



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

Faculdade de Ciências e Letras - Campus de Araraquara/SP

Departamento de Economia

Carlos Alberto Bimbatti Assumpção Filho

O Crédito Imobiliário no Brasil



Araraquara

2011

Carlos Alberto Bimbatti Assumpção Filho

O Crédito Imobiliário no Brasil

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Examinador: Prof. Dr. Sebastião Neto Ribeiro Guedes

Araraquara

2011

Dedico este trabalho a Deus, meus pais, Carlos e Ana Maria, minha irmã Tânia, minha Tia Irene e a todos meus familiares.

AGRADECIMENTOS

O encerramento deste trabalho representa o final de um ciclo grandioso de experiências e aprendizados as quais tiveram início na universidade, por isso, gostaria de agradecer primeiramente a Deus por ter me guiado e me auxiliado em todas as etapas da minha vida, me conduzindo por caminhos de ensinamentos, crescimento pessoal, emocional, espiritual e acadêmico.

À minha família, especialmente meus pais, Carlos e Ana Maria, minha irmã Tânia e minha Tia Irene. Tais compuseram toda a estrutura necessária para meu desenvolvimento e crescimento através do apoio, incentivo, compreensão e amor.

Adicionalmente, gostaria de agradecer aos meus amigos, aqueles da minha cidade natal, Araraquara, Argentina e outros, destacadamente, a República Copacabana, lugar o qual pude compartilhar moradia com verdadeiros irmãos, em outras palavras, pessoas a quem devo meus melhores momentos na UNESP.

À todos os envolvidos na oportunidade de intercâmbio acadêmico e auxílio econômico na experiência que pude aproveitar através do intercâmbio acadêmico na Argentina, dentre os quais, AREX, FCL/UNESP, AUGM e ao Banco Santander.

Quero também agradecer o Prof. Elton Eustáquio Casagrande por sua atenção na realização do presente trabalho e sua dedicação ao ensino, sempre proporcionando e incentivando oportunidades aos alunos, especialmente, através do Núcleo de Conjuntura e Estudos Econômicos no qual tive a honra de participar. Também agradeço ao Prof. Dr. Sebastião Neto Ribeiro Guedes e Profa. Dra. Cláudia Heller, os quais organizaram o Seminário no qual pude compartilhar o trabalho com o público da FCL, além de fornecerem comentários e atenções sobre o trabalho.

Agradeço também minha namorada Larissa, pessoa muito especial e que sempre me apoiou em conquistar meus objetivos.

À Leonardo Calixto, Aquiles Feldman, José Assunção, Glauber Motta, Roberto Sampaio e demais companheiros de trabalho, local e pessoas que me ensinaram a por em prática o conhecimento teórico e, adicionalmente, compartilharam experiências e incentivos através do contato com tais grandiosos profissionais.

Por último, desejo que o final desse ciclo represente a abertura de uma nova fase na minha vida onde os ensinamentos que Deus, família, universidade, amigos e a própria vida me proporcionou possam ser colocados em prática em prol da sociedade e, principalmente, no desenvolvimento de nosso país.

RESUMO:

Nos últimos oito anos, o Brasil apresenta elevada atividade econômica e, destacadamente, os setores da construção civil e do crédito imobiliário demonstram elevado crescimento. Entretanto, diferentemente da recente dinâmica do setor e da economia brasileira, a história do setor da habitação no país é marcada por dificuldades de acesso ao crédito imobiliário para a aquisição e construção de moradias, situação a qual resultou no elevado déficit habitacional existente, nas desigualdades e outros fatores excludentes que a própria situação impõe, principalmente, pelo desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário não ter sido capaz de acompanhar o crescimento da população e a urbanização brasileira nas últimas décadas.

Este trabalho procura detalhar os diferentes momentos do crédito imobiliário no país o qual, por sua vez, teve início em meados dos anos 60 através de iniciativas públicas na estruturação do Sistema Financeiro de Habitação. Posteriormente, durante a década de 70, houve elevada expansão do financiamento de aquisição e construção de moradias no país, contudo, em decorrência dos desequilíbrios macroeconômicos e do próprio sistema que se acentuaram final dos anos 70 e início dos 80, a atividade de crédito imobiliário apresentou retração nas décadas posteriores, ou seja, durante a década de 80 e 90.

Paralelamente ao financiamento habitacional, a década de 90 foi marcada pela execução de reformas macroeconômicas que, posteriormente, possibilitaram o controle inflacionário e a maior previsibilidade econômica no país. Adicionalmente, no final da década, estruturou-se um novo sistema denominado Sistema de Financiamento juntamente com a adoção do Regime de Metas de Inflação e a Lei de Responsabilidade Fiscal.

As reformas recentes e a estabilidade econômica proporcionaram o favorável e recente momento do mercado de crédito imobiliário e da economia brasileira, deste modo, este trabalho buscará destacar o histórico do crédito imobiliário e sua relação com a conjuntura econômica no país com destaque aos últimos oito anos da economia brasileira e a expansão da atividade do setor imobiliário no período recente.

Palavras Chaves: crédito imobiliário, financiamento habitacional, política habitacional.

LISTA DE ABREVIATURAS+

BACEN: Banco Central do Brasil

BCB: Banco Central do Brasil

BNH: Banco Nacional da Habitação

CCI: Cédulas de Crédito Imobiliário

CDB: Certificados de Depósitos Bancários

CETIP: Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados

CMN: Conselho Monetário Nacional

CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FCVS: Fundo de Compensação das Variações Salariais

FGTS: Fundo Garantidor do Tempo de Serviço

FII: Fundos de Investimento Imobiliário

IGMI-C: Índice Geral do Mercado Imobiliário

LCI: Letras de Crédito Imobiliário

LDO: Lei de Diretrizes Orçamentárias

LH: Letras Hipotecárias

LOA: Lei Orçamentária Anual

RRF: Lei de Responsabilidade Fiscal

MCMV: Programa Minha Casa Minha Vida

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations

ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PAEG: Plano de Ação Econômica do Governo

PAF: Plano Anual de Financiamento

PES/CP: Plano de Equivalência Salarial por Categoria Profissional

PNH: Plano Nacional da Habitação

PPA: Plano Plurianual

RDB: Recibos de Depósito Bancário

RMI: Regime de Metas de Inflação

SBPE: Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SCI: Sociedades de Crédito Imobiliário

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFH: Sistema Financeiro da Habitação

SFI: Sistema de Financiamento Imobiliário

SPE: Sociedade de Propósito Específico

STN: Secretaria do Tesouro Nacional

TR: Taxa Referencial

UPC: Unidade Padrão de Capital

ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráfico 1 - Crescimento Demográfico e Urbanização no Brasil

Gráfico 2 - Evolução do número de moradias financiadas (SBPE e FGTS)

Gráfico 3 - Evolução da origem dos recursos disponibilizados ao financiamento imobiliário

Gráfico 4 - Evolução do número de unidades financiadas (SBPE e FGTS)

Gráfico 5 - Histórico do Regime de Metas de Inflação

Gráfico 6 - SELIC - Fixada pelo COPOM

Gráfico 7 - Dívida Líquida do Setor Público

Gráfico 8 - NFSP Primário

Gráfico 9 - PIB

Gráfico 10 - Taxa de Câmbio

Gráfico 11 - Comércio Exterior

Gráfico 12 - Reservas Internacionais

Gráfico 13 - Evolução do número de unidades financiadas (SBPE e FGTS)

Gráfico 14 - Volume dos financiamentos imobiliários Concedidos através do FGTS e SBPE

Gráfico 15 - Taxa de desocupação e Rendimento médio real

Gráfico 16 - Crédito imobiliário como porcentagem do PIB

Gráfico 17 - Crescimento Anual Construção Civil e PIB

Gráfico 18 - Unidades Financiadas através do SFH

Gráfico 19 - Evolução do Patrimônio Líquido da Caderneta de Poupança

Gráfico 20 - Evolução do crescimento do Patrimônio Líquido

Gráfico 21 - Caderneta de Poupança - Evolução das unidades financiadas e Valor médio do financiamento

Gráfico 22 - FGTS - Evolução das unidades financiadas e Valor médio do financiamento

Gráfico 23 - Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial (IGMI-C)

Gráfico 24 - Distribuição da Capitalização dos FIIs por Classe de Ativo-Lastro

Gráfico 25 - Ofertas Primárias Registradas na CVM dos Fundos de Investimento Imobiliário

Gráfico 26 - Evolução das Subscrições de CRI

Tabela 1 – Principais mudanças político-institucionais no Brasil

Tabela 2 – Comparação da rentabilidade entre distintas aplicações

Tabela 3 - Rentabilidade real da caderneta de poupança

Figura 1 – Estrutura de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	3
RESUMO:	4
LISTA DE ABREVIATURAS+	5
ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS	7
1. INTRODUÇÃO	10
2. FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO PAÍS ANTERIOR À DÉCADA DE 90 .	15
2.1 Indisponibilidade de recursos até a década de 60	15
2.2 O SFH e as políticas de incentivos ao setor imobiliário na década de 60	17
2.3 Comportamento do mercado imobiliário entre as décadas de 70 e 80	23
2.4 O declínio do financiamento imobiliário na década de 80	26
3. A ECONOMIA BRASILEIRA: OS ANOS 90 E 2000	31
3.1 Regime de Metas de Inflação (<i>inflation targeting</i>)	34
3.1.1 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação	37
3.1.1.1 Volatilidade da Taxa de Câmbio e Dominância Fiscal	38
3.2 A experiência brasileira desde a adoção do regime	40
3.3 A Lei de Responsabilidade Fiscal	45
3.4 Panorama da Economia Brasileira no período entre 2002 e 2010	53
4. O RECENTE PERÍODO DO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO PAÍS: 2002 A 2010	60
4.1 O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)	64
4.1.1 Securitização de recebíveis imobiliários:	68
4.1.2 Perspectivas para o financiamento imobiliário brasileiro através do SFI	71
4.2 A recente conjuntura de financiamento imobiliário no país	75
5. CONCLUSÃO	94
6. BIBLIOGRAFIA E REFERÊNCIAS	99

1. INTRODUÇÃO

A dinâmica do mercado imobiliário brasileiro, historicamente, apresenta alta correlação com o comportamento da economia brasileira, deste modo, verificamos que o desempenho do setor imobiliário acompanha a situação macroeconômica do país e, portanto, em decorrência do país ter apresentado distintas situações em sua história econômica, podemos destacar que o setor imobiliário acompanhou tais movimentações conforme elas aconteceram ao longo do tempo. Nesse sentido, o presente trabalho buscará destacar que os distintos comportamentos do mercado imobiliário podem ser explicados, em grande parte, pela conjuntura e política econômicas executadas pelo país ao longo do tempo juntamente das medidas específicas de incentivos e regulação do setor da habitação.

