

JOAQUIM ISRAEL RIBAS PEREIRA

BOLHA ESPECULATIVA IMOBILIÁRIA E O PAPEL DA FANNIE MAE E FREDDIE
MAC

Artigo apresentado à disciplina Trabalho de Fim de curso como requisito parcial à conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

CURITIBA

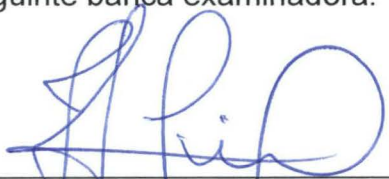
2010

TERMO DE APROVAÇÃO

JOAQUIM ISRAEL RIBAS PEREIRA

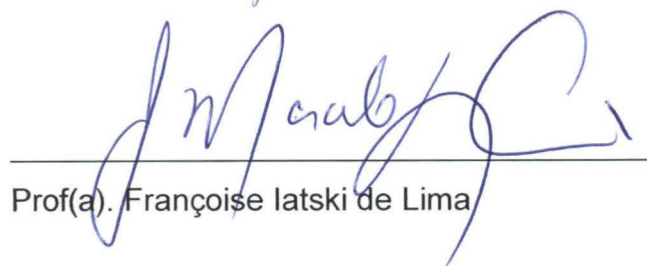
BOLHA ESPECULATIVA IMOBILIÁRIA E O PAPEL DA FANNIE MAE E FREDDIE
MAC

Artigo aprovado como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

 (Prof. Françoise)

Orientador: Prof. Marcelo Luiz Curado

_____
Prof. Fernando Motta Correia

 (Prof. Marcelo)

Prof(a). Françoise Iatski de Lima

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

FIGURA 1 – ESTRUTURA BÁSICA DO MERCADO IMOBILIÁRIO.....	7
GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DOS PREÇOS, CUSTOS DA CONSTRUÇÃO, POPULAÇÃO E TAXA DE JUROS.....	16
GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO DOS PREÇOS DOS IMÓVEIS E INADIMPLÊNCIA.....	17

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
2 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO	6
2.1 ESTRUTURA BÁSICA DO MERCADO.....	6
3. FANNIE MAE E FREDDIE MAC: breve histórico e a sua importância no mercado imobiliário	9
3.1 BREVE HISTÓRICO DAS EMPRESAS	9
3.2 ATUAÇÃO NO MERCADO	10
3.3 SUBPRIME.....	12
4 EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE AMERICANO ...	13
4.1 IMPORTÂNCIA DOS PREÇOS PARA O MERCADO IMOBILIÁRIO DOS EUA .	15
4.2. CONSEQÜÊNCIAS DA DEFLAÇÃO DOS ATIVOS PARA O MERCADO FINANCEIRO.	17
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	20
REFERÊNCIAS	21

RESUMO - A partir de meados de 2007, com o aumento de firmas e bancos declarando perdas contábeis, cresceu a expectativa de um novo ciclo de instabilidade no sistema financeiro internacional. No centro dessa nova crise encontrava-se o mercado imobiliário norte-americano, que com sua ampla liquidez e oferta abundante de crédito contribuíram, durante anos, para gerar uma forte onda de valorização dos ativos imobiliários. O principal instrumento utilizado para aumentar o crédito era o mercado secundário, este foi reforçado pela atuação de duas instituições financeiras, Fannie Mae e Freddie Mac. Nos últimos anos o mercado secundário sofreu aumento especulativo, levando por consequência uma **significante** alta dos preços dos imóveis, alto em torno de 180% em 10 anos, gerando assim, pela análise de Robert Shiller, a bolha imobiliária mais **significante** dos EUA desde 1890.

Palavras-chave: Bolha especulativa, mercado imobiliário, Fannie Mae, Freddie Mac, mercado secundário.

ABSTRACT - As of mid 2007, with the increase of firms and banks declaring losses statements, expectations grew of a new cycle of instability in international financial system. At the heart of this new crisis is the U.S. housing market, which with its abundant supply ample liquidity and credit contributed for years to generate a strong wave of appreciation of real estate assets. The main tool used to increase the credit was the secondary market, this was reinforced by the actions of two financial institutions, Fannie Mae and Freddie Mac in recent years the secondary market has increased speculation, leading consequently to a significant rise in property prices, High around 180% in 10 years, thus generating the analysis of Robert Shiller, the most significant real estate bubble in the U.S. since 1890.

Keywords: speculative bubble, housing market, Fannie Mae, Freddie Mac, the secondary market

1 INTRODUÇÃO

A partir de meados de 2007 com o aumento de firmas e bancos declarando perdas contábeis e de liquidez, como o Northern Rock, o UBS e o Bear Stearns, cresceu a expectativa de um novo ciclo de instabilidade no sistema financeiro internacional. No centro dessa nova crise encontravam-se importantes agentes do mercado imobiliário norte-americano que com sua ampla liquidez e oferta abundante de crédito contribuíram, durante anos, para gerar uma forte onda de valorização dos ativos imobiliários.

A continuidade do processo de valorização foi reforçada pela atuação de duas instituições financeiras, Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) e Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), que tinham a função de assegurar e comprar hipotecas, e que em conjunto, administram carteiras de ativos da ordem de US\$ 5,4 trilhões, o que representa cerca de 40% do total do mercado de hipotecas nos EUA¹. As duas são classificadas como GSE (*government-sponsored enterprises*)

De maneira geral, é reconhecida a formação de uma bolha financeira-imobiliária no período anterior à crise, uma “exuberância irracional”. Empurrados pelo declínio da taxas de juros e pelo aumento do crédito, os preços dos imóveis evoluíram de maneira contínua desde metade dos anos 90 até 2006.

