de desregulamentação do crédito, na maioria dos países desenvolvidos. Na França, esse desmonte se deu de forma

⁵ Existe uma ampla literatura que identifica as diferenças entre as características institucionais dos sistemas financeiros nacionais. Grosso modo, enquanto na França a intermediação financeira é basicamente dominada por grandes bancos universais (sendo que os bancos públicos se destacavam até a década de 1990), no caso dos EUA os mercados de capitais ocupam um papel central. A respeito, consultar, entre outros, Zysman (1983) e Amable (2005).

relativamente abrupta, resultado da lei bancária de 1984 e do fim do controle do crédito em 1987. O objetivo das autoridades francesas era reativar a concorrência nesse segmento, com a esperança de se verificar uma redução dos custos e uma ampliação dos prazos desse tipo de financiamento às famílias (PLIHON, 1999 e 2004). Nos EUA, por sua vez, a abertura do mercado de financiamento habitacional se deu progressivamente, em resposta às crescentes dificuldades apresentadas pelas *thrifts* (*saving & loans* e *saving banks*). Sua dificuldade de adaptação ao novo ambiente macroeconômico e financeiro colocava em xeque a oferta de financiamento habitacional nos EUA. Em consequência, as autoridades regulatórias permitiram a diversificação das atividades desses agentes e autorizaram os bancos comerciais a oferecer esse tipo de financiamento, incentivando-os, inclusive, a comprar as *thrifts* insolventes. Essas medidas, contudo, acabaram levando à tomada excessiva de riscos pelas *thrifts* e, conseqüentemente, à sua crise em meados dos anos 1980 (GUTTMANN, 1994; BRAGA; CINTRA, 2004; CINTRA; CAGNIN, 2007a).

O espaço liberado pelas *thrifts* no financiamento habitacional foi ocupado por bancos hipotecários (*mortgage banks*). Tais bancos integravam, muitas vezes, *holdings* bancárias, que, diante do acirramento da concorrência com outros agentes financeiros na oferta de crédito e de serviços financeiros às grandes empresas, voltavam-se à ampliação de suas operações junto às famílias. Entre 1976 e 1996, a participação das *thrifts* no agregado de novos contratos de financiamento habitacional caiu de 60,6% para 19,8%, ao mesmo tempo em que a participação dos bancos hipotecários saltou de 14% para 57%. A expansão desses bancos esteve diretamente associada ao desenvolvimento de um mercado secundário para as hipotecas residenciais. Como não são instituições de depósito, os bancos hipotecários precisam recorrer constantemente aos mercados de capitais para levantar recursos para suas operações (por meio do refinanciamento de suas carteiras). Paralelamente, esses bancos também tinham acesso a linhas de crédito junto a bancos comerciais (muitas vezes pertencentes a uma mesma *holding* bancária) que ocupavam um papel importante na gestão de liquidez de suas atividades correntes (JACOBIDES, 2005; COLTON, 2002).

A maior presença desses agentes no financiamento habitacional americano desencadeou mudanças importantes no funcionamento desse mercado. Os bancos hipotecários conseguiram ampliar sua participação nos novos financiamentos habitacionais recorrendo a reestruturações internas de suas atividades que pudessem promover uma racionalização de custos. Uma dessas estratégias foi a redução de pessoal e a externalização da atividade de contratação dos financiamentos. Escritórios independentes passaram a desempenhar as funções de busca de clientes, recolhimento de documentos e encaminhamento da proposta de crédito aos bancos (*loan*

application); foi o surgimento dos *mortgage brokers*⁶ e a expansão dos correspondentes bancários. Em 1997, 65% da contratação de novas hipotecas passaram pelas mãos de correspondentes e *mortgage brokers*, proporção que mal chegava a 10%, em 1988. O restante dos contratos era firmado diretamente nas agências das instituições credoras (S&L, bancos hipotecários ou bancos comerciais) (JACOBIDES, 2005; DUNCAN, 2001).

Diante da crise das *thrifts* e do avanço da desregulamentação, o modelo de financiamento habitacional presente nos EUA no pós-guerra, cujas raízes encontravam-se, em boa medida, na reforma financeira dos anos 1930, foi, assim, drasticamente modificado segundo dois aspectos. Em primeiro lugar, a oferta de financiamento habitacional às famílias deixou de ser responsabilidade de apenas um tipo específico de instituições. O mercado foi aberto ao conjunto de agentes financeiros, acirrando a concorrência. Em segundo lugar, a forma de funcionamento desse mercado de hipotecas residenciais se fragmentou ao longo dos anos 1980: as atividades que antes eram realizadas no seio de uma única instituição (*bundling system*), sobretudo das *thrifts*, agora passaram a ser desempenhadas por diferentes agentes (*unbundling system*): *brokers*, correspondentes, *servicers*, bancos, *thrifts*.

No caso da França, a primeira dessas tendências já se encontrava presente nos anos 1970. Em função da tradicional diversificação dos seus negócios (que foi reforçada pela lei bancária de 1984) os bancos franceses sempre tiveram uma participação importante no financiamento habitacional, não apenas no que diz respeito à aquisição do imóvel pelas famílias, mas também na sua construção. Apesar disso, seu peso era limitado, até o final dos anos 1980, em função de dois fatores. Em primeiro lugar, os contratos de crédito que contavam com subsídios ou com bonificações do Estado tinham sua oferta monopolizada por determinadas instituições financeiras controladas pelo poder público, tais como o Crédit Foncier de France (CFF), o Comptoir des Entrepreneurs (CDE) e a Caisse de Dépôts et Consignation (CDC). Ademais, essas instituições tinham acesso – inicialmente irrestrito – a operações de redesconto do Banque de France (banco central francês). Em segundo lugar, a política de “*encadrement du crédit*” (1970-1987), que dava poderes ao Banque de France para definir o ritmo de crescimento das carteiras de crédito, funcionava como um obstáculo adicional à expansão das operações de financiamento habitacional dos bancos.

Entre meados dos anos 1960 e dos anos 1990, essas restrições começaram entretanto a ser retiradas, com a quebra sucessiva de monopólios na distribuição de empréstimos que contam com

⁶ *Mortgage brokers* são geralmente escritórios pertencentes a corretoras de imóveis e não são considerados instituições financeiras. Sua atividade é relativamente pouco regulamentada e as exigências variam de estado para estado. Até 2004, cinco estados (Alabama, Alaska, Colorado, Montana e Wyoming) não tinham nenhum tipo de regulamentação sobre *mortgage brokers*. As barreiras à entrada nesse segmento são, em consequência, baixas, condicionando uma evolução das atividades dos *mortgage brokers* condicionadas aos ciclos imobiliários.

isenções fiscais ou ajudas orçamentárias⁷ e daqueles baseados no crédito direcionado (*comptes épargne-logement, plans épargne-logement, prêts conventionnés* etc). Dessa maneira, as instituições financeiras que dominaram o setor desde o pós-guerra, como o CFF, CDC, CDE, foram perdendo espaço para os bancos universais e, sobretudo, para os bancos mútuos, como o Crédit Agricole⁸. Em contrapartida, a lei bancária de 1984 permitiu que essas instituições, que perderam espaço no financiamento habitacional, pudessem diversificar suas operações de forma a compensar a quebra dos monopólios da distribuição de determinados contratos. A participação dos bancos⁹ no financiamento habitacional passou de 46,4% para 67,3% entre 1977 e 1989 (GRANELLE, 1998; LEFEBVRE, *et al.*, 1991).