Dar-se-á maior destaque para a análise mais recente do comportamento do crédito imobiliário, ou seja, o período compreendido entre os anos de 2002 e 2010. Porém, observa-se que para a contextualização do setor na história brasileira, é necessária a descrição do histórico do financiamento imobiliário no país, tal tópico que será abordado no segundo capítulo deste trabalho com a descrição do financiamento imobiliário anterior à década de 90.

Verifica-se que o financiamento imobiliário somente começou a ser praticado no país durante a década de 60 através das políticas que incentivaram e estruturaram o setor pela primeira vez, conseqüentemente, tais iniciativas tiveram como resultado o aumento da participação da iniciativa pública e privada no setor, além do aumento da disponibilidade de financiamentos para a população. De outro modo, o crédito imobiliário era praticamente inexistente e restrito no país até o início da década de 60, situação que se alterou após tal data e apresentou distintos comportamentos nas décadas anteriores, como o aumento da atividade na década de 70 e a estagnação ao longo das décadas de 80 e 90.

Diante de tal observação, o período histórico da análise inicia-se em meados da década de 60 em virtude de em tal data se iniciar as ações do setor público em direção à estruturação do primeiro sistema de financiamento imobiliário do país. Conseqüentemente, após a estruturação do sistema e com a adoção de políticas direcionadas ao setor habitacional e a certa estabilidade econômica do período que prevaleceu até final da década de 70, a disponibilidade de crédito imobiliário se expandiu no país durante tal período e permitiu o crescimento das unidades de moradias financiadas e maior acesso ao financiamento

habitacional pela população. Dessa maneira, a década de 70 apresentou elevadas taxas de expansão dos financiamentos e de construção de moradias.

Contudo, diferentemente da situação apresentada na década de 70, a década de 80 foi marcada pela inversão da situação econômica brasileira, portanto, tal alteração também se manifestou no mercado imobiliário, dada a correlação entre ambos. Dessa maneira, a década fora marcada pelos desequilíbrios macroeconômicos e do Sistema Financeiro de Habitação e diante de tais influências, o mercado de crédito imobiliário apresentou queda na sua atividade, sobretudo, decorrentes da aceleração inflacionária e má gestão fiscal do período. Portanto, no âmbito macroeconômico, a década de 80 apresentou desequilíbrios das contas públicas, controle de capitais, expansão monetária e altas taxas de inflação que resultaram em barreiras ao desenvolvimento das atividades econômicas em geral, especialmente do crédito imobiliário.

Tal conjuntura negativa evidenciada na década de 80 somente se alterou com as reformas realizadas durante a década de 90, as quais tiveram o objetivo de instalar um ambiente de estabilidade econômica no país e foram bem sucedidas. Verificamos que a década de 90 foi responsável pelas principais mudanças institucionais e de política monetária e fiscal no país, as quais se demonstraram acertadas em virtude da queda da taxa de inflação e, posteriormente, de juros praticados. Nesse sentido, a década apresentou-se como um período de alterações e ajustes na economia brasileira de tal maneira que a atividade do mercado imobiliário esteve muito aquém de seu potencial, sobretudo pelas altas taxas de juros praticadas no período as quais impunham uma situação onerosa ao setor em decorrência do mesmo apresentar alta dependência de elevadas quantias de capitais.

Todavia, as alterações e políticas promovidas durante a década de 90 foram as principais determinantes do comportamento favorável do crédito imobiliário nos últimos anos, principalmente, após a evolução das políticas monetária e fiscal no final da década de 90 e início dos anos 2000. Nesse sentido, a execução do Regime de Metas de Inflação (RMI) e a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) visaram melhorar a eficiência das políticas públicas (fiscais e monetárias), eliminando o entrave econômico que a má gestão implicava na atividade econômica e, por isso, tais ações, em direção ao aumento da qualidade fiscal das políticas públicas, tiveram como pano de fundo a evolução recente do quadro monetário e fiscal sendo acompanhadas do processo onde se atingiu certo grau de estabilidade e previsibilidade econômica inédita até então na história do país.

Entretanto, para a adoção do RMI fora consequência da alteração de política monetária do país em decorrência das restrições externas que se impuseram sobre o Brasil no final da década de 90, portanto, recorda-se que durante maior parte da década, inclusive na execução do Plano Real, utilizou-se do mecanismo de âncora cambial com relação à moeda americana juntamente com a prática de elevadas taxas de juros para o controle inflacionário no país. Em tal período e diante de elevadas taxas de juros praticadas, muitos setores da economia brasileira foram duramente abalados pela dificuldade de acesso aos recursos e do aumento da concorrência com as importações, entre eles, a construção civil e o financiamento imobiliário. Desse modo, com a alteração da política monetária como consequência da crise que atingiu o país no final dos anos 90 e resultou na forte desvalorização do real em 1999, a adoção do RMI implicou que as expectativas inflacionárias dos agentes passassem a serem controladas através do mecanismo de âncora nominal, política a qual tem sido executada no país pelo setor público deste então.

Por sua vez, a alteração da política monetária requereu, como contrapartida, a evolução da política fiscal, portanto, como resultado da adoção do RMI e da LRF, verificamos a diminuição das taxas de juros praticadas no país, além da queda do endividamento público no período recente. Tal movimento, foi benéfico à execução de projetos e investimento os quais, anteriormente, não eram viáveis em razão das elevadas taxas de juros no país e, dessa maneira, promoveu um crescimento da atividade econômica concomitantemente com o aumento da renda da população, queda do desemprego e aumento da distribuição de renda. Como consequência do adequado ambiente macroeconômico, o mercado imobiliário apresentou crescimento de sua atividade através do aumento de recursos disponíveis ao crédito imobiliário, da maior execução de projetos, capacidade creditícia dos agentes (empresas e mutuários), principalmente, em decorrência das menores taxas de juros e maiores prazos das operações de financiamentos, possibilitando maior acesso ao financiamento pela população e resultando no aumento da demanda e oferta de moradias.

Desse modo, o favorável ambiente econômico e a diminuição das taxas de juros nos financiamentos incentivam o aumento da construção e aquisição de habitações no país, especialmente, pelo setor ser altamente dependente de grandes quantias de capital. Nesse sentido, as políticas econômicas adotadas foram fundamentais para proporcionar um cenário favorável e que incentivasse o aumento de investimentos e da atividade econômica e, diante de tal observação, a análise das políticas que auxiliaram na constituição da atual conjuntura se

faz necessária, tendo em vista a relevância do período recente, caberá destaque a adoção do Regime de Metas de Inflação e da Lei de Responsabilidade Fiscal, tópico abordado no terceiro capítulo.

Diante do período recente, o mercado imobiliário demonstra estar em um processo de crescimento através do aumento da construção, aquisição e dos recursos disponíveis para financiamento de imóveis. Nos últimos anos, verifica-se o surgimento e crescimento de novas modalidades de captação de recursos para o setor e a estruturação de um novo sistema de financiamento a habitação no país, o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Desse modo, com objetivo de analisar a recente evolução do financiamento imobiliário e das novos instrumentos de captação para o setor, é essencial contextualizar os anos recentes da economia brasileira e o comportamento do crédito imobiliário no período juntamente da estruturação do novo sistema, pontos os quais serão abordados no quarto capítulo.

Com relação à bibliografia utilizada na elaboração do trabalho, no segundo capítulo, os trabalhos de ABECIP (2007), FERREIRA (2004), SOUSA (2006), ALVES (2005) e ROSSBACH (2005) nos permitiram considerar os principais aspectos do financiamento imobiliário no país no período anterior à década de 90, principalmente, da análise do desenvolvimento do mercado de crédito à habitação no país, seu respectivo crescimento com a criação do Sistema Financeiro de Habitação e seu comportamento associado à conjuntura macroeconômica através do comportamento das taxas de inflação e de juros no período, além das observações sobre as principais características do sistema habitacional estruturado no país, seus defeitos e qualidades.

Adicionalmente, no terceiro capítulo, os trabalhos de TAVARES (2004), SVENSSON (1997), SICSÚ (2002), MISHKIN (2000; 2004), LOUREIRO (2004) e DEBELLE (1997) indicaram a parte teórica das políticas monetárias e fiscais adotadas no país no final da década de 90, contextualizando as mesmas sob o ponto de vista da história econômica brasileira e/ou através das características econômicas presentes em economias em desenvolvimento, ademais da descrição da execução e implantação das políticas econômicas que o estudo se refere, as quais são o Regime de Metas de Inflação e a Lei de Responsabilidade Fiscal, principalmente.

A explanação acerca do comportamento da economia brasileira foi realizada através da pesquisa de indicadores relevantes na opinião do autor com base em material disponível em

diversas edições da revista Conjuntura Econômica (FGV), edições as quais disponibilizaram o contexto e principais fatos e comportamentos da economia nos anos recentes.

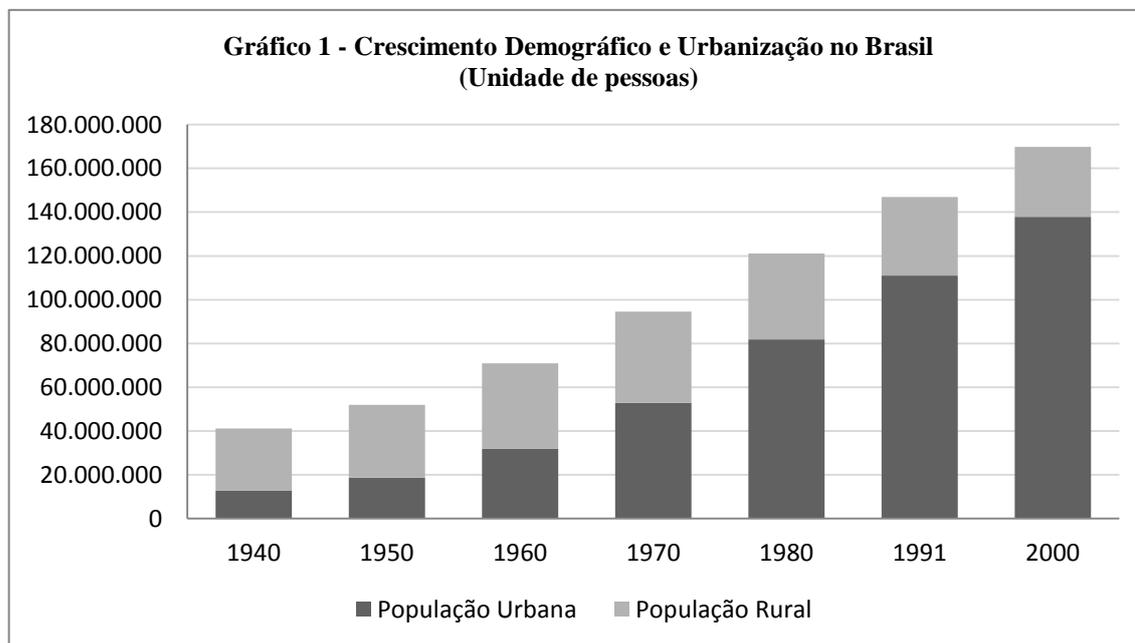
Por fim, no quarto capítulo, utilizaram-se, destacadamente, os trabalhos de BARROS (2009), CARNEIRO & GOLDFAJN (2000), LUQUE & SILVA (2004) e UQBAR (2011) como fonte da descrição do recente comportamento do mercado de crédito imobiliário no país, através do crescimento das tradicionais fontes de recursos e da estruturação de um novo recente sistema denominado Sistema de Financiamento Imobiliário, utilizando-se suas narrativas e conclusões, juntamente com os indicadores citadas, alguns os quais foram utilizados por este trabalho e atualizados para abrangerem até o ano de 2010.

2. FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO PAÍS ANTERIOR À DÉCADA DE 90

2.1 Indisponibilidade de recursos até a década de 60

A população brasileira passou por elevado e constante crescimento durante todo o século XX. Em 1900, o país contava com aproximadamente 18 milhões de habitantes, número que representava uma baixa densidade demográfica vigente na época e a qual se inverteu, posteriormente, com o decorrer do século através do elevado crescimento demográfico que o país apresentou nas décadas posteriores. Concomitantemente com o crescimento demográfico, também ocorreram alterações estruturais na localização da população no país a partir do início súbito e acelerado do processo de urbanização brasileiro, como exemplo, 36% da população viviam nas cidades em 1950 enquanto tal número era de 68% já na década de 80.

Dessa maneira, o crescimento e urbanização da população estiveram em acelerado processo de crescimento durante todo o século como pode ser visto através do gráfico 1.



Fonte: IBGE.

Diante do elevado crescimento da população e da evolução do processo de urbanização, aumentou-se na realidade social brasileira a necessidade de novas unidades habitacionais nas cidades do país e, conseqüentemente, demandou-se maior acesso ao financiamento imobiliário pela população e empresas de construção, acesso o qual era

praticamente inexistente no período, sendo, portanto, insuficiente para atender toda a demanda crescente por novas moradias da população.

Com tal insuficiência de recursos e a ausência de políticas do setor público para o setor nos anos anteriores a década de 60, a aquisição de um imóvel se dava, em sua grande maioria, através de recursos advindos das próprias famílias, com exceção de raras pessoas que detinham acesso a algum tipo de financiamento, os quais, na maioria das vezes, eram fornecidos pelas empresas públicas e/ou empresas privadas para seus funcionários. Nesse período, foram realizados alguns programas de financiamento habitacional pela Caixa Econômica Federal e Estaduais, entretanto, a maioria dos recursos eram oferecidos pelo setor público e a participação do setor privado era restringida, resultando na baixa capacidade e abrangência dos mesmos em atender a grande parte da demanda de financiamentos do país, evidenciando ainda mais os escassos recursos, a ausência de políticas públicas e da participação do setor privado.

Conjuntamente, a alta taxa de inflação do país na época também foi um agravante para determinar a indisponibilidade de recursos para a atividade imobiliária e outras, principalmente com relação ao desincentivo que mesma incidia sobre a poupança, já que as aplicações financeiras não contavam com nenhuma indexação e, dessa maneira, ofereciam taxas reais negativas aos investidores em tal época. Por sua vez, a caderneta de poupança, a qual, posterior à instituição do mecanismo de correção monetária, se tornaria em um popular instrumento de captação, não contava com a adesão de grande parte da população uma vez que os juros reais oferecidos eram ainda negativos, dessa maneira, diante da indisponibilidade de captações de recursos, principalmente de longo prazo, não havia nenhuma condição adequada para atender a grande demanda por financiamentos da crescente população urbana brasileira e, diante desse contexto, o elevado crescimento populacional e indisponibilidade de acesso a financiamentos resultaram no processo já conhecido da urbanização brasileira, a qual se caracterizou pela precariedade das habitações, desorganização, marginalização e elevado déficit habitacional.

Portanto, dada a ausência de próprios recursos ou de crédito para adquirir um imóvel, a maior fatia da população somente teve como alternativa a utilização de imóveis locados, aumentando a predominância de moradias de aluguel e o valor do mesmo na época e, diante de tal situação, a elevada inflação também corroía os rendimentos dos aluguéis com o decorrer do tempo, impactando também negativamente na oferta de moradias para locação,

gerando ainda maiores dificuldades de aquisição e locação de moradias, além de uma árdua situação habitacional no país, aumentando a exclusão e insatisfação entre a população na época.

No período, o campo político, tanto quanto o campo econômico, também fora marcado pela grande instabilidade no início dos anos 60. A queda do Presidente Jânio Quadros seguida da posse de João Goulart e do Golpe Militar em 1964 foram um obstáculo para qualquer atividade econômica em decorrência da instabilidade política e econômica, dessa maneira, o mercado imobiliário não ficou alheio à negativa influência negativa do período. Em meados da década de 60, diante da necessidade de alteração da situação do setor habitacional e da crescente insatisfação da população, as primeiras medidas em direção a estruturação de um sistema habitacional no país começaram a serem tomadas no início do governo militar com a criação do Sistema Financeira da Habitação (SFH) em 1964.

2.2 O SFH e as políticas de incentivos ao setor imobiliário na década de 60

O início do governo militar durante a década de 60 fora caracterizado pelo lançamento do Plano de Ação Econômica do Governou (PAEG) no campo econômico, o qual foi constituído por medidas econômicas e institucionais que procuraram estabelecer a estabilidade econômica e o controle da inflação, além da correção do déficit no balanço de pagamentos e a elevação dos investimentos no país. Portanto, para atingir tais objetivos, o novo governo estabeleceu algumas ações de redução do déficit público através da diminuição dos gastos correntes e do aumento da arrecadação. No âmbito da política monetária, a inflação fora diagnosticada como consequência da elevada expansão monetária praticada pelo setor público para seu próprio financiamento, assim, tendo em vista a grande necessidade do mesmo decorrente do elevado déficit público e da inexistência de um mercado de títulos públicos no país, algumas medidas foram tomadas na tentativa de alterar o modelo de financiamento do setor público, o qual era altamente dependente da expansão monetária na época. Desse modo, buscou-se incentivar o desenvolvimento das emissões de títulos públicas realizando o financiamento público através do endividamento em detrimento da expansão monetária.

Todavia, para que tal cenário de desenvolvimento do mercado de títulos públicos tivesse sucesso, fora necessário a existência de razoável volume de poupança privada no país

a qual deveria ser atraída para a emissão dos títulos do governo, entretanto, a situação encontrada no país era inversa e a dificuldade residia na ocorrência das altas taxas de inflação no país. Identificado o problema e dando seqüências às medidas que buscaram a estabilização, o setor público praticou, inicialmente, uma política monetária restritiva através do aumento da taxa de redesconto, do depósito compulsório e da diminuição do ritmo de expansão monetária, procurando controlar as taxas de inflação e influir sobre os investimentos. Dessa maneira, a opção adotada pelo plano governamental para o controle inflacionário foi a restrição monetária e creditícia de maneira gradual, ou seja, toleraram-se certos patamares inflacionários.

Adicionalmente, no início do governo militar, constatou-se que o problema habitacional e o descontentamento da população eram grandes problemas a serem enfrentados pelas autoridades, principalmente por implicarem no processo de crescimento da desigualdade, marginalização e do déficit habitacional. Diante dessa situação e na tentativa de alterar tal quadro negativo, foi elaborado o Plano Nacional da Habitação (PNH) e estruturado o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) em meados da década de 60, onde ambos tiveram como objetivo a estruturação de um sistema para o fornecimento de recursos ao financiamento da aquisição e construção imobiliária, especialmente para aos setores da classe média e baixa da população. Observa-se que os principais economistas articuladores da questão imobiliária dentro do governo foram Roberto Campos e Octávio Gouveia de Bulhões, ambos participantes na elaboração do PAEG o qual, por sua vez, continha o PNH.

Adiante tais medidas, o governo demonstrou a intenção de estruturar um marco institucional e regulatório para a atividade imobiliária tendo como característica em sua estrutura a utilização de recursos públicos na sua maioria. Do mesmo modo, criou-se, juntamente com a estruturação do SFH, o Banco Nacional da Habitação (BNH) através da Lei 4.380/64, instituição a qual tinha como atributo a orientação ao crédito imobiliário por meio da realização de financiamentos para a aquisição de imóveis no país. Ainda em 1964, foram criadas as Companhias de Crédito Imobiliário e o Serviço de Habitação e Urbanismo, ambos para prestarem auxílios e promover o desenvolvimento do crédito e da atividade imobiliária no país.

Assim, a criação do BNH teve como objetivo o oferecimento de incentivos ao mercado imobiliário conjuntamente com a promoção da poupança no país, além de buscar atrair o mercado privado e realizar a regulação das condições dos financiamentos do SFH

como as garantias, prazo e taxas exercidas no sistema. Contudo, apesar de tais incentivo, a participação da iniciativa privada se delimitou a execução das construções imobiliárias em frente ao *funding* direcionado e oferecido ao setor maioritariamente encarregado pelo setor público.

Com relação à participação do setor público e privado no SFH, inicialmente verifica-se que houve certo receio do setor público de que os novos incentivos criados para a captação de recursos que, por sua vez, teriam direcionamento para o setor imobiliário, afetassem negativamente a captação dos títulos da dívida pública, paralelamente, o setor privado também deteve certa desconfiança inicial com relação às medidas do governo no que diz respeito à aquisição dos títulos criados ou na execução de empreendimento, entretanto, apesar da situação inicial, ambos os comportamentos dos agentes se alteraram com o decorrer do tempo.

Ainda diante da necessidade de recursos para o aumento do estoque disponíveis ao financiamento de diversas atividades econômicas, o governo criou o Fundo Garantidor do Tempo de Serviço (FGTS) através da Lei 8.036/66, o qual foi constituído com os recursos captados compulsoriamente dos salários dos trabalhadores e depositados junto a Caixa Econômica Federal, a qual fora o agente operador dos recursos arrecadados que detinham direcionamento ao financiamento à habitação, saneamento e infraestrutura.