O objetivo deste trabalho é discutir a participação das empresas Fannie Mae e Freddie Mac no processo de valorização dos imóveis no mercado norte-americano, verificando desta forma sua contribuição na formação da bolha no mercado de ativos imobiliário, elemento central da crise financeira de 2008.

Além da introdução, o presente artigo conta com outras quatro seções. A segunda seção traz algumas características básicas do mercado imobiliário. A Seção seguinte fornece a apresentação das empresas, histórico e atuação no mercado. A seção 4 traz os principais fatos da formação da bolha imobiliária nos EUA. A última seção traz as considerações finais.

¹ Valores estimados. Para mais ver o artigo “*THE \$10 TRILLION HANGOVER: Paying the Price for eight years of Bush*” de Joseph Stiglitz e Linda J. Bilmes.

2 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO

O período entre 1997 e 2006 foi marcado pela alta no preço dos ativos no mercado imobiliário norte-americano, e por razões que serão explicadas mais detalhadamente adiante, isso tornou a compra de casas um negócio atrativo tanto para os tomadores de empréstimos, que viam seus ativos aumentarem de preços, como para o mercado financeiro que ganhava pela expansão do crédito. Além disso, o fato do mercado imobiliário ter relação direta com mercado financeiro prejudicou diretamente o balanço financeiro de diversos bancos e fundos de investimento no momento de deflação dos imóveis.

2.1 ESTRUTURA BÁSICA DO MERCADO

O mercado imobiliário norte-americano é, segundo Avery *et al* (2008) organizado em dois grandes blocos:

- Mercado primário (*primary mortgage market*): A transação ocorre entre um interessado no empréstimo imobiliário e uma instituição financeira, os recursos para o empréstimo provém da própria instituição, ou seja, capital próprio. Nesse caso a instituição esta limitada pelos seus recursos de realizar mais empréstimos; e
- Mercado secundário (*secondary mortgage market*): Empresas que realizaram empréstimos no mercado primário, e que necessitam melhorar seus fundos, podem vender os empréstimos realizados para alguma instituição financeira, sendo assim, com o capital da venda é possível originar mais empréstimos. Isto claramente modifica o fornecedor de recursos, tornando o comprador da hipoteca ou o mercado financeiro o provedor, e o banco realizador do empréstimo apenas um intermediário financeiro.

A Figura 1 apresenta, de forma sucinta, a estrutura básica do mercado imobiliário dos EUA.

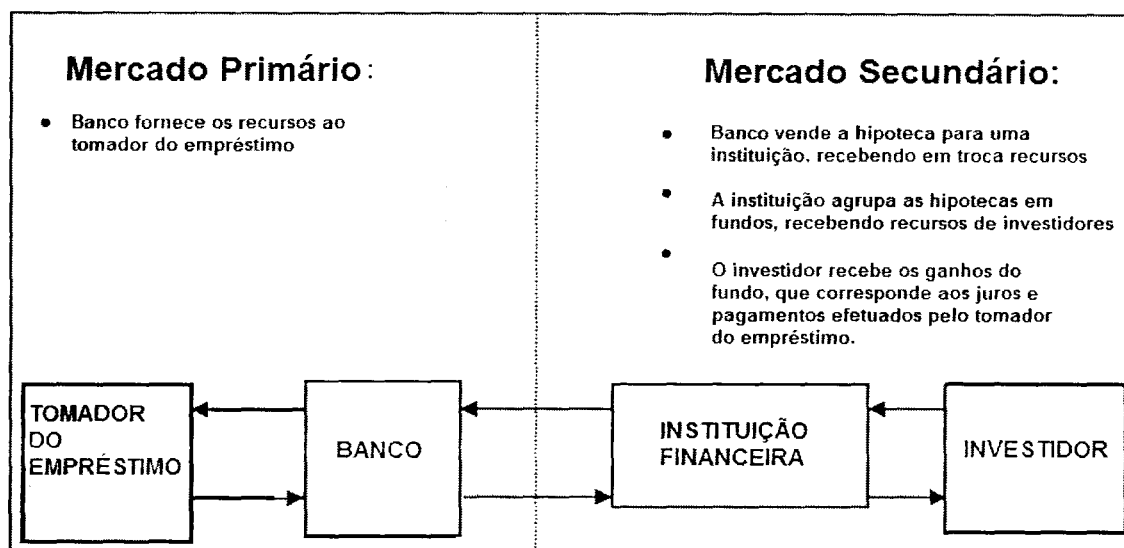


FIGURA 1 – ESTRUTURA BÁSICA DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Fonte: Elaboração própria a partir da explicação de Torres Filho e Borça Junior(2008)

O mercado secundário representa em torno de 70% das hipotecas originadas. Essa porcentagem aumenta para 90% quando se observa em períodos maiores de tempo, um ano ou mais depois de realizado o empréstimo. Isto significa que depois de um ano, cerca de 90% de todos os financiamentos eram vendidos no mercado secundário (DRUCKER E PURI, 2008).

Os empréstimos comprados eram agrupados sob a forma de fundos - *Mortgage Backed Securities* (MBS), por empresas especializadas no mercado secundário, nesse caso, Fannie Mae e Freddie Mac; esses fundos eram então vendidos para investidores, fundos de previdência ou outras instituições ao redor do mundo.

Como os bancos recebiam maiores recursos com a venda das hipotecas e o risco da inadimplência não recaía mais sobre os mesmos e sim para os investidores, isso levou os bancos a concederem empréstimos em maiores quantidades e de forma mais arriscada, propiciando um aquecimento dos preços dos imóveis. O intuito do mercado secundário fica claro então, o de gerar maior liquidez ao sistema imobiliário, principalmente por meio da diluição do risco para o sistema financeiro e melhorar os balanços contábeis dos bancos (CALOMIRIS, 2007).