As transformações sofridas pelo sistema financeiro francês nos anos 1980 e 1990 tiveram como consequência uma ampliação da concorrência entre os agentes financeiros e o desenvolvimento dos mercados de títulos como meio de financiamento. Diante desse cenário e com o fim da política de controle do crédito, em 1987, a reação dos bancos franceses se assemelhou à de seus pares americanos: buscaram compensar a perda de parte das operações com clientes tradicionais, que passaram então a recorrer aos mercados de títulos, por meio da ampliação de atividades associadas a riscos e rentabilidade mais elevados, como o crédito às famílias e às pequenas e médias empresas. A ampliação das atividades dos bancos junto às famílias conferiu ao financiamento habitacional uma função estratégica. A contratação de um financiamento habitacional estabelece uma relação de longo prazo com o tomador o que permite ao banco credor o oferecimento de produtos adicionais durante todo o período de vigência do contrato. Como consequência, tornou-se praxe que os bancos franceses aceitem margens restritas nas operações de financiamento habitacional, na esperança de que a venda de produtos adicionais possam resultar nas margens globais de lucro desejáveis (MÉRIDOL, 2008; DIAMOND; LEA, 1992; LEMASSON, 2005; DOLING; FORD, 2003).

Dessa importância do financiamento habitacional para os bancos franceses pode ser tirada uma primeira consequência: o avanço dos bancos sobre as instituições especializadas no financiamento habitacional. Das quatro instituições especializadas, Crédit Foncier de France, Union de Crédit pour le Bâtiment, Crédit Immobilier de France e a filial francesa do GE Money Bank, remanescentes das transformações dos anos 1980, apenas as duas últimas se mantiveram

⁷ Em 1995, o principal instrumento de financiamento ao acesso à propriedade residencial subsidiado pelo Estado, o PAP (*prêt aidé à l'accession à la propriété*), cuja distribuição era restrita às *caisses d'épargne*, foi substituído pelo *prêt à taux zéro*, amplamente oferecido pelas instituições bancárias.

⁸ É importante ressaltar que o financiamento habitacional continua restrito a um mercado quase que exclusivamente nacional, isto é, a oferta de financiamento por um credor sediado em determinado país a um tomador residente em outro país, mesmo que ambos pertençam à Zona Euro, é pouco verificado. Isso decorre em grande medida em função de diferentes procedimentos legais em relação à falência e à transferência de propriedade das garantias do tomador insolvente para o credor (*foreclosure*) (BCE, 2009).

⁹ Referente aos bancos pertencentes à Association Française des Banques, excluindo então a Caisse d'épargne, Caisse de Dépôts et Consignation, Crédit Foncier de France e Comptoir des Entrepreneurs.

independentes. Uma segunda conclusão é a existência de barreiras a uma fragmentação da distribuição do financiamento habitacional semelhante àquela verificada nos EUA. Ao contrário, frente ao acirramento da concorrência, os bancos franceses vêm buscando cobrir todo o espectro de serviços financeiros associados à compra e à construção de um imóvel residencial, estreitando os vínculos entre a atividade bancária e a atividade imobiliária. Os bancos franceses integraram assim diferentes segmentos (residencial, comercial, escritórios) e atividades (construção, incorporação, gestão etc.) dos mercados imobiliários às diferentes frentes do negócio bancário, como banco de varejo, banco de investimento e *private bank* (financiamento à aquisição, comercialização, construção, seguros, montagem de emissões de títulos etc.) (MÉRINDOL, 2008; NAPPI-CHOULET, 2009).

2.b. O avanço da securitização e o desenvolvimento de um mercado secundário ao financiamento habitacional

Nos EUA, a criação do mercado secundário de hipotecas data dos anos 1930¹⁰ e na França, dos anos 1960. Do seu surgimento até suas configurações atuais, esses mercados passaram por diversas alterações, provenientes de mudanças regulamentares ou das estratégias de seus participantes. Um elemento importante na evolução desse segmento do sistema de financiamento habitacional foi, sem dúvida, o amplo recurso a técnicas de securitização das carteiras de crédito, abrindo uma nova etapa do desenvolvimento dos mercados secundários. A securitização permitiu a diversificação de contratos financeiros que têm como ativo subjacente o crédito imobiliário, estreitando as relações entre o financiamento habitacional e os mercados de capitais.

Nos EUA, a introdução de técnicas de securitização ocorreu no final dos anos 1960 como reação ao crescente desequilíbrio das *thrifts*, mas também da Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), que atuava no mercado secundário. O *credit crunch* de 1966, as pressões sobre o orçamento federal em função da Guerra do Vietnã e a multiplicação de movimentos sociais (*civil rights movement*) pressionaram o governo americano para a reformulação do mercado secundário de hipotecas residenciais. Em 1968, foi criada a Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), que passou a se encarregar do desenvolvimento do mercado secundário para as hipotecas com seguro público (oferecido pela Federal Housing Association/Veterans Affairs)¹¹.

A criação da Ginnie Mae foi acompanhada de uma inovação financeira importante: a securitização das hipotecas residenciais. A emissão das *passthrough securities* pela Ginnie Mae, em 1970, consistiu na primeira operação de securitização de crédito nos EUA. Nos anos seguintes,

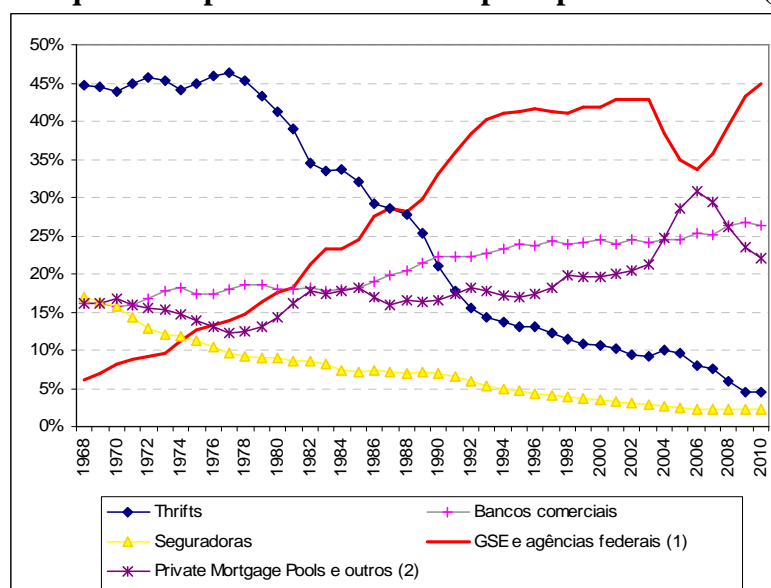
¹⁰ Para maiores informações sobre a construção do mercado secundário para as hipotecas residenciais nos EUA, ver, por exemplo, Colton (2002), HUD (2006) e Cagnin (2009).

¹¹ Ginnie Mae e FHA/VA compõem o “segmento social” do sistema, onde parte dos riscos é assumida explicitamente pelo governo federal dos EUA.

diversificaram-se as carteiras de crédito securitizadas, passando a incluir financiamento de automóveis, cartões de crédito, financiamento estudantil etc.

A Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), criada em 1970, também lançava mão da securitização como meio de desenvolver o mercado secundário para as hipotecas residenciais. Fannie Mae só passou a recorrer à securitização em 1981. Atualmente, Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac estão autorizadas a comprar, reter em balanço e securitizar hipotecas residenciais. Assim, a participação dessas agências no estoque total de hipotecas residenciais saltou de 8% em 1970 para 42% em 2000 (Gráfico 1).

Gráfico 1. EUA: estoque das hipotecas residenciais por tipo de detentor (1968-2010)



Fonte : Federal Reserve Board, Flow of Funds.

Obs.: Valores para 2010 são dados do terceiro trimestre do ano.