Dessa maneira, a princípio, o alcance das políticas do SFH, especificamente, à atuação do BNH, foi bastante tímida em decorrência da disponibilidade de escassos recursos e projetos executados, dessa maneira, tal situação somente alterou-se a partir do momento que a gestão dos recursos arrecadados por meio do FGTS ficou a cargo do BNH em 1966, sendo que, a partir de então, as atividades desenvolvidas pelo Banco cresceram e ganharam relevância.

Observa-se que, na constituição do SFH, o mesmo fora estruturado tendo como seus agentes operadores o BNH e as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI). No caso, a SCI detinha a possibilidade de captar recursos junto à população através da caderneta de poupança e das letras hipotecárias, além de contar com os recursos repassados pelo BNH. O BNH, por sua vez, utilizava-se dos recursos geridos do FGTS para o financiamento dos projetos via aquisições diretas ou indiretas, através do repasse dos recursos para a SCI.

No início da década de 60, era muito grande a dificuldade em captar recursos, seja pelas empresas privadas ou pelo governo, deste modo, os títulos públicos e outros instrumentos não eram populares junto à população em decorrência da elevada inflação experimentada pelo país na época a qual implicava em remuneração negativa aos aplicadores dos instrumentos financeiros. Portanto, para que a inflação não desequilibrasse o sistema financeiro do SFH através da corrosão dos valores e para atração dos agentes superavitários, o governo instituiu a correção monetária no país e a indexação dos contratos na tentativa de aumentar o incentivo da poupança e investimento privado, os quais até então foram escassos em virtude da corrosão dos valores pela alta inflação e da inexistência de instrumentos que oferecessem rentabilidade indexada a um índice de preços e, por isso, rentabilidade real positiva. Desse modo, com a viabilidade de atração de recursos, em decorrência da correção monetária, presenciou-se o crescimento efetivo do financiamento no país através do aumento da poupança da população, a qual se traduzia na maior disponibilidade recursos que poderiam ser oferecidos para os financiamentos, sobretudo no mercado imobiliário.

Diante de tal constatação, evidencia-se que a caderneta de poupança não era uma alternativa rentável e atraente até a instituição da correção monetária em virtude que o patamar inflacionário presente no país desestimulava o crescimento da poupança entre a população na época e, conseqüentemente, prejudicava os investimentos e financiamentos de tal modo que, para incentivar o aumento da mesma, fora necessário que se protegesse o poupador da alta de preços nas aplicações financeiras e no sistema tributário, possibilitando reajustes dos valores através da utilização de um índice indexador, fundado, desse modo, na taxa inflacionária.

Na prática, a correção monetária consistiu na implantação de ajustes financeiros com o objetivo de atualizar o valor financeiro objeto para novos valores tendo como base que o reajuste praticado fosse estipulado na inflação do período passado com o propósito de recuperar a perda de valor decorrente do processo inflacionário, assim, tal medida, quando adotada, resultou na atração aos instrumentos financeiros e no crescimento do mercado de títulos públicos, observando-se que as dívidas emitidas pelo setor público também passaram a serem corrigidas na época. Adicionalmente, a indexação foi utilizada para atualização das cadernetas de poupança, letras hipotecárias e no FGTS, constituindo, portanto, um mecanismo importante para a atração de recursos para os instrumentos financeiros do país.

Nesse cenário, o mercado de títulos públicos se mostraria em um importante instrumento de captação de recursos para o governo, além de ser uma alternativa não inflacionária e de possibilitar a execução de políticas monetárias por meio de operações de mercado aberto, objetivos buscados pelo governo militar. Desse modo, o governo começou a emitir títulos com correção monetária como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) que ofereciam remuneração ajustada pela inflação, representando um positivo passo em direção ao fortalecimento do mercado de títulos públicos e financeiros no país. Logo, o setor público começou a deter a possibilidade de captação de recursos privados e alterou a maneira de financiamento do déficit público, o qual passou a ser financiado totalmente por títulos públicos a partir de 1969.

A poupança, a qual não era um instrumento atrativo até então, passou a sê-lo após a instituição da indexação e a correção monetária foi uma maneira de atacar o problema da inexistência de financiamento de longo prazo incentivando os agentes superavitários a aplicarem seus recursos mesmo na ocorrência das elevadas taxas de inflação na época. Devido às taxas inflacionárias do período, tal mecanismo fora o único encontrado para incentivar as aplicações, poupança e aumentar a previsibilidade econômica restringida a qual impactava negativamente na atividade econômica e nas atividades dependentes de recursos de longo prazo, principalmente.

Destaca-se a importância da instituição da correção monetária, principalmente, porque após a adoção de tal instrumento, a caderneta de poupança se tornou em um produto muito popular entre a população, situação que ainda é presenciada nos dias de hoje. Na época, os depósitos em poupança foram lançados através do Fundo de Promoção da Poupança que contou com grande participação popular e rápida evolução, destacando-se no Sistema Financeiro Nacional e tornando-se um instrumento de captação de baixo custo com grande direcionamento e importância ao financiamento habitacional.

No biênio 1967/68 constituiu-se o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) composto pelas Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimos, Caixas Econômicas Estaduais, Caixa Econômica Federal e os Bancos Múltiplos. Portanto, a característica do sistema teve seu pilar na captação de recursos através da poupança com o direcionamento de usos dos mesmos estipulados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e acompanhamento realizado pelo Banco Central.

Assim, com o sucesso da caderneta de poupança e com a alta receptividade dos instrumentos indexados, conquistou-se para o SFH milhões de pessoas que procuravam por proteção contra o aumento de preços, deste modo, as cadernetas permitiram o crescimento da disponibilidade de recursos e dos financiamentos imobiliários na época. Como tal instrumento de captação foi lançado após a criação do FGTS, os recursos advindos das cadernetas somente passaram a ser majoritária na composição do financiamento imobiliário do país a partir da década de 70, entretanto, mesmo no início de sua atividade, a caderneta apresentou importante papel para o fornecimento de recursos.

Portanto, entre 1966 e o início da década de 70, ocorre um expressivo aumento das fontes de recursos disponíveis para financiamento habitacional que detinham suas origens principais nos recursos advindos do FGTS, caderneta de poupança e letras imobiliárias. Inicialmente, o governo acreditava que as Letras Imobiliárias seriam o mecanismo de captação que melhor se adaptaria às condições da economia brasileira e, por isso, teriam grande aceitação do público, além de serem garantidas pelo BNH. Contudo, os recursos captados junto ao FGTS e poupança se destacaram e cresceram rapidamente no período, deixando as Letras Imobiliárias em segundo plano.

No início, a remuneração da poupança incidia sob o prazo de carência de 180 dias, todavia, o mesmo fora alterado até oferecer prazos cada vez menores como consequência da competição com outros instrumentos de investimento. Desse modo, a diminuição dos prazos de carência implicou no aumento do descasamento entre o passivo e ativo das instituições financeiras, principalmente, porque grande parte dos recursos fora direcionada ao financiamento imobiliário que tem por característica operações de longo prazo. Ou seja, o descasamento entre os prazos configura-se desde o início da utilização dos recursos da poupança, sendo que tal desequilíbrio foi sendo administrado conforme os anos.

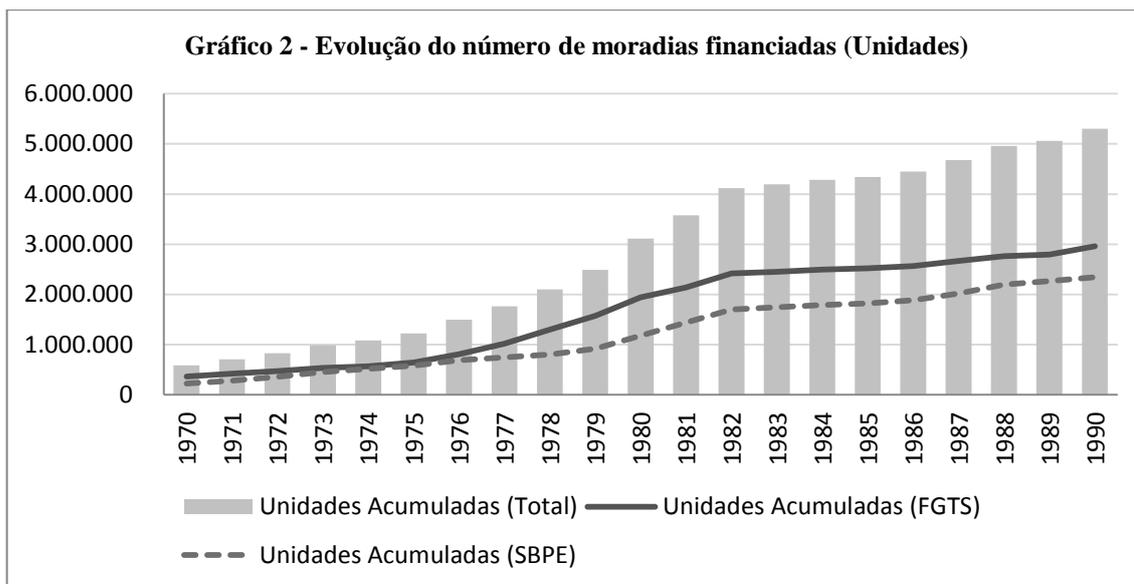
Por sua vez, os contratos de financiamento imobiliário do SFH contavam, inicialmente, com indexadores baseados na variação do salário mínimo, entretanto, posteriormente, alterou-se o mecanismo e adotou-se a denominada Unidade Padrão de Capital (UPC). A UPC, como indexador, acompanhava os índices da ORTN, tendo por objetivo a manutenção em equilíbrio dos contratos habitacionais. Ressalta-se que, posteriormente, a mesma deixou de acompanhar os índices de inflação e, por isso, foi perdendo utilidade como indexador e deixou de ser utilizada. No entanto, com a adoção da UPC como indexador das dívidas instalou-se um desequilíbrio no sistema habitacional pois as prestações dos

financiamentos continuaram a serem reajustadas pela variação no salário mínimo enquanto os saldos eram reajustados pelo novo indexador. Por isso, era comum que, ao final dos contratos de financiamentos, existissem saldos residuais em decorrência das divergências existentes entre a correção dos saldos e das parcelas necessitando que, para a quitação de todo o valor, fosse instituído, a partir de 1967, um prazo adicional aos mutuários. Dessa maneira, a instituição de um prazo adicional representou um motivo de insegurança aos mutuários e para a instituição financiadora, já que ambos estavam submetidos ao risco de que tais resíduos fossem inadimplidos.