Em 2006, o volume total negociado no mercado secundário foi \$236 bilhões, comparado com \$8 bilhões em 1991, numa taxa de crescimento anual de 25%. O mais importante nesse caso é que Fannie Mae e Freddie Mac participam fortemente do mercado secundário, pois juntas compraram mais de 25% das hipotecas originadas em 2006, algo em torno de \$60 bilhões (AVERY *et al*, 2008).

Utilizando a classificação de AVERY *et al*(2008, p.21) para os empréstimos do mercado imobiliário norte-americano, é possível dividir os empréstimos vendidos no mercado secundário em três categorias com base no tamanho do empréstimo:

(1) empréstimos abaixo do que o limite aplicado à FHA² (271mil dólares em 2007);

(2) empréstimos maiores do que o limite aplicado para FHA, mas menor que o limite de 417.000 dólares aplicado para as GSE's; e

(3) todos os outros empréstimos acima dos 417mil dólares.(*jumbo loans* ou *non-conforming*).

A principal compradora dos empréstimos realizados pela FHA era a Ginnie Mae (*Government National Mortgage Association*), empresa governamental dedicada a operações no mercado secundário. Em função dos objetivos deste trabalho, a segunda categoria, as chamadas *conforming loans* é que devem ser destacadas, tendo em vista que a atuação das empresas Fannie Mae e Freddie Mac concentra-se nesta parcela do mercado (AVERY *et al*, 2008).

A discussão da participação das *conformings loans* na formação da bolha será feita em outra seção, o importante aqui é destacar o papel do mercado secundário como injetor de liquidez e de crédito e como aglutinador do mercado imobiliário com o mercado financeiro. O fato, no entanto, que merece destaque é que o crescimento significativo das operações neste mercado (crescimento anual de 25%) é um indicativo importante que o mercado secundário, originariamente criado para dar liquidez ao mercado imobiliário, transformou-se ao longo do tempo numa fonte de significativa de especulação e valorização do capital.

² A FHA (*Federal Housing Administration*) é a principal agência governamental dos Estados Unidos para securitização, criada em 1934 com a meta de aumentar os financiamentos imobiliários, flexibilizando a entrada, a renda e o crédito requeridos. Mas existe o limite legal para a atuação da FHA. Até 2008 não era permitido a mesma segurar empréstimos acima de \$271,050

3. FANNIE MAE E FREDDIE MAC: BREVE HISTÓRICO E A SUA IMPORTÂNCIA NO MERCADO IMOBILIÁRIO

Tanto Fannie Mae quanto Freddie Mac, sempre estiveram entre as principais empresas no mercado imobiliário, tanto pelos valores administrados ou como instrumentos das políticas governamentais. As duas administravam juntas cerca de 40% das dívidas hipotecárias ou algo em torno de US\$ 5,4 trilhões de dólares, se comparar este valor com a dívida interna dos EUA, o valor representa 46%.

Torna-se então indispensável demonstrar a participação das duas empresas durante a crise. Antes, no entanto, é relevante conhecer um pouco mais da história destas empresas

3.1 BREVE HISTÓRICO DAS EMPRESAS

A *Federal National Mortgage Association*, conhecida como Fannie Mae, foi criada em 1938, no governo do Presidente Franklin Roosevelt, com a intenção de aumentar e dar maior liquidez ao mercado de hipotecas nos Estados Unidos. A princípio, a Fannie Mae foi criada como uma agência governamental, autorizada apenas a comprar hipotecas seguradas da *Federal Housing Administration* (FHA), com isso suprindo dinheiro para empréstimos. (FANNIE MAE, 2008, p.4)

Em 1968, Fannie Mae foi dividida entre uma empresa privada e uma instituição de financiamento público. A empresa privada continuou sendo chamada de Fannie Mae; seu papel foi expandido para comprar hipotecas além das seguradas pela FHA, ampliando sua atuação no mercado³. A *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), conhecida como Freddie Mac, foi criada em 1970 para expandir o mercado secundário de hipotecas, pois de 1938 a 1968, a empresa Fannie Mae foi a única instituição que comprava hipotecas de instituições financeiras. A forma de atuação da Freddie Mac é similar ao da Fannie Mae. As

³ A instituição de financiamento público foi nomeada pelo governo como *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) e expressamente garantindo o reembolso das hipotecas concedidas por organizações governamentais

duas empresas são caracterizadas como empresas garantidas pelo governo dos EUA⁴, pois recebem ajuda implícita do governo.

Essas instituições, embora fossem privadas e com ações negociadas em bolsa de valores, possuíam, na percepção dos mercados, garantias implícitas do governo norte-americano. Por isso, conseguiam captar recursos a um custo bastante próximo ao do Tesouro americano, com a vantagem de oferecer uma rentabilidade um pouco superior. Dessa forma, tinham a possibilidade de atuar de forma muito mais alavancada que as demais instituições financeiras

3.2 ATUAÇÃO NO MERCADO

Atualmente, tanto a Fannie Mae como a Freddie Mac, atuam em três principais ramos de atividade no mercado imobiliário:

1º. As duas empresas oferecem ao tomador de empréstimo o chamado *Mortgage insurance* ou securitização da hipoteca, ou seja, um serviço de seguro caso ocorra impossibilidade de pagamento junto ao banco fornecedor de empréstimo, sendo assim é um instrumento que fornece maior garantia do empréstimo ao banco;

2º. As duas empresas compram os empréstimos hipotecários realizados pelos bancos, fazendo isto parte do mercado secundário de hipotecas, a idéia principal do governo ao criar esse mercado foi fornecer as instituições de empréstimos mais recursos, permitindo assim realizarem mais empréstimos imobiliários; e

3º. As hipotecas compradas são agrupadas em fundos chamados *Mortgage-backed securities* (MBS), esses fundos são comercializados no mercado financeiro. Os recursos angariados com os fundos são utilizados para compra de mais hipotecas.