Notas: (1) Inclui hipotecas mantidas em balanço e emissões de MBS das seguintes instituições: Ginnie Mae, FHA, VA, Farmers Home Administration, FDIC, Resolution Trust Corporation, Federal Farm Mortgage Corporation e Public Housing Administration, Fannie Mae, FHLBanks, Freddie Mac, Farmes Mac. (2) Compreende securitizadores privados, fundos de pensão, companhias financeiras etc.

Na década de 1980, o princípio da concorrência foi reforçado no mercado secundário de hipotecas residenciais. As pressões dos agentes financeiros privados, que se queixavam da dificuldade de concorrer com as GSE¹², e o interesse do governo americano em atrair novos capitais para o financiamento habitacional culminaram na adoção do Secondary Mortgage Market Enhancement Act de 1984. O ato buscava eliminar as barreiras fiscais e regulamentares que bloqueavam o desenvolvimento da securitização de hipotecas por agentes financeiros privados. O

¹² Government-Sponsored Enterprise (GSE) é o nome dado a empresas de capital privado que desempenham um papel de interesse público e que, por isso, recebem algum tipo de garantia do Estado ou benefícios fiscais. Enquanto a Ginnie Mae se mantém como uma agência pública, Freddie Mac e Fannie Mae passaram a assumir o caráter de GSE depois dos anos 1980. Em 1983, Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac respondiam por 97% das hipotecas securitizadas, resultando em uma participação marginal dos emissores privados de MBS de apenas 3%.

mercado secundário viu, assim, o surgimento de um circuito composto pelas hipotecas não elegíveis à securitização pelas GSE (*nonconforming mortgages*) e pelos securitizadores privados (geralmente bancos de investimento).

Com a constituição desse segmento do mercado secundário totalmente privado, foi possível uma maior diversificação dos contratos de financiamento habitacional junto às famílias. A introdução de inovações financeiras nesse tipo de financiamento se via dificultada pela necessidade de cumprir os parâmetros exigidos pelas GSE; desrespeitá-los significava a impossibilidade de securitizar as hipotecas geradas e, dessa maneira, assumir o custo em termos de requerimento de capital de mantê-las em balanço. A entrada de bancos de investimento e demais instituições privadas no mercado secundário tornou possível a securitização dessas hipotecas excluídas do circuito GSE. A constituição desse circuito privado foi condição necessária para a onda de inovações financeiras¹³ nas hipotecas residenciais verificada nos anos 2000 e esteve no centro da crise financeira subsequente, a crise das hipotecas *subprime*.

A experiência americana inspirou, em boa medida, as iniciativas francesas de introduzir técnicas de securitização como meio de desenvolver o mercado secundário de hipotecas. Se nos EUA a securitização havia sido desenvolvida como uma resposta às dificuldades crescentes das *thrifts* e das próprias agências federais do mercado secundário, na França sua introdução esteve condicionada pela estratégia do Estado de modernização do sistema financeiro francês e pelo desejo de desenvolver formas de *funding* de longo prazo para o financiamento habitacional. A primeira emissão de MBS foi realizada em 1991, pelo Crédit Foncier de France, seguida pelas emissões do Crédit Lyonnais, UCB e Caisse d'Épargne, em 1994.

Entretanto, o recurso à securitização ainda permanece bastante limitado na França. De acordo com o levantamento de Bourdin (2006), apenas 5,7% do financiamento habitacional contratado em 2003 foram securitizados¹⁴. As razões para essa evolução repousam sobre a existência de mecanismos de captação de depósitos a baixo custo¹⁵ e a importância estratégica do financiamento residencial para o estabelecimento de uma relação de longo prazo entre a instituição credora (especialmente dos bancos) e sua clientela composta por pessoas físicas. A transferência da

¹³ Uma descrição das principais inovações financeiras que marcaram a expansão recente do financiamento habitacional nos EUA pode ser encontrada em Cagnin (2009), entre outros autores.

¹⁴ Inclui a emissão de *mortgage backed securities* e *obligations foncières* (nome recebido pelos *covered bonds* na França)

¹⁵ O circuito *épargne-logement* constitui um dos principais mecanismos de *funding* das operações de financiamento habitacional dos bancos (instituições especializadas não estão autorizadas a captar recursos por meio desse mecanismo). Com a tendência de queda das taxas de juros a partir dos anos 1980, os indivíduos passaram a exercer cada vez menos seu direito de tomar um financiamento habitacional a partir dos recursos acumulados em suas contas e planos *épargne-logement* previamente criados junto aos bancos. Entre 1984 e 2004, a proporção entre o valor das carteiras de crédito habitacional e o saldo de depósitos no âmbito do circuito *épargne-logement* caiu de 51,5% para 6,6%. Os depósitos coletados e não utilizados no interior desse circuito compreendem uma soma de recursos que devem ser direcionados a outras formas de financiamento habitacional. Os bancos conseguiram, dessa forma, ampliar as carteiras de créditos livres à habitação a partir desses recursos.

propriedade da carteira de crédito para fora de seu balanço pode significar, ao ser notificada ao tomador do empréstimo, uma ameaça à confiança estabelecida na relação entre credor e devedor.

O financiamento habitacional na França continua, assim, uma atividade prioritariamente bancária, que impõe a transformação de prazos dos recursos obtidos sob a forma de depósitos de curto prazo. O desenvolvimento de instrumentos de captação junto aos mercados de capitais desempenhou, dessa maneira, um papel marginal, apesar da sua participação no *funding* de instituições não bancárias especializadas no financiamento habitacional. Como consequência, e em contraste com a experiência americana, as transformações ocorridas na esfera financeira nas últimas décadas não foram capazes de desenvolver um sistema de financiamento habitacional sob o modelo *originate-to-distribute*.

3. A mobilização da riqueza imobiliária e as decisões de consumo das famílias

A riqueza imobiliária é mobilizada quando ela é transformada em recursos líquidos que irão, em seguida, financiar as aquisições de outros ativos não imobiliários ou parte do consumo das famílias. Em outros termos, trata-se de extrair recursos líquidos do estoque de riqueza imobiliária (*housing equity withdrawal*) (BENITO; POWER, 2004).

A diferença da importância desse efeito riqueza para a dinâmica da economia francesa e da economia americana resulta em boa medida da capacidade distinta de mobilização da riqueza imobiliária nesses países. Ainda que os ativos imobiliários representem uma fração maior do patrimônio das famílias francesas (62,1% em 2008) em comparação com as famílias americanas (30,9% em 2008), a incipiência do desenvolvimento de mecanismos financeiros à sua mobilização implica no bloqueio do efeito riqueza gerado pela valorização dos imóveis. As estimativas (para o período 1971-2002) de Catte *et al.* (2004) apontam para uma propensão a consumir ensejada pela extração hipotecária de 0,2 nos EUA, sendo estatisticamente insignificante no caso da França. Segundo Chataignault *et al.* (2001), a valorização da riqueza (financeira e imobiliária) das famílias americanas, entre 1995 e 2000, colaborou em mais de 1,5 ponto percentual para o crescimento do consumo, já na França essa colaboração não chegou a 1 ponto percentual.

Os mecanismos de mobilização dessa riqueza estão sujeitos a condicionantes institucionais. Países nos quais a parcela de proprietários é elevada, onde os mercados imobiliários residenciais apresentam custos de transação mais baixos e cujo sistema de financiamento habitacional é mais flexível e com maior capacidade de inovação se mostram em posição mais favorável à mobilização da riqueza imobiliária. A comparação das características desses condicionantes institucionais nos EUA e na França indica, de fato, uma maior capacidade das famílias americanas em mobilizar sua riqueza imobiliária.

1. O primeiro aspecto a sugerir diferentes capacidades de mobilização decorre da proporção mais elevada de famílias proprietárias de imóveis residenciais nos EUA. Em 2005, a taxa de

proprietários nos EUA passava de 69% do parque de residências, enquanto na França chegava apenas a 57%.