Adicionalmente, o desequilíbrio dos ativos e passivos do sistema demandou a instituição do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), o qual garantiu um limite de prazo para a amortização dos mutuários, proporcionando maior segurança para credores, devedores e honrando os pagamentos dos contratos que possuíssem saldos residuais. Lembra-se que para optar pela cobertura do fundo era necessário o pagamento de um prêmio, contudo, a constituição do mesmo se deu, inicialmente, com um aporte financeiro do BNH e, posteriormente, com os recursos arrecadados através dos recursos advindos dos contratos que optavam pela cobertura do mesmo. Entretanto, ainda em 1969, alterou-se mais uma vez o mecanismo de cobertura garantindo aos mutuários que, após a última parcela de amortização, não haveria mais nenhuma cobrança, decisão que futuramente se demonstraria altamente dispendiosa ao Tesouro Nacional. Deste modo, a criação do FCVS foi derivada da busca do equilíbrio dos reajustes e, a partir de sua instituição, as prestações passaram a ser corrigidas pela variação do salário mínimo.

2.3 Comportamento do mercado imobiliário entre as décadas de 70 e 80

As medidas tomadas a partir de meados da década de 60 em direção ao incentivo do crédito imobiliário estruturaram o sistema e o mercado imobiliário no país pela primeira vez. As alterações foram amplas e extremamente exitosas sob o ponto de vista do desenvolvimento do setor. Assim, até o final da década de 70, a evolução dos financiamentos apresentou elevado crescimento, principalmente tendo como base a volumosa captação de recursos através da caderneta de poupança e do FGTS, os quais possibilitaram o financiamento de grande número de habitações no período, atingindo a quantidade próxima a 1,4 milhões de moradias em 1975. Tal evolução pode ser evidenciada através do gráfico 2:



Fonte: Banco Central, ABECIP e CAIXA. Elaboração: ABECIP.

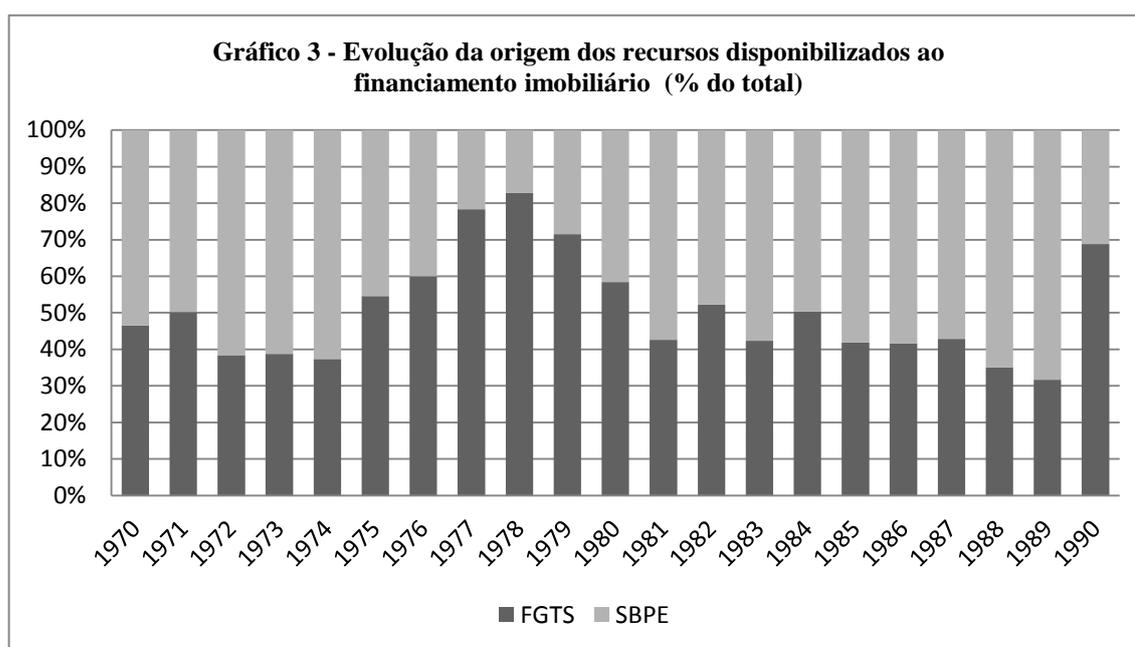
As elevadas taxas de crescimento do mercado imobiliário na década de 70 estiveram associadas ao comportamento da economia brasileira, a qual também apresentou taxas de crescimento nos anos conhecidos como milagre econômico brasileiro. No contexto externo da década de 70, o mundo apresentava forte expansão e a economia brasileira demonstrou crescimento do poder de compra dos salários e da renda da população. Em tais anos, foram realizados elevados investimentos externos no país e as obras de infraestrutura ampliaram o parque industrial gerando empregos.

O ciclo de crescimento se traduziu em crescimento dos salários e, com a relativa estabilidade inflacionária em comparação com os números dos anos 80, favoreceu a atividade do mercado habitacional, sobretudo, pelo crescimento da renda do mutuário e da maior disponibilidade de recursos ofertados para os financiamentos. Logo, a expansão imobiliária acompanhou a tendência macroeconômica e apresentou altas taxas de expansão na década de 70, principalmente após 1975, permitindo o acesso do crédito habitacional para inúmeras pessoas que, anteriormente, eram excluídas do mercado de financiamento. Nesse sentido, a classe média foi a que mais se beneficiou da conjuntura econômica por ter maiores condições de acesso ao SBPE, sendo que a população mais pobre ainda continuou excluída do sistema.

A situação econômica favorável implicou, nos primeiros 15 anos do SFH, em financiamentos para aproximadamente 2,5 milhões de habitações, ou seja, um valor vinte vezes superior à quantidade de unidades financiada nos 30 anos anteriores ao sistema. Deste modo, a fase compreendida entre 1966 até o final da década de 70 representou a alta expansão

da moradia e, conseqüentemente, da redução do valor do aluguel, possibilitando maiores acessos à habitação por parte da população decorrente do aumento da oferta habitacional através do SFH. Portanto, os êxitos do Sistema Financeiro de Habitação, do Banco Nacional da Habitação, das mudanças institucionais e políticas praticadas propiciaram o auge do SFH durante a década de 70.

No período, a sustentação dos recursos vinha das captações da poupança, FGTS e das letras imobiliárias, com ênfase no sucesso das cadernetas de poupança que permitiriam a popularização do acesso ao crédito imobiliário na época. Entretanto, as participações de tais fontes de recursos no financiamento imobiliário alteraram-se com o decorrer do tempo, de outro modo, é possível destacar o crescimento dos recursos obtidos através do FGTS no final da década de 70 e, posteriormente, o retorno da predominância das cadernetas de poupança como principal instrumento de captação (gráfico 3).



Fonte: Banco Central, ABECIP e CAIXA. Elaboração: ABECIP.

Concomitantemente com a década de 70, a qual apresentou alto crescimento do mercado de crédito imobiliário, também se deu início ao processo de declínio do mesmo, principalmente como consequência das políticas adotadas pelo governo para enfrentar o aumento do custo do petróleo e para ajustar o desequilíbrio proporcionado pelo o endividamento externo do país.

No final da década, diante das dificuldades do cenário externo, da necessidade de ajuste na economia brasileira, da elevada dívida externa do país e, principalmente, das turbulências econômicas derivadas do segundo choque do petróleo e da elevação da taxa de juros dos títulos americanos, a conjuntura econômica do país se inverteu e as atividades econômicas foram afetadas negativamente. A elevação dos juros norte americanos para aproximadamente 20% ao ano, na tentativa de conter a inflação americana, resultou na saída de capitais no país e na súbita inexistência de fluxo de capital para financiamento do déficit brasileiro. Sem alternativas, o governo foi obrigado a realizar ajuste drástico na economia, implicando em queda da atividade econômica, de investimentos e aumento da incerteza, tendo as consequências de tal cenário como o plano de fundo do declínio do mercado imobiliário durante os anos 80.

2.4 O declínio do financiamento imobiliário na década de 80

A elevação da taxa de juros dos títulos americanos teve como consequência a elevada crise de liquidez mundial que atingiu, principalmente, os países que mais se beneficiaram da elevada liquidez internacional existente durante a década de 70, como o Brasil. O país havia aumentado demasiadamente sua dívida externa como consequência da política econômica adotada nas premissas da implantação do II PND e, por isso, não contatava com equilíbrio fiscal e reservas internacionais. Assim, diante da queda do financiamento externo, o governo se viu em dificuldades na obtenção de financiamento externo e não teve alternativa a não ser a diminuição da necessidade de financiamento internacional do país. Com isso, buscou incentivar as exportações, diminuir a demanda interna, reduzir as despesas e aumentar a arrecadação, todavia, as políticas restritivas implantadas não tiveram grande impacto sobre a inflação, contrariamente, a elevada saída de capitais promoveu a desvalorização do real, a qual, por sua vez, implicou no aumento das taxas de inflação.

Pode-se afirmar que até os anos 80, o programa habitacional brasileiro havia apresentado elevado crescimento e relevância, chegando a atingir aproximadamente 3 milhões de unidades financiadas até a data. Contudo, com a crise econômica interna e externa, a política habitacional alterou sua trajetória e começou a apresentar queda no número de financiamentos. A inflação começou a acelerar-se e a fugir do controle da política monetária, resultando no aumento da inadimplência dos financiamentos através da diminuição da renda dos mutuários e, por isso, impactando negativamente as instituições financeiras.

O ajuste econômico executado, em decorrência das circunstâncias econômicas, demandou que o setor público fosse capaz de equilibrar o orçamento fiscal e a taxa de câmbio. Logo, com a não ocorrência de ambos os fatores, o processo inflacionário encrudesceu e deixou milhões de pessoas desempregadas e sem renda. A aceleração inflacionária da década também aumentou a divergência entre os valores atualizados da dívida e das prestações pagas pelos mutuários, resultando em elevados saldos residuais dos contratos. Inicialmente, o FCVS cobriu tais saldos residuais conforme fora programado, entretanto, os valores aumentaram no decorrer do tempo e mecanismo não foi capaz de absorver a grande quantidade de resíduos das dívidas, necessitando que tais valores fossem absorvidos pelo Tesouro Nacional.

Com a queda da atividade econômica, a atividade imobiliária foi utilizada como instrumento anticíclico na tentativa de estimular o crescimento econômico e enfrentar a recessão que atingia o país. Na mesma época, o estabelecimento da prefixação da correção monetária incentivou o aumento da quantidade de mutuários e empresários na compra de imóveis, aumentando o endividamento privado. Adicionalmente, a prefixação atuou como um tabelamento dos juros no mercado de crédito e um subsídio aos tomadores de empréstimos, os quais, foram financiados através dos credores da caderneta de poupança e do FGTS e, assim, muitos credores tornaram-se devedores decorrentes do incentivo, aumentando ainda mais a especulação, diminuindo os recursos do FGTS e proporcionando aumento na inflação corrente e de ativos reais. Após o desencadear da situação, o governo elevou os juros e reabilitou o mecanismo da correção monetária sem prefixação em 1981.