A atividade de nosso interesse na análise é a segunda, o mercado secundário, principal ramo de atividade das empresas. Nesse caso a categoria de

⁴ Dentro da classificação de GSE (government-sponsored enterprises) além da Fannie mae e Freddie mac podem ser colocadas a Ginnie Mae e Farmer mac.

hipoteca comprada é a que se situa abaixo dos empréstimos jumbos (*jumbo loans*), ou seja, abaixo dos \$417mil, e na maioria das vezes acima dos US\$271mil, pois abaixo deste valor geralmente eram classificadas como hipotecas *subprime*. Este intervalo, que esta acima das hipotecas *subprime* e abaixo do limite de US\$417mil, é denominado, como já anteriormente discutido, de *conforming loans*.

O motivo da representatividade da Fannie Mae e Freddie Mac no mercado de compra de hipotecas, principalmente na *conformings loans*, é destacado:

“Isso ocorre porque o Mercado de hipotecas conformes possuem muitas das condições de uma concorrência imperfeita entre os competidores – dois competidores (Fannie Mae e Freddie Mac) com divisão igualitária de mercado, homogeneidade de produto, grandes barreiras de entrada de saída, e cada uma com capacidade de produção quase infinita.” (PASSMORE, SHERLUND e BURGESS,2006, p.4)

Por consequência do poder de mercado, estas *conformings loans* tinham geralmente menores taxas de juros, como declara Passmore, Sherlund e Burgess (2006, pg.5): “Estudos baseados nas taxas de juros com base nos dados dos anos de 1980 e 1990, geralmente concluíram que as hipotecas conformes são cerca de 20 a 40 pontos base inferior às taxas de hipotecas jumbos”.

Era claro para o mercado que tanto a Fannie Mae quanto a Freddie Mac aumentavam a liquidez do mercado, pois os *conformings loans* eram mais líquidas se comparadas com as *subprime* e as *jumbo loans*, isto é, no mercado secundário as hipotecas que estavam dentro do intervalo das *conformings loans* conseguiam mais rapidamente serem vendidas. Sendo assim, as empresas injetavam uma “capacidade extra” ao sistema bancário por um menor custo.

A agência reguladora, *Federal Housing Finance Agency* (FHFA)⁵ define o limite e os critérios das hipotecas que as empresas GSE, nesse caso Fannie Mae e Freddie Mac, podem comprar. Os limites foram criados por meio do *Housing and Economic Recovery Act* de 1980⁶, e não tiveram um efeito significativo no começo, observa-se que na metade da década de 80 o mercado imobiliário estadunidense sofreu com a intitulada crise das empresas de poupança e empréstimos (*savings e*

⁵ A FHFA é a agência reguladora das GSE e dos bancos federais de empréstimos imobiliários.

⁶ Para mais informações ver Federal Register /Vol. 73, No. 62, pg. 16897.
<http://publicaccess.nih.gov/federal_register_March_31_2008.pdf>

loans crisis)⁷, ocorrendo que os preços dos imóveis se reduziram no período e somente voltaram a evoluir durante os anos 90.

Considerando os valores expressivos negociados pelas duas empresas no mercado secundário, focadas principalmente em um intervalo de compras e ainda com poder de mercado, tornaram capazes de induzirem, nesse intervalo, taxas de juros menores para os financiamentos. Os recursos absorvidos pela Fannie Mae e Freddie Mac por meio de seus fundos imobiliários permitiram, além disso, um aumento de liquidez no mercado secundário. Na seção 4 será discutido como este aumento da liquidez, permitido pela atuação das empresas foi relevante na formação da bolha especulativa no mercado imobiliário norte-americano.

3.3 SUBPRIME

É importante destacar nessa seção, qual a relação entre as conhecidas hipotecas *subprime* e as empresas Fannie Mae e Freddie Mac. As hipotecas *subprime* estão incluídas em sua maioria no grupo de hipotecas de alto custo (*high-cost loan*)⁸, onde o devedor tem um histórico financeiro inferior. Conforme AVERY *et al*(2008) e Quercia e Ratcliffe(2008) as empresas GSE originalmente não compravam este tipo de hipoteca devido a regulação, representando no máximo 14% dos negócios em 2005, evoluindo somente na primeira metade do ano 2007. Sendo assim diversos autores declaram que a Fannie Mae e a Freddie Mac não tiveram participação relevante no mercado *subprime* antes de 2005.

“Até 2005, tais hipotecas [*subprime*] constituíam apenas uma pequena proporção de novos negócios para as GSEs. Assim, o tempo não é consistente com a afirmação que as GSEs instigaram o risco do empréstimo e securitização praticadas que começaram a implodir em 2007” (QUERCIA; RATCLIFFE, 1991, p.5).

Apesar das afirmações dos autores Quercia e Ratcliffe (2008) de que as GSEs não tiveram participação relevante no *subprime*, esta pequena participação da Fannie Mae e Freddie Mac, deve-se as políticas governamentais como o Community

⁷ Informações sobre a crise das empresas de poupança (*savings e loans crisis*) no site: <http://www.fdic.gov/bank/historical/s%26l/index.html>

⁸ Os juros e as taxas são maiores, por isso são chamadas de alto custo (*high-cost loan*)

Reinvestment Act (CRA), lei que foi destinada a atender às necessidades dos tomadores de empréstimos dos segmentos de baixa e média renda. Essa lei foi aprovada no congresso em 1977 para reduzir as práticas discriminatórias para os bairros de baixa renda.

As alterações na CRA que mais afetaram a Fannie Mae e a Freddie Mac foram nos anos de 1992 e 2000, a primeira obrigando que parte dos recursos seja investido em habitações populares, securitizando e financiando famílias de baixa renda; e a segunda um aumento na participação no mercado secundário (QUERCIA E RATCLIFFE, 2008).