2. A prática de refinanciamento das dívidas é largamente mais difundida nos EUA. Isso ocorre por que as famílias americanas estão isentas do pagamento de multas compensatórias pelo refinanciamento da maioria dos contratos de financiamento habitacional a taxas de juros fixas (sobretudo no segmento *prime*)¹⁶. Os riscos de pré-pagamento não são, entretanto, assumidos pelos credores, mas transferidos aos investidores em *mortgage-backed securities* que buscam se proteger, por sua vez, nos mercados derivativos (LEA, 2010). É comum que no momento do refinanciamento o tomador hipoteque a valorização que seu imóvel sofreu desde a época da contratação da hipoteca inicial (*cash-out*). Na França, em contraste, penalidades em caso de pré-pagamento são correntemente aplicadas.

3. As formas de garantias tomadas pelos credores constituem outro fator que distancia a capacidade das famílias americanas e francesas de mobilizar sua riqueza imobiliária. O financiamento habitacional nos EUA é praticamente sinônimo de crédito hipotecário. Devido a essa característica, a valorização dos imóveis residenciais tende a ampliar a capacidade de endividamento das famílias *ceteris paribus*. Isso ocorre porque no processo de avaliação de risco da operação de financiamento, os credores levam em consideração suas expectativas sobre a evolução futura do valor das garantias. Se essas expectativas forem favoráveis, elas podem compensar, em alguma medida, alguns aspectos negativos da situação do tomador, como por exemplo, nível de renda e tipo de emprego, resultando na melhor classificação de risco da operação. Na França, ao contrário, os credores privilegiam as condições de renda do tomador em detrimento da tendência de valorização de sua riqueza imobiliária. Esse aspecto explica, inclusive, a expansão da *caution*¹⁷ como forma de garantia desses empréstimos. Em 2000, mais de 25% dos contratos firmados foram garantidos por uma *caution*. Segundo Mistral e Plagnol (2008), a partir de 2005, os empréstimos *cautionnés* já superavam, em número, os empréstimos hipotecários concedidos no ano.

4. Os EUA contam com uma diversificação maior de instrumentos de crédito garantidos pelos imóveis residenciais, o que reflete a importância das inovações financeiras para a concorrência dos agentes financeiros nesse país (FREITAS, 1997; AGLIETTA, 1987). Na França, o surgimento de contratos de crédito hipotecário, que tomam como garantia um ativo imobiliário

¹⁶ No caso de hipotecas a taxas de juros variáveis, existem multas de geralmente 3% do saldo devedor (e de no máximo 5%), mas sua aplicação tende a se reduzir a partir do quinto ano de existência da hipoteca.

¹⁷ A *caution* consiste no compromisso assumido por terceiros em saldar a dívida em caso de falência do tomador. Na maioria das vezes, o agente responsável pela *caution* consiste em empresas especializadas na oferta desse tipo de garantia. Essas empresas podem integrar um grupo financeiro (*organismes-maison*), se responsabilizando em garantir exclusivamente as operações do banco controlador, ou podem consistir em agentes independentes (*organismes de place*), que oferecem seus serviços a diversos bancos. No primeiro grupo, encontram-se o CAMCA do Crédit Agricole, CHM do Crédit Mutuel e a SOCAMI/SOPACEF dos Banques Populaires (atual BPCE). No segundo grupo estão SACCEF e CNP Caution (Baude & Bosvieux, 2002).

(residência principal), mas que não têm o propósito exclusivo de financiar a aquisição de um imóvel, (*hypothèques rechargeables*) ocorreu só em 2006 por iniciativa do governo francês¹⁸. Nos EUA, esse tipo de contrato, conhecido como *home equity lending*¹⁹, surgiu em meados dos anos 1980 e ganhou importância a partir do final dos anos 1990. Entre 1990 e 2006, esse tipo de crédito teve seu estoque ampliado de 3,7% do PIB para 8% do PIB. De acordo com o Federal Reserve, o estoque de *home equity lendings* chegou a representar, entre 2006 e 2008, mais de 10% do estoque total de hipotecas e mais de 40% do crédito ao consumo. Entre os atrativos desse tipo de crédito estão, do ponto de vista do tomador, a exigência de um nível mais baixo de taxas de juros em relação às outras formas de crédito ao consumo (devido à existência de garantias reais) e a possibilidade de dedução no imposto de renda do montante de juros pagos, o que os torna preferíveis a outros tipos de dívida. As instituições credoras (os bancos comerciais detinham 60% dos estoques, em 2005) também demonstraram interesse na ampliação da oferta de recursos por meio de *home equity lendings*. A predominância de taxas flexíveis de juros e os imóveis como garantia facilitam a gestão de riscos (ANGELL, 2004). Com o desenvolvimento desse tipo de crédito, o volume de hipotecas residenciais contratadas num determinado período se descola, em alguma medida, das estratégias das famílias de investimento em ativos imobiliário.

4. Os desafios do financiamento da ascensão à propriedade

No regime *finance-led*, o efeito riqueza torna-se, então, um fator importante de dinamismo econômico, como ilustra a recuperação da economia americana em 2002 (AGLIETTA, 2004). Dado que a importância desse efeito é influenciada pelo número de famílias proprietárias, voltam a ganhar projeção, então, na agenda dos governos, as estratégias para ampliar o número de proprietários. Nos EUA, o governo de Bill Clinton retoma o discurso favorável à elevação da taxa de proprietários já em meados dos anos 1990; o que foi reenfocado, posteriormente, pela administração George W. Bush. Na França, entretanto, a ênfase na importância da propriedade residencial teve de esperar a eleição de Nicolas Sarkozy, que, em 2007, explicitou o objetivo de sua administração de ampliar para 70% a parcela de proprietários (DRIANT, 2009; RONALD, 2008; WRAY, 2005).

¹⁸ No caso francês, as *hypothèques rechargeables* estão à disposição apenas das famílias em ascensão à propriedade, isto é, àquelas cujo imóvel a título de residência principal ainda funciona como garantia de uma dívida hipotecária. A legislação francesa limita o montante de recursos tomado sob uma *hypothèque rechargeable* à soma já reembolsada referente à primeira hipoteca. Em outros termos, a soma entre a *hypothèque rechargeable* e a parcela ainda não reembolsada da primeira hipoteca não poderá ultrapassar o valor inicial da primeira hipoteca. Esse aspecto confere às famílias francesas uma menor capacidade de mobilização de recursos em comparação com as famílias americanas, mas reduz, ao mesmo tempo, as possibilidades de ocorrência de superendividamento (ANIL, 2006).

¹⁹ Os *home equity lending* podem assumir duas formas: *home equity lines of credit* (HELOC) ou *home equity loans* (HEL), cuja principal diferença está no fato de que a liberação dos recursos sob o primeiro tipo não está condicionada à vinculação de uma finalidade específica, enquanto os HEL são direcionados sobretudo ao financiamento de melhorias nos imóveis.

Deve-se considerar, entretanto, que depois dos anos 1980, as condições necessárias ao avanço da propriedade de imóveis residenciais se complicaram na maior parte dos países em comparação com o período pós-guerra. Em primeiro lugar, as reformas introduzidas nos mercados de trabalho foram na direção de ampliar a flexibilidade dos contratos de trabalho ao mesmo tempo em que as taxas de desemprego se elevavam. Tornou-se, então, mais incerta a capacidade de as famílias conservarem, em um prazo relativamente longo, um determinado fluxo de renda proveniente do trabalho. Endividar-se no longo prazo, como o financiamento habitacional exige, ficou, conseqüentemente, mais arriscado. Em segundo lugar, a dinâmica de crescimento dos salários reais do pós-guerra foi interrompida. Os salários crescem, desde então, em ritmo monótono e perdem participação na renda nacional. Na França a participação média dos salários cai de 75,5% do PIB no período 1971-1980 para 69,4% no período 1991-2000. Nos EUA, essa queda foi de 70% do PIB para 67,2% nos mesmos períodos. Em terceiro lugar, como resultando dos dois primeiros fatores, a desigualdade social tendeu a se elevar, reduzindo ainda mais a possibilidade de ascensão à propriedade residencial dos grupos sociais prejudicados pela concentração da renda. Esse movimento parece mais intenso nos EUA, em função de limitações a um efeito descentralizador da renda promovido pelo Estado de bem-estar social, mais restrito em relação à França, e sob pesada crítica dos setores liberais.