Na época, a situação econômica brasileira era de desemprego, recessão e altas taxas de inflação, onde tal cenário revertia-se desfavoravelmente ao crédito imobiliário. A turbulência econômica, queda do mercado imobiliário e aumento drástico da inadimplência fizeram com que o governo buscasse regulamentar o setor de crédito imobiliário na tentativa de conter o descompasso entre a correção monetária dos saldos devedores e a renda dos mutuários, já que as prestações dos contratos do SFH eram corrigidas trimestralmente enquanto os reajustes salariais dos trabalhadores ocorriam uma única vez ao ano.

Observa-se que como proteção do sistema de financiamento, o próprio BNH oferecia aos mutuários o PES (Plano de Equivalência Salarial) que consistia na tentativa de equilibrar o saldo devedor com a renda dos mutuários. Porém, os desequilíbrios entre o saldo da dívida e as prestações resultaram em um aumento dos índices de inadimplência, atingindo 25% dos mutuários (atrasos maiores três prestações) já em 1985.

Dessa maneira, o equilíbrio e adequado funcionamento do SFH manteve-se somente até os anos em que as taxas de inflação eram de aproximadamente 45% ao ano e, a partir do momento que as taxas ultrapassaram os 100% ao ano, já não fora mais viável a sustentação do sistema como consequência do aumento do desequilíbrio financeiro. Entre 1984 e 1988, muitas associações de poupança e empréstimo deixaram de captar recursos e sociedades de crédito imobiliário encerraram suas atividades, consequências da influência negativa da atividade econômica, crise do setor imobiliário e do aumento da inadimplência.

Diante do impopular aumento da inadimplência, o governo procurou adotar medidas buscando auxiliar os devedores, contudo, tais medidas prejudicaram os poupadores e credores, descaracterizando o mecanismo do sistema que até então havia sido executado. Ou seja, com o favorecimento dos mutuários, os credores foram obrigados a conceder empréstimos subsidiados e que provavelmente seriam inadimplidos no futuro, gerando assim, um desestímulo em se tornar credor e um conflito entre os agentes do sistema, além do impacto na diminuição do fornecimento de crédito e na insolvência do próprio sistema.

Neste cenário, foi implantada, no Governo Sarney, uma política para socorrer os devedores em dificuldades, política a qual fora financiada, em grande parte, através de emissão monetária e que resultou em maiores taxas de inflação. Como a crise do crédito imobiliário afetava diretamente a população e o governo era atingido diretamente em virtude do descontentamento público, o setor público procurou adotar de medidas que sinalizassem o comprometimento do governo com a situação, assim, o BNH foi extinto e o Plano Cruzado foi implantado no final da década de 80.

Deste modo, a década de 80 foi marcada pelos problemas que surgiram no âmbito do financiamento imobiliário decorrentes da elevação do desemprego e da inflação no país. Com a queda do crédito, o governo tentou fornecer subsídios buscando reativar, sem sucesso, o sistema. Ainda no final da década, as altas taxas de inadimplência resultaram em elevados prejuízos e, adicionalmente, o precário sistema jurídico não correspondeu às expectativas dos agentes. Diante da má década do setor imobiliário, houve um aumento do déficit habitacional pela diminuição da atividade do mercado imobiliário, mesmo com queda da taxa de crescimento da população.

Não obstante, no início do SFH houve elevado e rápido crescimento do número de unidades habitacionais financiadas, situação que se inverteu no período de declínio do

sistema, assim, a retração do montante financiado resultou na diminuição da participação dos financiamentos do SFH no total de unidades produzidas.

Portanto, o SFH passou por diferentes momentos econômicos, acompanhando as distintas situações econômicas da economia do país no período anterior à década de 90. Da experiência do sistema, após o seu auge e declínio, evidencia-se que o ambiente econômico foi extremamente determinante da atividade e relevância do SFH e da atividade imobiliária no país, tendo a elevada inflação e as políticas que alteraram seu mecanismo na década de 80 como os principais responsáveis pelo declínio do sistema. Deste modo, ao final da década 80, o SFH estava em ruínas e a conjuntura econômica do país não propiciaria a retomada do setor tão cedo.

Contudo, durante as décadas de 70 e 80, ressalta-se que a instituição da correção monetária, ainda na década de 60, possibilitou a atração de recursos para operações de maiores prazos, permitindo a captação através da poupança e a expansão do crédito imobiliário. Entretanto, a aceleração da inflação nos anos 80 fez com que a elevada inflação resultasse na queda dos salários reais dos mutuários, além de aumentar o descasamento entre os reajustes salariais e dos saldos devedores dos financiamentos. Portanto, o descasamento entre o reajuste do saldo devedor (trimestral) e das prestações (anual) aumentou significativamente, elevando o número de inadimplência do setor em decorrência da incapacidade do devedor em quitar todo o saldo residual.

Além do aumento da inadimplência, o crescimento dos saldos residuais dos contratos implicou no aumento das contestações judiciais sobre os mesmos, resultando no estabelecimento, a partir do final de 1984, de regulações onde os saldos devedores passaram a ser reajustados através da variação salarial da categoria profissional na qual o mutuário era integrante, mecanismo que ficou conhecido como Plano de Equivalência Salarial por Categoria Profissional (PES/CP).

As dificuldades do SFH elevaram-se enormemente durante a década de 80 e a contínua aceleração inflacionária fez com que o governo buscasse controlar os salários, aumentando a instabilidade do sistema e dificultando ainda mais os contratos de longo prazo. O crescimento do desequilíbrio financeiro do sistema, principalmente decorrentes dos descasamentos dos reajustes salariais e dos saldos devedores, implicou na adoção de diferentes índices de reajustes dos valores, entretanto, o saldo residual manteve-se sendo

quitado pelo FCVS - para os contratos com cobertura - aumentando o rombo financeiro. Da mesma maneira, os Planos Econômicos adotados no final da década de 80 e início de 90 foram ainda mais desestabilizadores para o adequado funcionamento do SFH.

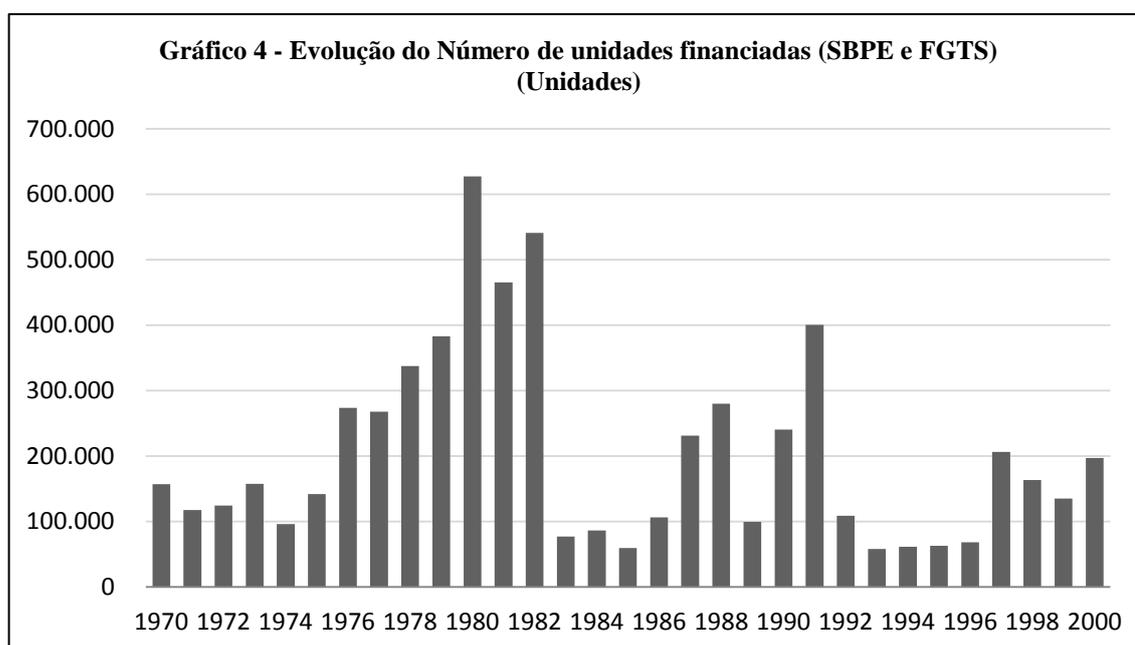
3. A ECONOMIA BRASILEIRA: OS ANOS 90 E 2000

Os desdobramentos macroeconômicos que atingiram negativamente o mercado de crédito imobiliário na década de 80 influenciaram na manutenção da estagnação do crédito e de operações efetuadas durante os anos 90, evidenciando as dificuldades do SFH como modelo de financiamento habitacional no país e a necessidade do desenvolvimento de outras políticas para o setor habitacional, como a reestruturação de um novo sistema de financiamento.

O número de unidades financiadas pelo SFH diminuiu drasticamente desde o início da década de 80, como pode ser observado através do gráfico 4. A queda do número de financiamento contrasta com a elevada quantidade que o sistema havia financiado na década de 70, demonstrando as dificuldades encontradas na nova situação econômica do país que impactaram negativamente na oferta de crédito imobiliário. Dentro dos fatores macroeconômicos que atingiram o setor, a aceleração inflacionária no final dos anos 80 é um dos fatores de maior importância para se explicar a queda do financiamento imobiliário. A elevação generalizada dos preços fez com que a rentabilidade da caderneta de poupança se tornasse negativa, dificultando o aumento do estoque de poupança até a reversão do processo inflacionário. Além do desincentivo inflacionário que se elevou na década de 80, os aplicadores também foram impactados com as medidas tomadas pelo Plano Collor no início da década de 90, onde as aplicações ficaram bloqueadas na tentativa de se controlar a inflação através da diminuição da liquidez monetária.

Dada à situação de dificuldades do SFH que se demonstraram os anos 80 e 90, evidenciou-se a necessidade de elaboração de sistema mais flexível, o qual estivesse intrinsecamente relacionado a um elevado grau de garantia aos aplicadores dos recursos e a permissão de flexibilidade na elaboração de contratos, além da estabilidade econômica necessária para o desenvolvimento de qualquer atividade econômica, especialmente, o financiamento habitacional. Assim, o desestímulo imposto no mercado de crédito imobiliário somente alterou-se, principalmente, com a estabilidade econômica com a execução do Plano Real em meados da década de 90 e, posteriormente, com a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) no final da mesma década.