Após 2005, as empresas compraram e garantiram muito mais hipotecas com características *subprime* do que em períodos anteriores, claramente tentando avançar nesse mercado. A consequência foi o aumento da exposição ao risco das empresas e de todo o mercado imobiliário norte-americano (WALLINSON E CALOMIRIS, 2008).

Na seqüência, será apresentada a evolução recente o mercado imobiliário norte-americano, com ênfase na discussão sobre a ampliação de sua liquidez e na forma de uma bolha especulativa.

4 EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO IMOBILIÁRIO NORTE AMERICANO

Desde 1997, o mercado imobiliário norte americano atravessou seu mais relevante período de valorização em décadas⁹. Entre 1997 e 2006 os preços dos imóveis se elevaram de forma contínua, este processo foi impulsionado pelo aumento do crédito imobiliário, apoiado em taxas de juros relativamente baixas, particularmente após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001¹⁰. Como resultado, o mercado de hipotecas – o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante nos EUA – movimentou, entre 2001 e 2006, uma média anual de US\$ 3

⁹ Robert Shiller, professor da Universidade de Yale, em seu livro publicado em 2000 "*Exuberância Irracional*", ele faz um estudo dos preços dos imóveis nos EUA desde de 1890 até 2000, e demonstra como a alta dos preços desde 1997 é muito mais relevante comparativamente.

¹⁰ Entre 1990 e 2003 a taxa básica de juros reduziu de 8% para 1%.

trilhões em novas operações, atingindo um máximo de quase US\$ 4 trilhões em 2003 (LIMA E MATHIAS, 2009, p.25).

Um dos motivos da expansão do segmento imobiliário foi de caráter político, por meio de mudanças ocorridas desde década de 70, onde o sistema de regulação foi alterado para que as agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac expandissem seus critérios de concessão de crédito (tanto na securitização quanto na compra de hipotecas), viabilizando o acesso à casa própria para as pessoas que seriam excluídas pelas regras normais de aprovação de crédito (ALVES, 2009).

A redução da taxa de juros pelo Fed visando aumentar o consumo e o crescimento econômico, especialmente após os atentados de 11 de Setembro, beneficiou o setor imobiliário e a demanda por imóveis, pois comprar uma casa tornara-se um negócio atrativo e mais seguro se comparado com o investimento no mercado acionário da Nasdaq (ALVES, 2009).

O mercado imobiliário se apresentou, nesse contexto, como um investimento adequado, não apenas para quem adquiria a casa própria, mas também, para quem buscava um investimento, o que segundo Scherer e Cintra (2008, p. 2), “(...) levou a um forte aumento especulativo no preço das residências, o qual por sua vez dinamizou, a partir das mais variadas formas de crédito hipotecário, outros mercados financeiros”.

Além da expansão de crédito encontrava-se a elevada liquidez e a garantia com base em um ativo com o preço em constante elevação – o imóvel em si. A criação de títulos baseados diretamente nas hipotecas (*Mortgage Backed Securities* – MBS), tendo por base a venda e o pagamento dos imóveis, ganhou forma e importância. Esses títulos eram geralmente emitidos por bancos de investimento e vendidos a administradores de fundos e a outros investidores ao redor do mundo, e também eram objeto de análise das agências de risco, as quais auxiliavam na avaliação do risco de cada uma de suas linhas (SCHEDER E CINTRA, 2008, p.3)

O mais interessante da evolução do mercado imobiliário, além do fato de como afetou de maneira relevante o mercado financeiro; mas também o contexto que o mercado estava inserido, redução da taxa de juros, queda do mercado acionário e políticas governamentais, que também influenciaram a alta dos preços.

4.1 IMPORTÂNCIA DOS PREÇOS PARA O MERCADO IMOBILIÁRIO DOS EUA

O mercado imobiliário norte-americano tem um fundamento marcante: facilidade na troca do direito de propriedade. Tanto por parte jurídico-institucional, pois o tomador do empréstimo apenas se torna o legítimo dono da propriedade após o fim do pagamento¹¹, como também por incentivos econômicos que influenciam essas trocas.

Os principais motivos econômicos que induzem a substituição da hipoteca são queda da taxa de juros e uma oferta maior de crédito e/ou uma variação nos preços dos imóveis.

À medida que as taxas de juros dos EUA iam caindo, as famílias que realizaram empréstimos com taxa de juros pré-fixadas e que enfrentavam dificuldades financeiras ou até as famílias financeiramente “saudáveis” dispunham de um incentivo: liquidar o financiamento hipotecário antigo que tem uma taxa de juros maior e adquirir um novo, que apresentava taxas de juros mais baixas.

Outro incentivo era a oferta de crédito, pois em alguns tipos de contratos, no período inicial, dois ou três anos, as prestações eram fixas e baixas. Um exemplo disso é contrato *interest-only loan*, que no período inicial se exigia apenas o pagamento dos juros do financiamento.

Outro fator relevante é a variação dos preços dos imóveis. No caso de queda dos preços, o tomador do empréstimo utiliza um instrumento conhecido como *walk away*, evitando pagar por um imóvel que está com o preço acima do mercado. (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008, p.20). No caso de valorização dos imóveis, se combinada com um ambiente de crédito e juros propícios, aumenta-se a capacidade de seus proprietários de se dirigirem ao sistema bancário e obter mais recursos, possibilitando ainda, que os agentes consigam resgatar alguma quantia em dinheiro por ocasião da realização da transação, além de arcar com as taxas que os intermediários financeiros cobram pela negociação. (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008, p.20)

¹¹ A velocidade na retomada do imóvel, solicitado pelo banco em caso de inadimplência, vai variar de estado para estado e pelo tipo de contrato assinado. Geralmente a solicitação de despejo ocorre após 90 dias de atraso, e o despejo entre 1 e 6 meses após a solicitação. E Além dos mecanismos judiciais de retomada do imóvel, existe outros mecanismos extrajudiciais comuns como *foreclosure by power of sale* – cláusula inserida no contrato que permite ao credor a venda sem supervisão judicial.