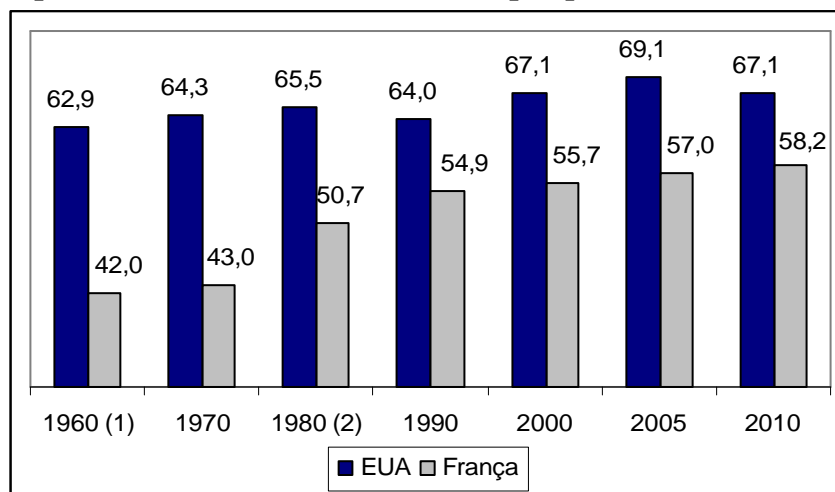
Sob o regime *finance-led*, o acesso à propriedade de imóveis residenciais pelas famílias está, dessa maneira, sujeito a processos contraditórios: tornar-se proprietário impõe riscos elevados às famílias ao mesmo tempo em que ser proprietário as coloca numa condição favorável no regime vigente por lhes permitir participar dos movimentos de valorização dos ativos. A valorização dos imóveis residenciais vem reforçar essa contradição, favorecendo as famílias proprietárias e dificultando a aquisição de imóveis pelos não proprietários.

O equacionamento (mas não a solução) dessa contradição passa pela composição de dois elementos. De um lado, a capacidade do Estado de criar instrumentos que auxiliem as famílias na aquisição dos imóveis, arrefecendo os impactos negativos sobre a *affordability* ao longo do processo de valorização imobiliária. De outro lado, a existência de um sistema de financiamento habitacional capaz de introduzir inovações financeiras que aliviem, ou diluam no tempo, o esforço financeiro exigido das famílias.

A forma com que esses dois elementos se combinam depende das características institucionais de cada país. Os EUA, em função da importância que as inovações financeiras apresentam para o processo de concorrência dos agentes financeiros, estão mais bem posicionados para transferir para os agentes do sistema de financiamento habitacional uma parcela maior do equacionamento da contradição acima identificada. Obviamente, isso não significa afirmar que o Estado americano, em suas diferentes instâncias, não tenha apoiado o avanço da taxa de proprietário

nos EUA (TSOUNTA, 2011). A retomada da trajetória ascendente da parcela de proprietários (Gráfico 2), em meados da década de 1990, foi de fato marcada por uma estratégia ativa do governo federal, mas também foi resultado tanto do patamar baixo das taxas de juros americanas como da diversificação dos contratos de financiamento habitacional disponíveis no mercado.

Gráfico 2. Status de ocupação residencial na França e nos EUA: participação das famílias proprietárias – 1960 a 2010 (em % do parque residencial).



Fontes: Current Population Survey/Housing Vacancy Survey, Series H-111 Reports, Bureau of the Census (www.census.gov), , Compte du Logement 2011 e Lefebvre *et al.* (1991).

Notas: (1) A informação para os EUA refere-se ao ano de 1965. (2) A informação para a França refere-se ao ano de 1982.

Observação: Os dados compreendem apenas os imóveis ocupados a título de residência principal.

Nos EUA as medidas em prol da propriedade residencial se associaram à redução da disparidade do acesso ao crédito entre os grupos sociais. As comunidades compostas majoritariamente por grupos étnicos de afro-americanos e hispano-americanos ou nipo-americanos são marcadas pela baixa oferta de serviços financeiros (*redline areas*). Com o objetivo de reduzir essa disparidade e, ao mesmo tempo, incentivar o acesso à propriedade residencial aos segmentos menos favorecidos da sociedade, o Community Reinvestment Act – CRA – (1977) foi reformado, em 1995, de maneira a simplificar processos de avaliação, que passam a priorizar o desempenho das instituições nas áreas desprovidas de serviços financeiros. Além disso, a administração Bill Clinton reforçou o cumprimento das disposições do CRA tomando-o como condição necessária para a aprovação de fusões e aquisições. Esse aspecto foi relevante devido ao grande número dessas operações a partir de meados da década de 1990, com a aprovação do Riegle-Neal Interstate Banking Act, em 1994, e do Gramm-Leach-Bliley Act, em 1999, que autorizaram a formação de conglomerados financeiros diversificados e de extensão nacional (BERNANKE, 2007).

A criação de um segmento *subprime* do financiamento habitacional está, assim, imersa nesse contexto de busca pela ampliação da propriedade residencial. Ainda que tenha assumido uma participação relevante na geração de hipotecas apenas nos anos 2000, o segmento *subprime*

começou a se desenvolver já na década de 1990. Diferentes fatores se associaram de forma a viabilizar o desenvolvimento desse segmento: o uso de *credit score* e a securitização das hipotecas abriram caminho para o retorno dos bancos às *redline áreas*, ampliando a concorrência com agentes financeiros não bancários; o desmonte das barreiras geográficas e funcionais realizado na segunda metade dos anos 1990 (Niegle-Neal Interstate Act e Gramm-Leach-Bliley Act) que, associado ao reforço do cumprimento do CRA para aprovação de F&A, levou os bancos a firmarem acordos ou a adquirirem seus concorrentes não bancários²⁰ nessas regiões, desenvolvendo operações de crédito sob o modelo *originate-to-distribute*.

Apesar do registro de ocorrência de práticas predatórias nas operações *subprime*, o desenvolvimento desse segmento foi visto pelas autoridades como positivo por permitir que um número maior de famílias pudesse se beneficiar da valorização dos ativos imobiliários (BRAUNSTEIN, 2007).

O crescimento da participação de contratos não tradicionais marcou o desenvolvimento do sistema de financiamento residencial nos EUA após 2001, expandindo os riscos implícitos do financiamento habitacional às famílias. Tanto as instituições credoras, como os tomadores esperavam, ao contratar hipotecas com essas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinar as hipotecas em condições favoráveis.

Devido ao caráter *originate-to-distribute* do financiamento habitacional nos EUA, a expansão do segmento *subprime* só foi possível com o desenvolvimento de instrumentos de securitização dessas carteiras. Agentes privados, contudo, se responsabilizaram pela transformação dessas carteiras de crédito em títulos. Os grandes bancos americanos desempenharam um papel importante na construção da pirâmide de crédito que contou com a securitização de hipotecas já securitizadas por meio de *collateralized debt obligation* (CDO) emitidos por *structured investment vehicle* (SIV)²¹ e garantidos pelos bancos mediante linhas de crédito ou acordos de recompra. A participação das hipotecas *subprime* no total das hipotecas securitizadas saltou de 7% em 2001 para 20% em 2006 (EICHENGREEN, 2008; GUTTMANN, 2008).