No âmbito das políticas econômicas executadas, o Plano Real teve como característica a realização de uma política monetária restritiva através das elevadas taxas de juros. Tal cenário de restrição monetária não foi favorável, inicialmente, ao mercado de financiamentos já que era possível a obtenção de elevadas taxas de rentabilidade através de aplicação dos recursos em títulos públicos e/ou renda fixa, em contrapartida dos investimentos imobiliários e outras atividades que demandavam grande quantidade de capital e poupança. Diante dessa situação, as cadernetas de poupança sofreram elevada concorrência com outras modalidades de instrumentos financeiros, especialmente, dos fundos de investimento em renda fixa.



Fonte: BACEN, ABECIP, CAIXA e CBIC.

Entretanto, como as instituições financeiras autorizadas a captar recursos através da caderneta necessitam, decorrente da legislação vigente, direcionar parte dos recursos captados ao financiamento imobiliário, as elevadas taxas de juros praticadas durante a década de 90 beneficiaram as captações de recursos através de outros instrumentos, desfavorecendo as aplicações na caderneta de poupança e, portanto, diminuindo o direcionamento dos recursos ao financiamento imobiliário. Como resultado do baixo crescimento das aplicações na caderneta, o crédito imobiliário não cresceu no período em que as taxas de juros estavam elevadas. Assim, dada a conjuntura de redução do estoque financeiro da poupança e perda da competitividade da mesma frente aos outros instrumentos, o crédito imobiliário direcionado pelas instituições financeiras também demonstrou baixas quantidades durante a década de 90.

Adicionalmente, a década de 90 apresentou elevadas taxas de inadimplência e juntamente com as altas taxas de juros praticadas, representaram desestímulos para que as instituições financeiras aumentassem sua participação do mercado imobiliário nas operações de crédito. Tal situação fez com que as incorporadoras se tornassem as principais responsáveis pelo financiamento de seus clientes e, como tal ação desvia recursos do capital das empresas para o financiamento de suas vendas, a construção de imóveis se viu ainda com menores recursos, pois, no caso em que os incorporadores e construtores não necessitassem financiar seus clientes, o capital poderia ser utilizado na execução da construção, sua principal especialidade.

Após a estabilização da década de 90, um dos principais condicionadores do financiamento imobiliário foi a elevada taxa de juros vigente, que além de reduzir o incentivo a expansão do crédito por meio de instrumentos de financiamento, também implicou na elevação da Taxa Referencial (TR). A Taxa Referencial, por sua vez, é utilizada para a atualização dos saldos devedores de grande parte dos financiamentos imobiliários, sendo que as elevadas taxas que permaneceram até 1999 implicaram em saldos devedores superiores ao valor dos imóveis dentro de alguns contratos de financiamento.

Desse modo, a década de 90 pode ser caracterizada pelas reformas econômicas e institucionais do país, resultando em um período de ajuste na conjuntura e estabilidade macroeconômica. Na política monetária, inicialmente, o governo procurou adotar o mecanismo de âncora cambial em relação à moeda americana e no final de década, em virtude das restrições no mercado externo, alterou-se a política com a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI). Com relação à política fiscal, também se evidencia a melhoria no financiamento público e maior equilíbrio fiscal, principalmente após a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

Portanto, além da destacada a melhoria da estabilidade econômica nas últimas décadas, como decorrência principal do aumento da qualidade das políticas monetárias e fiscais executadas, sobretudo o RMI e LRF, também houve políticas direcionadas especificamente ao setor imobiliário, como a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Em virtude das quedas do número de financiamentos iniciada na década de 80 e mantida durante a década de 90, buscou-se desenvolver um novo sistema de financiamento da habitação no país, portanto, em 1997 instituiu-se o SFI, dentro outros pontos, através da criação de novos mecanismos de captação de recursos, das Companhias

Securitizadoras e do estabelecimento de novas garantias, como a instituição do regime de alienação fiduciária de bem imóvel. Por sua vez, com a criação das securitizadoras, autoriza-se a emissão de um novo título mobiliário com lastro imobiliário, denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Juntamente com a instituição do SFI, autorizam-se novos mecanismos que foram adotados com o objetivo estruturar um novo marco regulatório do mercado de financiamento imobiliário no país, incentivando uma nova fase do setor que teve início no final da década de 90.

A economia brasileira passou a incentivar investimentos de longo prazo, como consequência da maior previsibilidade econômica, tornando-se menos arriscada e insegura. Assim, a recente situação favorece o desenvolvimento do mercado de capitais e tal movimento evidencia-se através do aumento das operações de créditos, prazos e queda das taxas de juros das operações. Adicionalmente, a tendência de queda das taxas de juros proporciona a expansão da disponibilidade de recursos para as atividades econômicas. Portanto, destaca-se a melhoria do quadro macroeconômico brasileiro, favorecendo o desenvolvimento das atividades econômicas e, dada tal constatação, enfatiza-se a evolução das políticas fiscais e monetárias executadas pelo setor público, principalmente do Plano Real e, posteriormente, com a adoção do RMI e LRF recentemente, ambos os quais são grandes responsáveis pela favorável situação econômica apresentava nos últimos anos.

3.1 Regime de Metas de Inflação (*inflation targeting*)

O Regime de Metas de Inflação (RMI) é o regime atual de execução da política monetária brasileira e é uma política monetária relativamente recente adotada pelos países no mundo. No Brasil, o regime teve início em 1999, porém, o primeiro país a executá-lo foi a Nova Zelândia ainda no início dos anos 90, sendo seguida por outros países que posteriormente adotaram o modelo durante a década de 90 e anteriormente ao Brasil.

O alicerce teórico do RMI está calcado na presunção de que a política monetária mais eficiente para promover o crescimento econômico é a estabilidade macroeconômica, principalmente dos índices de preços. Diante dessa visão, uma política de expansão monetária não é um instrumento eficiente para se aumentar a atividade econômica e, conseqüentemente,

reduzir o desemprego, pois possuem como consequência o aumento das taxas de inflação. Nesse sentido, a mesma não possui capacidade de influenciar as variáveis reais da economia e, segundo tal entendimento, a execução de uma política monetária expansionista teria como resultados, exclusivamente, o aumento dos preços.

Tal compreensão apoia-se na hipótese da existência da taxa natural de desemprego, ou seja, na inexistência do trade-off entre inflação e desemprego, conhecido como Curva de Phillips e no viés-inflacionário. O viés-inflacionário é um conceito que traduz a tendência que os governos possuem de procurar alterar as variáveis macroeconômicas, como aumentar o produto e reduzir o desemprego via expansão da política monetária, a qual possui como resultado o aumento das taxas de inflação. Em outras palavras, não é possível diminuir o desemprego através da expansão monetária a qual, por sua vez, é inflacionária e, dada uma situação da prática expansionista, a política monetária determinaria efeitos nominais de curto prazo que implicariam em inflação permanente, como afirmam Robert Lucas, David Gordon e outros.

Portanto, para a corrente de pensamento econômico que sustenta tal posição, a ineficácia da política monetária expansionista é o principal argumento para a execução de um regime onde a mesma esteja controlada e onde tal ambiente seja adequado para o crescimento econômico sustentável como consequência da estabilidade econômica e das variáveis monetárias. Deste modo, um sistema como o RMI seria responsável por solucionar a dificuldade do processo de inconsistência intertemporal e, conseqüentemente, do viés-inflacionário. Em outras palavras, a diminuição das expansões monetárias propiciaria um ambiente econômico favorável para o crescimento (Svensson, 1997).

Em contrapartida, diferentes autores sustentam que são possíveis alterações nas variáveis reais da economia através da política monetária e, portanto, concluem que a mesma deve ser utilizada para tais fins, especialmente, para a diminuição da taxa de desemprego e aumento da atividade econômica. Tal sustentação é uma defesa do modelo simplificado pela Curva de Phillips, ou seja, da existência do *trade-off* entre inflação e desemprego e, deste modo, são avessos aos pilares de sustentação da política monetária do RMI, os quais são:

- i) Taxa natural de desemprego;
- ii) Crítica à curva de Phillips e ineficácia da política monetária para influir em variáveis reais;

iii) Viés inflacionário;

Contudo, independente da estrutura teórica sobre o modelo, o RMI foi adotado no Brasil sem ocorrer um debate acerca dos fundamentos da mesma e tendo a decisão de adoção pautada pela operacionalidade do regime (SICSÚ, 2002).

As principais características do regime consistem no anúncio público e oficial de uma meta de crescimento para um índice de preços escolhido, *a priori*, e o comprometimento da autoridade monetária com o objetivo principal de controle monetário. As medidas visam à queda e ancoragem das expectativas inflacionárias dos agentes econômicos através do mecanismo denominado âncora nominal. Portanto, como autoridade monetária possui o objetivo de controlar as variáveis monetárias e as expectativas, o Banco Central utiliza-se, principalmente, do instrumento de alterações da taxa de juro para atingir o cumprimento do índice de inflação alvo.

Destaca-se que o RMI é incompatível com um regime de cambio fixo já que, no último, a política monetária é endógena e contraria a necessidade de uma política monetária ativa e flexível para a operacionalização do mesmo. Tal é o motivo por qual o RMI foi adotado somente após a implantação de taxas de câmbio flutuantes no país.

A aderência e funcionalidade do modelo são, em grande parte, dependentes da credibilidade da política executada pelo Banco Central e à medida que o mesmo for capaz de obter a confiança dos agentes e demonstrar transparência na perseguição do seu objetivo, atingirá maior convergência com a meta inflacionária e as expectativas dos agentes.

A literatura indica algumas condições necessárias para a implementação do regime (DEBELLE, 1997; SILVA & PORTUGAL, 2002), as quais são:

- i. Elevado grau de independência do Banco Central;
- ii. Capacidade de compreensão da dinâmica da economia por parte da autoridade monetária;
- iii. Ausência de dominância fiscal;

Especificamente com relação ao fator fiscal, o setor público deve ser capaz de obter os recursos para seu próprio financiamento através de impostos ou endividamento, ou seja, a

prática de *seigniorage* é restringida pois, se praticada, a relação entre o déficit público e preços poderá resultar em um processo inflacionário por meios diretos ou através das expectativas dos agentes.

MISHKIN (2000) define o RMI como sendo constituído de cinco elementos:

- i. Anúncio público da meta e prazo para a inflação;
- ii. Compromisso institucional e comprometimento com a estabilidade de preços como objetivo prioritário da política monetária;
- iii. Informações do comportamento das principais variáveis responsáveis pela estratégia da política monetária;
- iv. Transparência da política monetária como elemento fundamental para a comunicação com o público e formação de expectativas;
- v. Criação de mecanismos que tenham como objetivo fazer com que a autoridade monetária seja mais comprometida na busca dos objetivos inflacionários.