Esse ciclo de substituição de hipotecas, motivada pela diminuição dos juros e aumento do crédito, permitia não somente a expansão das operações das instituições financeiras, como também a incorporação do segmento *subprime* ao mercado. A consequência principal desse ciclo seria a elevação dos preços dos imóveis.

O Gráfico1 apresenta a evolução entre 1997 e 2006 do preço dos imóveis no mercado norte-americano. O aumento dos preços de janeiro de 1995 a janeiro de 2006 foi de cerca de 180%, confirmando assim o boom imobiliário, principalmente se comparado com os custos da construção que se mantiveram estáveis durante o mesmo período. A valorização foi claramente impulsionada pelo crescimento do crédito, pela baixa dos juros e pela expansão do mercado secundário.

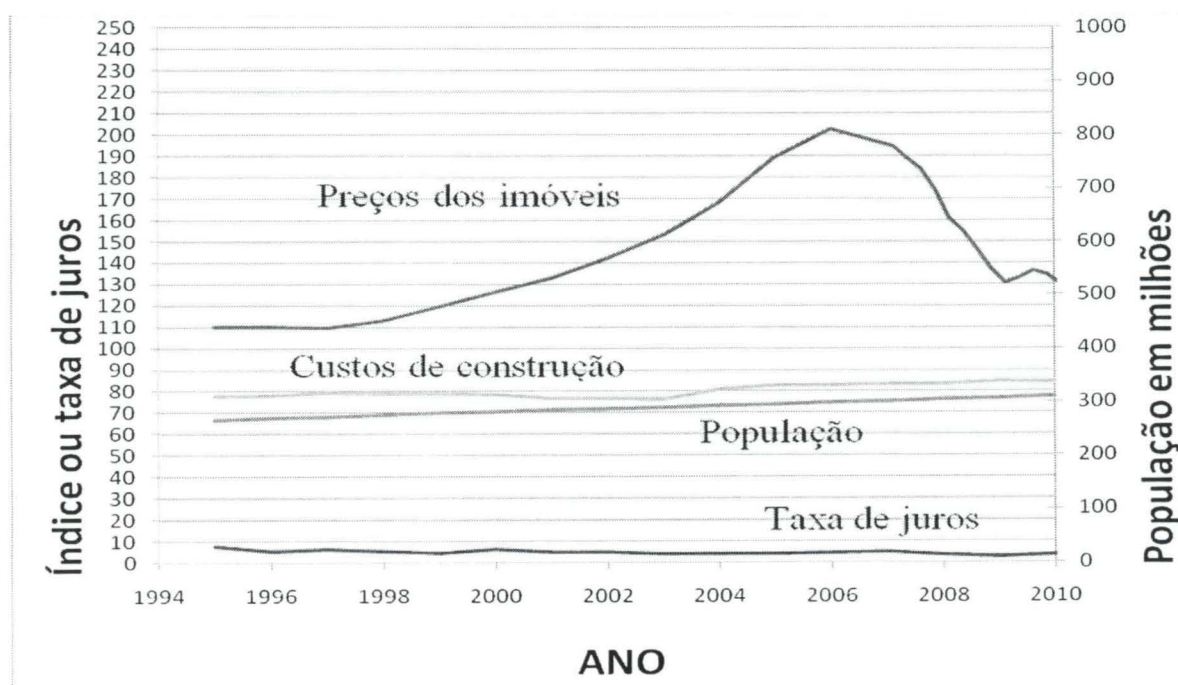


GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DOS PREÇOS, CUSTOS DA CONSTRUÇÃO, POPULAÇÃO E TAXA DE JUROS NO EUA, DE 1994 À 2010.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de Shiller (2010)

4.2. CONSEQUÊNCIAS DA DEFLAÇÃO DOS ATIVOS PARA O MERCADO FINANCEIRO.

O ciclo de alta dos imóveis rompe-se, como destaca Scherer e Cintra (2008, p. 3), quando no final de 2005 o Fed retomou as taxas de juros num patamar acima dos 4%aa; o preço dos imóveis deixa de aumentar e, caindo a partir de 2006. Essa queda nos preços desestimula o pagamento de parte dos compradores, como já discutido anteriormente, uma vez que o valor das dívidas começa a superar o valor dos imóveis¹².

É possível observar no Gráfico 2 abaixo, a grande correlação entre a evolução dos preços dos imóveis nos principais centros metropolitanos e a evolução dos índices de inadimplência da linha *subprime* e de execução dos mesmos.