²⁰ Operações realizadas por filiais não bancárias (que não estão sujeitas ao CRA) de *holdings* passaram a ser consideradas na avaliação referente ao CRA das filiais bancárias, caso as matrizes assim desejassem (BERNANKE, 2007).

²¹ Os SIV consistem em um mecanismo de securitização. São instituições jurídicas independentes que compram carteiras de crédito das instituições financeiras que as criaram com recursos obtidos por meio da emissão de títulos de dívida de curto prazo (*asset-backed commercial papers* – ABCP). O pagamento dos juros e do principal desses títulos é assegurado exclusivamente pelos fluxos financeiros provenientes da carteira de crédito adquirida. Juridicamente não é estabelecido, a princípio, nenhum vínculo entre o investidor que compra os títulos emitidos pelos SIV e a instituição financeira que deu origem à carteira de crédito. O aprofundamento da crise das hipotecas *subprime*, mostrou, entretanto, que o recurso ao SIV não é totalmente capaz de isolar o balanço patrimonial da instituição criadora desse veículo da evolução da inadimplência das carteiras de crédito securitizadas.

As próprias GSE também colaboraram para a expansão do mercado secundário para hipotecas *subprime*. Ainda que Fannie Mae e Freddie Mac não participassem da securitização dessas hipotecas, elas foram autorizadas a investir nesse mercado. A partir de 1992, com o Federal Enterprises and Financial Safety and Soundness Act, as GSE ficaram obrigadas a cumprir metas estabelecidas pela secretaria de habitação do governo federal (US Department of Housing and Urban Development – HUD) em relação ao suporte do financiamento habitacional de famílias de baixa renda (*affordable-housing goals*). Assim, o HUD passou a definir anualmente a parcela dos investimentos de portfólio das GSE que deveria contemplar créditos tomados por famílias de baixa renda. Premidas pela exigência de rentabilidade de seus acionistas e pela perda de *market share* em benefício de securitizadores privados, as GSE se tornaram, então, grandes investidores em hipotecas *subprime* e *securities* delas originados (geralmente as *tranches* menos arriscadas dos CDO). Esses investimentos permitiam que elas cumprissem ao mesmo tempo duas exigências diferentes: um maior desempenho social e a elevação da rentabilidade. O caráter ambivalente (público/privado) das GSE lhes garantia a manutenção de um baixo custo do financiamento da aquisição desses ativos mais arriscados (CBO, 2010).

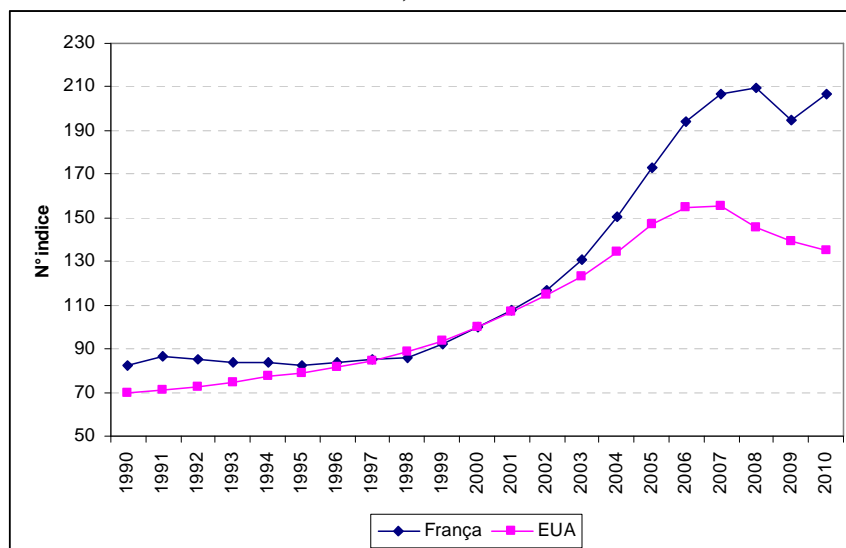
Assim como os EUA, a França também verificou um forte crescimento das operações de financiamento habitacional nos anos 2000. Enquanto o estoque de hipotecas americanas salta de 61% do PIB em 1997 para 103% do PIB em 2007, o saldo do financiamento habitacional às famílias francesas, em porcentagem do PIB, praticamente dobra entre 2001 e 2010, passando de 21,7% para 41,2%. Ainda que o principal responsável por essa evolução tenham sido as operações de financiamento “livres”, isto é, cujas condições do crédito não são definidas pelo Estado, não houve, na França, o desenvolvimento de um segmento *subprime* sequer semelhante ao americano. Condicionado pelas operações realizadas pelos bancos, o crescimento do financiamento habitacional se deu, sobretudo, por meio da redução das taxas de juros dos empréstimos (influenciada pela redução da taxa básica de juros) e pelo alongamento dos prazos (em média, 15,9 anos, em 1990, para 18,2 anos, em 2007), e menos pela introdução de inovações financeiras.

Diferentes fatores se combinam, criando um bloqueio ao desenvolvimento de um segmento *subprime* na França. Em primeiro lugar, a introdução de inovações financeiras consiste em um mecanismo limitado de concorrência. Em segundo lugar, o financiamento habitacional na França é essencialmente “concedido à pessoa”, isto é, as condições de renda e emprego do tomador são mais importantes do que a evolução do preço do ativo tomado como garantia no processo de avaliação de risco feita pelo credor. Contratos “exóticos”, como aqueles introduzidos nos EUA, cujo reembolso está fortemente relacionado à valorização da garantia, têm, dessa maneira, baixa probabilidade de se reproduzirem na França. Um terceiro fator se associa a esse segundo de forma a dificultar o avanço da tomada de risco: por se tratar de um sistema *originate-to-hold*, a transferência de riscos por meio

da securitização das carteiras de crédito é relativamente limitada. Boa parte dos riscos das operações permanece, então, retida nos balanços dos credores. Ademais, o tratamento do superendividamento na França tem um caráter preventivo, o que implica o acompanhamento periódico do comprometimento da renda das famílias com o pagamento de dívidas e a censura de contratos ou práticas que possam elevar esse comprometimento a patamares superiores ao considerado aceitável. Nessa mesma direção, a conservação de uma lei de usura coíbe a multiplicação de práticas predatórias nos mercados de crédito, práticas essas que acompanharam o surgimento do segmento *subprime* das hipotecas americanas (GERHARDT, 2009).

A queda das taxas de juros, a ampliação dos prazos e a introdução de inovações financeiras se somaram para expandir o financiamento habitacional nos EUA e França. Esse movimento guarda relações estreitas com a valorização dos imóveis residenciais desses países. O maior acesso ao crédito estimula as famílias não proprietárias a ascenderem à propriedade residencial e as famílias já proprietárias a trocarem suas residências por imóveis melhores (quanto à localização, conforto e espaço) ou, então, a adquirirem uma segunda residência, apresentando, inclusive, um componente especulativo. Diante de uma oferta relativamente rígida de novos imóveis, esse crescimento da demanda enseja uma elevação dos preços nos mercados imobiliários. Em contrapartida, a valorização dos imóveis exige uma ampliação do crédito, mantido o *loan-to-value* usual dos contratos de financiamento. Essa dinâmica cumulativa entre o crédito e a valorização dos imóveis encontra seu limite no ritmo de crescimento da renda das famílias. As inovações financeiras e a ampliação dos prazos dos empréstimos vêm relativizar essa limitação, acomodando o pagamento mensal de juros e principal ao orçamento familiar. A trajetória ascendente do crédito e do preço dos imóveis pode, então, se manter por mais tempo (Gráfico 3).