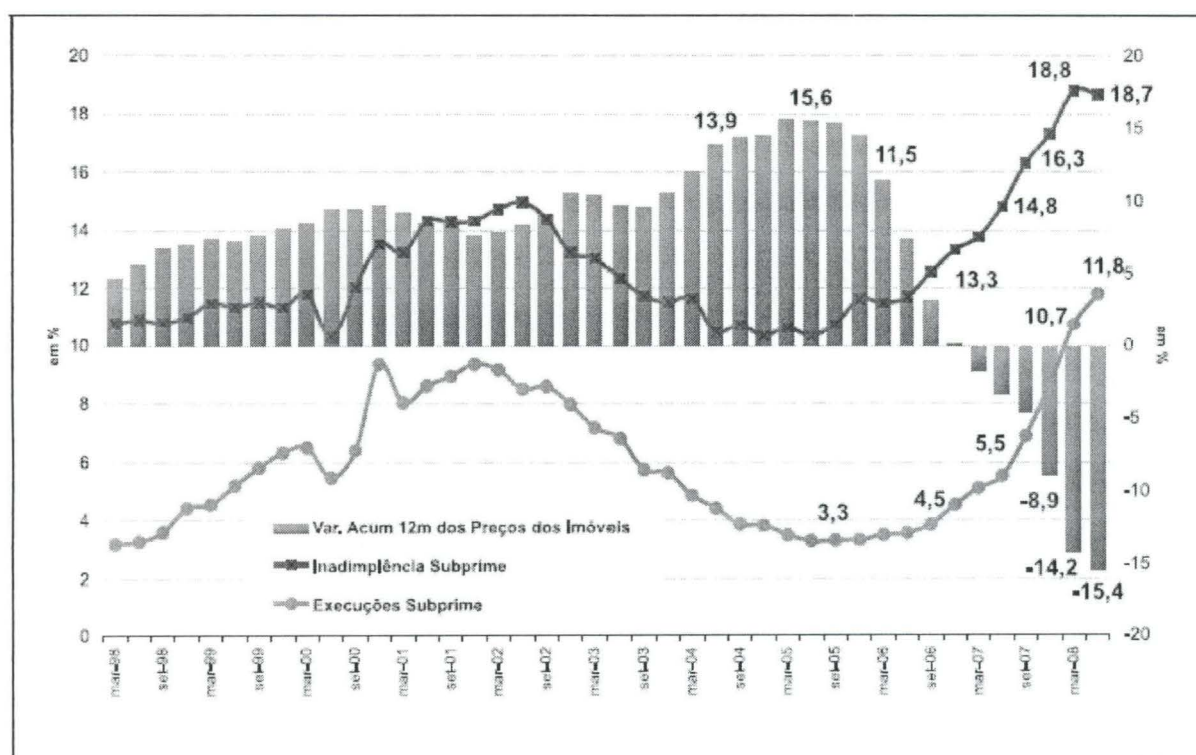


GRÁFICO 2 - VARIACÃO DOS PREÇOS DOS IMÓVEIS E INADIMPLÊNCIA NOS EUA DE 1998 À 2008.

Fonte: Torres Filho e Borça Junior (2008)

¹² Ao final de 2007 e durante o primeiro trimestre de 2008 pode ser percebida uma tendência ao chamado *jingle mail*, ou seja, o abandono puro e simples das residências cujas dívidas superam em muito o valor dos imóveis.

Como agravante, existe outra situação a ser destacada nos momentos em que ocorre um movimento de deflação de preços. Os bancos, incapazes de estimar o valor de longo prazo de seus respectivos fundos imobiliários¹³, retraem a oferta de crédito, pois há um acentuado aumento do custo de captação dos bancos com a venda desses créditos (securitizados) no mercado de capitais, já que os imóveis constituem-se em garantias ao investidor (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008, p.20).

As conseqüências claras do aumento da taxa de juros foram o aumento dos custos de captação dos bancos, diminuição do crédito, aumento dos custos para os devedores, aumento da inadimplência, afetando assim os fundos lastreados em hipotecas e por conseqüência o mercado financeiro.

O sistema da maneira como estava montado, no momento de deflação dos ativos, criou conseqüências que acabaram realimentando um novo ciclo de deflação, tanto que surgiram alguns trabalhos acadêmicos, por exemplo, de Torres Filho e Borça Junior (2008), que aconselhavam que a melhor maneira de estabilizar a crise seria estabilizando os preços dos imóveis. Tudo isto demonstra a importância dos preços desses ativos para o mercado.

Um fato marcante do o início da deflação foi suspensão, em 9 de agosto de 2007, pelo BNP-Paribas dos resgates das quotas de três grandes fundos imobiliários sob sua administração. Outros eventos ocorridos poucos meses antes, apesar do menor impacto, também chamaram atenção. É o caso da falência, em abril de 2007, da New Century Financial Corporation – segundo maior credor de hipotecas do tipo *subprime* dos EUA (LIMA E MATHIAS, 2009, p.10).

Em reação a esses acontecimentos, os investidores se apressaram em desfazer suas posições em fundos hipotecários. Houve então uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo (lastreados em imóveis) nos EUA. Nos mercados interbancários as taxas de juros subiram, indicando que os grandes bancos estavam reticentes em realizar empréstimos de curto prazo entre si. Nesse estágio, os Bancos Centrais decidiram intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse maiores proporções (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008, p.3).

¹³ O aumento das prestações em atraso compromete as receitas esperadas desses fundos lastreadas em hipotecas, os investidores vendo as possíveis perdas, não renovam suas aplicações, diminuindo assim os recursos dos bancos.

Em março de 2008 a possível falência do Bear Stearns, o quinto maior banco de investimento dos EUA, fez com que o Banco Central americano agisse de forma contundente. O Bear Stearns, por se tratar de um banco de investimento e não de um banco comercial, não estava formalmente sob a jurisdição do FED, mas mesmo assim foi objeto de intervenção. Nessa oportunidade, o FED ofereceu uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a aquisição do Bear Stearns. Essa posição, aliada à decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano, afastou temporariamente as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008).