Gráfico 3. Valorização dos imóveis residenciais nos EUA e na França (em Número Índice, 2000 = 100) – 1990 a 2010.



Fontes: Institut National de la Statistique et des Études Économiques e S&P/Case-Shiller National Index.
Elaboração: Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable. Séries disponíveis em: http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id_rubrique=138

Se é certo que essa dinâmica favorece as famílias proprietárias, ao ampliar sua riqueza e sua capacidade de endividamento (e por consequência sua capacidade de consumo), o mesmo não pode ser dito daquelas que buscam adquirir seu primeiro imóvel. Diante da escalada de preço dos imóveis, a ascensão à propriedade exige das famílias um comprometimento cada vez maior de sua renda e/ou uma crescente exposição a riscos em função das características dos contratos resultantes de inovações financeiras. De acordo com Briant (2010), a “taxa de esforço”²² das famílias francesas na aquisição de um imóvel residencial se elevou na comparação entre os períodos 1997-2001 e 2002-2006 em todas as faixas de renda, mas especialmente nas famílias de renda mais baixa. A compra de um imóvel pelas famílias não proprietárias também se tornou mais difícil em comparação às famílias já proprietárias. No caso dos EUA, o índice de *affordability* calculado pela National Association of Home Builders, o Housing Opportunity Index (HOI), também sugere maiores dificuldades de ascensão à propriedade. Em 2001, 61% dos imóveis vendidos poderiam ser comprado por famílias que obtivessem uma renda igual à renda média nacional. Em 2005, apenas 41% dos imóveis vendidos poderiam ser comprados por essas famílias.

A capacidade das inovações introduzidas nos contratos de financiamento habitacional nos EUA de promover a ascensão à propriedade se mostrou limitada com a inversão da fase altista do ciclo de preço dos imóveis. O segmento *subprime*, cuja expansão se apoiou nesses novos contratos, apresentou taxas de execução hipotecária expressivamente superiores aos demais segmentos do mercado.

²² A taxa de esforço líquida consiste na parte da renda corrente das famílias comprometida com o reembolso do empréstimo, deduzidas as transferências do Estado.

Considerações finais

No regime *finance-led* as decisões de consumo das famílias sofrem importante influência dos ciclos de preço de ativos por meio do efeito riqueza. A valorização imobiliária, que se intensificou a partir do início dos anos 2000, permitiu, em algumas economias, especialmente nos EUA, compensar os efeitos negativos da deflação dos mercados acionários (2000-2001) sobre o ritmo de crescimento do consumo e do produto interno. A operação do efeito riqueza a partir da riqueza imobiliária exige, entretanto, instrumentos financeiros e arranjos institucionais que viabilizem a “mobilização” dessa riqueza, ou seja, a transformação da valorização imobiliária em poder de compra das famílias. Como a análise dos EUA e da França sugere, diferenças nacionais importantes ainda perduram, a despeito de ambas apresentarem um regime de crescimento do tipo *finance-led*. As famílias americanas se mostram em posição mais favorável do que as famílias francesas à mobilização da sua riqueza cristalizada sob a forma de imóvel residencial.

Em contrapartida, em ambos os países a valorização dos imóveis residenciais favorece as famílias proprietárias e dificulta a ascensão à propriedade residencial pelas famílias não proprietárias. Na França²³, onde as transformações do sistema de financiamento habitacional foram mais limitadas, esse conflito tende a elevar as pressões sobre os mecanismos de ajuda do Estado à moradia e à aquisição do primeiro imóvel²⁴. Nos EUA, que apresentou uma reconfiguração mais profunda do financiamento habitacional, foi sobretudo o desenvolvimento do segmento *subprime*, apoiado nas inovações financeiras, que flexibilizou as barreiras à aquisição de residências pelas parcelas mais fragilizadas da população americana, a despeito do acúmulo crescente de riscos no sistema. A partir de 2007, a crise das hipotecas *subprime* explicitou a insustentabilidade dessa trajetória. O funcionamento do sistema americano a partir da securitização das hipotecas residenciais estabeleceu as vias por meio das quais a crise de um segmento relativamente restrito do financiamento habitacional se propagou pelo sistema financeiro internacional, comprometendo instituições financeiras de inúmeros países²⁵.

Na ausência de recuperação dos mercados imobiliários e de mercados financeiros deprimidos frente às incertezas impostas pelos desdobramentos da crise *subprime*, a interação entre os preços de ativos, o crédito e as decisões de gasto, que foi positiva ao dinamismo das economias

²³ Ver, por exemplo, Mistral & Plagnol (2008), Driant (2008) e Lacaze (2007). O leitor deve ficar atento para o fato de que o debate a respeito da crise habitacional na França (*crise du logement*) não diz respeito à desvalorização dos imóveis residenciais como nos EUA, mas às dificuldades crescentes de adquirir um imóvel por causa da sua valorização.

²⁴ Diferentemente dos EUA, onde o mercado imobiliário continua deprimido, os preços dos imóveis residenciais na França voltaram a crescer em 2010, compensando a queda observada entre meados de 2008 e meados de 2009. Na média de 2010, os preços dos imóveis já existentes (índice INSEE-Notaires) cresceram 7,6% para o total da França e 17,9% em Paris. Em 2011, os preços continuaram subindo mas a um ritmo menos acelerado: 4,3% na França e 14,7% em Paris (dados provisórios). Para dados recentes, ver <http://www.insee.fr/fr/themes/info-rapide.asp?id=96&date=20120223>.

²⁵ A respeito das causas da crise das hipotecas *subprime* e o contágio de outros mercados financeiros, ver, por exemplo, Wray (2007), Guttman (2008), Eichengreen (2008), Cintra e Farhi (2009).

americanas e mundial sob o regime *finance-led*, passa a funcionar no sentido inverso. Um “efeito pobreza” substitui, então, o efeito riqueza verificado nos anos 1990 e 2000. A difícil gestão da dívida das famílias diante da elevação dos índices de desemprego, de perspectivas desfavoráveis quanto à evolução de sua renda, da desvalorização de seus ativos e do endurecimento das condições de crédito se traduz em redução de seus gastos e na disseminação de expectativas pessimistas em relação ao futuro, comprometendo a recuperação da economia global.

Referências Bibliográficas

AGLIETTA, Michel (1976). *Régulation et crises du capitalisme*. Editions Odile Jacob, Paris, 3a. Edição, 1997.

AGLIETTA, Michel (1987) Structures économiques et innovations financiers. *Revue d'économie financière*, n. 2, setembro.

AGLIETTA, Michel (1998). Le Capitalisme de demain. Notes de la fondation Saint-Simon, n° 101. Versão em inglês em (The future of capitalism) CORIAT, B. PETIT, P. e SCHMEDER (org.) *The Hardship of Nations*. Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2006, p. 9-35.

AGLIETTA, Michel (2004). *Macroeconomia financeira*, vol. 1 e 2. Edições Loyola, São Paulo.

AMABLE, Bruno (2005). *Les cinq capitalismes*. Seuil, Paris.

ANGELL, C. (2004) “Home Equity Lending: growth and innovation alter the risk profile”. FDIC Outlook, winter.

ANIL – Agence Nationale pour l’Information sur le Logement (2006). Prêt viager hypothécaire et hypothèque rechargeable: ne pas confondre les risques. *Habitat Actuelité* n. 98. Disponível em: <http://www.anil.org/fileadmin/ANIL/publications/Etudes/8496.pdf>

BAUDE, Emeline e BOSVIEUX, Jean (2002) Hypothèque ou caution: l’exception française. Etude ANIL, décembre.