Em meados de julho, esse otimismo foi novamente abalado quando os problemas de liquidez alcançaram as empresas garantidas pelo governo norte-americano – Fannie Mae e Freddie Mac. Ambas receberam um pacote de ajuda do Tesouro americano que contemplava uma injeção de liquidez da ordem de US\$ 200 bilhões. No mês de setembro, diante do pouco efeito no mercado às intervenções em favor do fortalecimento financeiro de Fannie Mae e Freddie Mac, as autoridades americanas optaram por assumir o controle das duas instituições. (TORRES FILHO E BORÇA JUNIOR, 2008, p.4)

Diante do agravamento da crise, o Tesouro americano preparou um pacote no valor de US\$ 700 bilhões para a compra dos ativos imobiliários ilíquidos dos bancos, com a intenção de sanear de vez o sistema financeiro. A intenção era desobstruir os canais que estavam bloqueando os mercados de crédito. No entanto, os efeitos esperados das novas medidas não se materializaram, e os mercados ao redor do mundo voltaram a apresentar turbulências. (LIMA E MATHIAS, 2009, p.10)

Todos os acontecimentos financeiros desde 2008 que marcaram os pontos altos da crise, desde quebras de bancos, baixas na bolsa de valores, intervenções diretas do governo no mercado financeiro e grande pacotes de ajuda, demonstram a enorme relevância e as conseqüências que a deflação dos preços dos imóveis teve sobre todo o mercado financeiro.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise do *subprime* vem despertando a curiosidade dos economistas no sentido do entendimento de sua origem, causas e conseqüências. Existem claramente diferenças nessa crise imobiliária se comparadas com as anteriores – Estados Unidos nos anos 1980 e Japão nos anos 1990 – pois estas não se converteram em crises financeiras internacionais.

A primeira diferença dessa crise foi a evolução significativa, durante a década de 90, do papel do mercado secundário como injetor de liquidez e de crédito. Aliado as diversas políticas governamentais e das sucessivas reduções da taxa de juros..

O Mercado secundário ainda teve o efeito de atrelar o mercado imobiliário com o mercado financeiro. Pois se criou uma linha de fornecimento de recursos diretamente vinda deste, melhorando os balanços financeiros dos bancos e reduzindo o risco, pois o risco da inadimplência não recair mais sobre os mesmos e sim ao mercado financeiro.

Fannie Mae e Freddie Mac são empresas centrais deste mercado, com expressivos valores negociados e com poder de mercado. Os recursos absorvidos pela Fannie Mae e Freddie Mac através de seus fundos imobiliários permitiram um aumento de liquidez no mercado secundário.

O aumento da liquidez devido à expansão do crédito, em boa parte justificado pela participação da Fannie Mae e Freddie Mac, levaram por conseqüência uma significativa alta dos preços dos imóveis, alto em torno de 180% em 10 anos, gerando assim, pela análise de Robert Shiller, a bolha imobiliária mais significativa dos EUA desde 1890.

REFERÊNCIAS

ALVES, J.A.B. **A Crise Financeira Norte-Americana: Seus Reflexos No Desenvolvimento Do Município De Canoinhas/Sc**. 10 f. Faculdade de Campina Grande do Sul, Campina Grande do Sul, 2009. Disponível em: <http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1007&context=jorgeab_alves>. Acesso em: 05/08/2010.

AVERY, R. B. *et al.* The 2008 HMDA Data: The Mortgage Market during a Turbulent Year. **Federal Reserve Bulletin**, v. 95, outubro de 2009. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/pdf/hmda08draft.pdf>>. Acesso: 01/06/2010.

CALAMORIS, C. W.; WALLISON, P. J. **The last trillion-dollar commitment: the destruction of Fannie Mae and Freddie Mac**. 10 f. American Enterprise Institute for public policy research. Washington, 2008. Disponível em: <<http://www.aei.org/outlook/28704>>. Acesso em: 10/08/2010.

CALAROMIS, C. W. **Not Yet a 'Minsky Moment'**. 48 f. Columbia University, 2007. Disponível em <[http://www.aei.org/docLib/20071010_Not\(Yet\)AMinskyMoment.pdf](http://www.aei.org/docLib/20071010_Not(Yet)AMinskyMoment.pdf)>. Acesso em: 30/07/2010.

CHOMSISENGPHET, S.; PENNINGTON-CROSS, A. The Evolution of the Subprime Mortgage Market. **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, v.88, p. 31 – 56, janeiro de 2006. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf>>. Acesso em: 30/07/2010.

DRUCKER, S.; PURI, M. On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationships. **The Review of Financial Studies**, Durham, V. 22, N. 7, P.1-38, Jul. 2008. Disponível em: <<http://rfs.oxfordjournals.org/content/22/7/2835.short>>. Acesso em: 25/06/2010.

FANNIE MAE. **An Introduction to Fannie Mae**. Edição Unica. 2008. Disponível em: <[http://www.fanniemae.com/aboutfm/charter.jhtml?p=About Fannie Mae](http://www.fanniemae.com/aboutfm/charter.jhtml?p=About+Fannie+Mae)>. Acesso em: 03/04/2009.

LIMA, D. B. T.; MATHIAS, J. F. C. M. Uma interpretação da crise *subprime* segundo a abordagem de Hyman Mynsky. In: II Encontro Internacional da Associação Brasileira Keynesiana Brasileira, 2., 2009, Porto Alegre. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/59.pdf>>. Acesso em: 27/06/2010.

PASSMORE, W.; SHERLUND, S. M.; BURGESS, G. The Effect of Housing Government-Sponsored Enterprises on Mortgage Rates. **Real Estate Economics**, Boulder, n. 2003-64, dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200506/200506pap.pdf>>. Acesso em: 30/09/2010.

QUERCIA, R. G.; RATCLIFFE, J. The Preventable Foreclosure Crisis. **Housing Policy Debate**, Chapel Hill, v. 19, n. 4, 2008. Disponível em:
<<http://www.ccc.unc.edu/documents/Preventable.Foreclosure.Crisis.2008.pdf>>.
Acesso em: 20/08/2010.

SCHERER, A. L. F.; CINTRA, M. A. M. “Pensar o impensável”: notas sobre o desenrolar da crise de crédito global. **Coleção Princípios**, Ed. 95, 01 de abril de 2008. Disponível em:
<http://www.fmauriciograbois.org.br/porta/cdm/revista.php?id_sessao=50&id_publicacao=211>. Acesso em: 15/09/2010.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JUNIOR, G. R. Analisando a crise do subprime. *Revista do Bndes*, Rio De Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, Dez. 2008. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf>. Acesso em: 05/06/2010.