BCE – Banco Central Europeu (2009). Housing finance in the Euro area. Occasional Paper Series, n. 101, março.

BELLUZZO, Luis G. e COUTINHO, Luciano (1996). Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Campinas: *Economia e Sociedade*, n. 11.

BENITO, Andrew e POWER, John (2004). Housing equity and consumption: insights from Survey of English Housing. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Autumn. Disponível em <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/index.htm>.

BERNANKE, Ben S. (2007). The Community Reinvestment Act: its evolution and new challenges. Washington: Community Affairs Research Conference, março. Disponível em <http://www.federalreserve.gov>

BOURDIN, Joël M. (2006). Rapport d'information au nom de la delegation du Sénat pour la planification sur l'accès des ménages au credit en France. Disponível em <http://www.senat.fr/rap/r05-261/r05-261.html>

BOYER, Robert (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis? *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145.

BOYER, Robert (2009). Feu le régime d'accumulation tiré par la finance : la crise des subprimes en perspective historique. *Revue de la régulation*, n. 5.

BRAGA, J. C. S. e CINTRA, M. A. M. (2004) Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In FIORI, J. L. (org.) *O poder americano*. Editora Vozes, Petrópolis.

BRAUNSTEIN, Sandra (2007). Subprime mortgages. Testemunho diante do Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, Committee on Financial Services, março.

BRIANT, Pierrette (2010). Les inégalités face au coût du logement se sont creusées entre 1996 et 2006. INSEE Références France, Portrait Social. Disponível em: http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=FPORSOC10H

CAGNIN, Rafael F. (2009). Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3 (115), julho-setembro.

CATTE, Pietro et al. (2004). Housing markets, wealth and business cycle. OECD Economics Department Working Papers, n. 394, dezembro.

CBO – CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2010). Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Role in the Secondary Mortgage Market. CBO Study, The Congress of the United States, dezembro. Disponível em <http://www.cbo.gov/ftpdocs/120xx/doc12032/12-23-FannieFreddie.pdf>

CHATAIGNAULT, Cécile ; THESMAR, David ; BEFFY, Pierre-Olivier e MONFORT, Brieuc (2001). L'effet richesse en France et aux États-Unis. INSEE, dezembro.

CINTRA, Marcos A. M. e CAGNIN, Rafael F. (2007a). Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. *Econômica*, p. 89-131, n. 9(1).

CINTRA, Marcos. A. M. e CAGNIN, Rafael F. (2007b). Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. *Novos Estudos*, CEBRAP, v. 79, São Paulo, p. 23-44.

CINTRA, Marcos A. Macedo e FARHI, Maryse (2009). The financial crisis and the global shadow banking system. *Revue de la Régulation*, n. 5. Disponível em <http://regulation.revues.org/index7473.html>.

COLTON, Kent W. (2002). Housing finance in the United States: the transformation of the U.S. housing finance system. *Joint Center for Housing Studies*, Harvard University, julho.

DIAMOND, Douglas B. e LEA, Michael J. (1992b) The decline of special circuits in developed country housing finance. *Housing Policy Debate*, v. 3, n. 3, p. 747-777.

DIMSKY, Gary; HERNANDEZ, Jesus; MOHANTY, Lisa (2011). Race, power and the subprime/foreclosure crisis: a mesoanalysis. Levy Economics Institute, working paper n. 669.

DOLING, John e FORD, Janet (2003). Globalisation and home ownership: experiences in eight member states of the European Union. *Housing and Urban Policy Studies*, n. 21.

DRIANT, Jean-Claude (2008). Politique de l'habitat et crise du logement. *Problèmes politiques et sociaux*, n. 944, janeiro.

DRIANT, Jean-Claude (2009). *Les politiques du logement en France*. La Documentation Française, Paris.

DUMENIL, Gérard e LEVY, Dominique (2004). Neoliberal income trends: wealth, class and ownership in the USA. *New Left Review*, n. 30, nov-dez.

DUNCAN, Douglas (2001). The Current status of the U.S. mortgage market. Housing Finance International.

EICHENGREEN, Barry (2008). Dix questions à propos de la crise de prêts subprime. Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n. 11, fevereiro.

FREITAS, Cristina P. (1997). *Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution recente du système financier internacional*. CEPN, Université Paris Nord/13. Tese de doutoramento.

GERHARDT, Maria (2009). Consumer bankruptcy regimes in the US and Europe: further effects and implications of the crisis. CEPS working document n. 318, julho.

GRANELLE, Jean-Jacques (1998). *Economie immobilière: analyses et applications*. Economica, Paris.

GUTTMANN, Robert (1994). *How credit money shapes the economy: the United States in a global system*. M. E. Sharpe, Londres e Armonk.

GUTTMANN, Robert (2008). Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB. Hofstra University, New York; CEPN, Paris XIII. Disponível em http://www.univ-paris13.fr/CEPN/texte_guttmann_210308.pdf

GUTTMANN, Robert e PLIHON, Dominique (2008). Consumer debt at the center of finance-led capitalism. CEPN, Paris-Nord working paper.

HUD – U.S. DEPARTMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT (2006). Evolution of the U.S. housing finance system: a historical survey and lessons for emerging mortgage markets. Disponível em: http://www.huduser.org/publications/hsgfin/US_evolution.html.

JACOBIDES, Michael (2005). Industry change through vertical disintegration: how and why markets emerged in mortgage banking. *The Academy of Management Journal*, v. 48, n. 3, p. 465-498.

LACAZE, Jean-Paul (2007). Les raisons de la crise persistante du logement en France. *Problèmes économiques*, n. 2.929, p. 6-14.

LEFEBVRE, Bruno; MOUILLART, Michel e OCCHIPINTI, Sylvie (1991). *Politique du logement: 50 ans pour un échec*. L'Harmattan, Paris.

LEMASSON, François (2005). Restructurations bancaires: la place des établissements spécialisés. *Revue d'Economie Financière*, n. 78, p. 221-237.

MARTIN, Randy (2002). *Financialization of Daily Life*. Temple University Press, Philadelphia.

MERINDOL, Nicolas (2008). L'immobanque. *Revue d'économie financière*, n. 92.

MISTRAL, Jacques e PLAGNOL, Valérie (2008). *Loger les classes moyennes: la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement*. La Documentation Française, Paris.

NAPPI-CHOULET, Ingrid (2009). *Les mutations de l'immobilier: de la finance au développement durable*. Editions Autrement, Paris.

NOTHAFT, F. (2004) "The contribution of home value appreciation to U.S. economic growth". *Urban Policy and Research*, v. 22, n. 1, março.

PLIHON, Dominique (1999). *Les banques: nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*. La Documentation Française, Paris.

PLIHON, Dominique (2004.) *Le nouveau capitalisme*. La Découverte, Paris.

POTERBA, J. M. (2001) "The Rise of the Equity Culture: US Stockownership Patters, 1989-1998", mimeo. Disponível em: www.mit.edu/faculty/index.

RONALD, Richard (2008). Market-liberal homeowner societies: questions of convergence in & around an Anglo-saxon model? *Housing Finance International*, p. 21-40, março.

TEIXEIRA, Lucas A. S. (2010). Uma investigação sobre o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia da Unicamp, Campinas.

TSOUNTA, Evridiki (2011). Home sweet home: government's role in reaching the American Dream. International Monetary Fund Working Paper, n. 11/191.

WOLFF, Edward N. (2010). Rising Profitability and the Middle Class Squeeze. *Science & Society*, v.74, nº 3, pp. 429-449, July.

WRAY, L. Randall (2005). The ownership society: social security is only the beginning. The Levy Economics Institute of Bard College, *Public Policy Brief* n. 82.

ZYSMAN, John (1983). *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Cornell University Press, Ithaca e Londres.