No Brasil, incluindo a maioria dos países que adotaram o regime, tem se praticado o anúncio da meta com intervalos, o que possibilita maior flexibilidade a política monetária diante de choques. Portanto, a opção entre o intervalo válido para a meta estipulada é um *trade-off* entre a flexibilidade e credibilidade da política monetária (SILVA & PORTUGAL, 2002). Operacionalmente, o horizonte adotado no país é de um ano civil e, como a execução do regime exige um horizonte temporal para o cumprimento da meta, tal fator também representa uma escolha em direção à flexibilidade da política, ressaltando-se que há riscos de que na escolha de um horizonte muito longo para o cumprimento da meta, tal indicação possa sinalizar pouco comprometimento da autoridade monetária com a estabilidade de preços.

3.1.1 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação

Alguns estudos analisam os benefícios e os malefícios do RMI e dentre os principais pontos explicitados, possuem maior relevância os a seguir (MISHKIN, 2000):

- i. Diferentemente do regime de âncora cambial, o regime de metas de inflação permite que a política monetária responda aos choques internos;
- ii. Em contratos com as metas monetárias, o regime possui a vantagem de não necessitar de uma relação estável entre moeda e inflação;
- iii. É mais transparente por ser de maior entendimento pelos agentes econômicos;
- iv. Diminui a probabilidade de o Banco Central cair na armadilha da inconsistência dinâmica;

Em contrapartida, as principais reprovações do sistema estão relacionadas à estratégia da política monetária, no sentido de que ainda existem dúvidas acerca da possibilidade de controle efetivo sobre as taxas de inflação e, por isso, há a incerteza de quão controlável é a inflação e sua relação com a política monetária. Nesse sentido, o impedimento, *a priori*, em controlar precisamente o aumento de preços poderia resultar em dificuldades na execução da estratégia e na política monetária, principalmente devido ao hiato temporal entre a ação da política monetária e a resposta inflacionária. Com relação à implementação do regime, os principais obstáculos são o grau de dominância fiscal e a volatilidade da taxa de câmbio, fatores mais relevantes em economias em desenvolvimento e descritos abaixo.

3.1.1.1 Volatilidade da Taxa de Câmbio e Dominância Fiscal

Como citado anteriormente, especialmente para os países em desenvolvimento, a volatilidade da taxa de câmbio e o grau de dominância fiscal são aspectos que adquirem ainda mais relevância para a execução do RMI.

Para a operacionalidade do regime, é necessária a coordenação entre as políticas monetária e fiscal, dado que, em caso de existência de uma elevada e constante dívida pública, as expectativas inflacionárias poderão ser altistas e, portanto, os agentes econômicos poderão esperar no presente que, no futuro, a dívida poderá ser monetizada através da expansão monetária, aumentando a expectativa de que a autoridade monetária terá maior tolerância e propensão à inflação diante da eminência de que o aumento dos preços poderia ser tolerado para possibilitar a corrosão do montante real da dívida. Assim, uma alta relação de dívida sobre o PIB poderá implicar em expectativas de taxas de juros mais altas e, nesse

sentido, elevaria o custo financeiros da dívida decorrente da demanda por maiores juros, o qual, por sua vez, aumentaria o serviço da dívida através do aumento da parcela referente aos juros. Assim, dado que em um ambiente de aumento das expectativas inflacionárias a autoridade monetária elevaria a taxa básica de juros de curto prazo, o serviço da dívida pública aumentaria e resultaria na descoordenação entre políticas fiscais e monetárias, implicando em um ciclo onde a dívida e os juros seriam cada vez maiores no tempo (DEBELLE, 1997).

Conseqüentemente, é de elevada importância para adequada execução do regime à inexistência de dominância fiscal, uma vez que a existência da mesma poderia implicar em um processo de aceleração inflacionária. Tal aspecto possui ainda um maior destaque para as economias em desenvolvimento, principalmente, porque as mesmas apresentam, historicamente, elevados déficits públicos.

Adicionalmente, ressalta-se a relação existente entre a taxa de câmbio e a inflação, uma vez que o mecanismo de transmissão da política monetária poderia resultar em alterações na taxa de câmbio. Logo, a taxa de câmbio poderá exercer influência nos preços de maneira direta, sendo através de alterações nos preços internos influenciados pelos produtos importado, ou indiretamente, com alterações nos preços relativos entre o mercado doméstico e externo. As mudanças na taxa de câmbio poderiam gerar aumentos ou diminuição dos preços do país e, portanto, a conduta da mesma é essencial para a condução da política monetária. Deste modo, em um cenário de elevada volatilidade e/ou choques internos ou externos que impliquem em variações da taxa de câmbio, as taxas de inflação poderiam se ver afetadas e, em um regime de metas inflacionárias, poderia iniciar-se a perda de confiabilidade da autoridade monetária e de sua capacidade de liderar as expectativas.

Destaca-se que as economias em desenvolvimento apresentam elevada vulnerabilidade em suas taxas de câmbio, já que tais países apresentam distintas fragilidades internas e externas que resultam na elevada volatilidade da mesma. Juntamente, há ainda a grande dependência de tais países com relação à poupança externa, conseqüentemente, resultando em consistentes déficits de transações correntes e em maior fragilidade diante de uma situação de súbita alteração no mercado internacional, os quais poderiam resultar em alterações no mecanismo de financiamento externo do país.

De outro modo, em um contexto de elevada dívida pública e grande dependência de capitais externos, o RMI poderia ser uma barreira ao crescimento do país, pois a alta volatilidade da taxa de câmbio exigiria elevadas taxas de juros praticadas pela autoridade monetária, as quais poderiam afetar os fatores de produção e emprego. Assim, em uma situação de desvalorização da taxa de câmbio e aumento das taxas de juros, a dívida pública seria pressionada e um ajuste fiscal seria necessário, resultando em maiores restrições à demanda do país em questão.

3.2 A experiência brasileira desde a adoção do regime

Historicamente, o Brasil apresentou elevadas taxas de inflação e de expansão monetária, principalmente até meados da década de 90. O setor público, muitas vezes impossibilitado de financiar-se através da colocação de títulos públicos pela ausência de um mercado de títulos públicos, utilizou-se da expansão monetária como instrumento de financiamento público, onde tal política possui, como consequência, o aumento dos preços e da desigualdade econômica. Assim, ao longo do tempo, o país executou inúmeros planos econômicos mal sucedidos objetivando a estabilidade de preços, tendo o Plano Real a capacidade de atingir certo controle inflacionário desde meados da década de 90, situação inédita até então na história brasileira. Assim sendo, a década de estabilização do plano está dívida entre as duas principais políticas monetárias executadas pelo setor público, as quais são a política de âncora cambial e, posteriormente, de âncora nominal. Inicialmente, entre o período compreendido entre 1994 e 1999, o processo de estabilização teve como atributo a execução do regime de bandas cambiais, além das reformas econômicas e institucionais.

De outro modo, o regime de bandas cambiais brasileiro fora caracterizado pela manutenção da taxa de câmbio em valores os quais variavam com relação à taxa objetivada pelo governo, o chamado câmbio administrado. Entretanto, o sistema executado possuía pequeno grau de flexibilidade em decorrência da permissão de limites superiores e inferiores à taxa de câmbio alvo, não sendo um sistema de câmbio fixo e, portanto, a taxa de câmbio oscilava entre os intervalos objetivados pelo governo e a execução de tal política demandava a intervenção no mercado cambial do setor público, o qual, através de operações de compra e venda de dólares, mantinha taxa de câmbio dentro dos limites objetivados.

Logo, a vulnerabilidade do regime de bandas cambiais consistia se, em um dado momento, o governo não dispusesse de reservas o suficiente para manter o câmbio nos limites objetivados através da intervenção no mercado de câmbio. Em tal situação, caso não fosse possível converter a moeda dentro dos valores alvos - como exemplo pelo meio da escassez de divisas estrangeiras - a moeda nacional se desvalorizaria. Situação semelhante à descrita ocorreu no país em 1999, ou seja, na conjuntura da crise internacional no final da década e elevada saída de capitais, a restrição de dívidas estrangeiras se impôs ao país e a elevada saída de capital obrigou a utilização das reservas internacionais do país, as quais diminuiriam rapidamente.

No contexto descrito, a manutenção do regime ficou cada vez mais incerta diante da indisponibilidade de dívidas estrangeiras. A situação se agravou com o decorrer do tempo a tal ponto que a manutenção do regime não fora mais possível, resultando na elevada desvalorização do real e na abdicação forçada do regime. Nesse sentido, a vulnerabilidade do regime foi o fator determinante da não manutenção do mesmo e em substituição ao mesmo, foi adotado o Regime de Metas de Inflação, o qual consiste na política monetária do setor público desde então. Em outro sentido, o abandono do regime de bandas cambiais representou uma maior flexibilidade ao setor público, deixando-o livre da obrigação de defender o nível da taxa de câmbio da moeda brasileira (PINHEIRO, GIAMBIAGI & MOREIRA, 2001).

Com a adoção do RMI buscava-se um mecanismo de coordenação e fixação de preços e salários, ou seja, uma âncora nominal. Adicionalmente, houve a intenção de que a política monetária fosse transparente e tivesse credibilidade avaliada à medida em que as metas inflacionárias estipuladas fossem sendo cumpridas pela autoridade monetária, portanto, um regime de fácil avaliação pela população.

Na adoção do regime no país, o Banco Central do Brasil (BCB) anunciou que:

- i. As metas seriam uma meta do Governo e não do Banco Central, demonstrando um elevado comprometimento oficial com o objetivo numérico;
- ii. O índice de preços escolhido foi o IPCA, calculado pelo IBGE;
- iii. A meta seria definida em relação ao índice cheio;
- iv. As metas anunciadas não seriam revistas ou ajustadas;

- v. Todos os meses de junho de cada ano t , mantidas as metas para os anos t e $(t+1)$, seria divulgada a meta para o ano $(t+2)$;
- vi. O Banco Central passaria a divulgar “Relatórios de Inflação” com periodicidade trimestral e contendo informações macroeconômicas, justificativas e projeções sobre as medidas adotadas;

Como já destacado, o papel das expectativas dos agentes é um dos pilares do RMI e a capacidade e credibilidade do Banco Central em ancorar tais expectativas são essenciais para a execução da política monetária. No Brasil, o Banco Central realiza o monitoramento das expectativas do mercado semanalmente e disponibiliza publicamente os dados através do Relatório Focus. Paralelamente, criou-se um Departamento de Pesquisas do Banco Central responsável por elaborar estudos para análise da trajetória da inflação, além de atuar em direção a uma adequada comunicação entre a instituição e o mercado.

Com a adoção do regime, o principal instrumento de política monetária do BCB são as alterações da taxa básica de juros (SELIC), desconsiderando-se outras metas para a taxa de câmbio ou para o crescimento econômico, o objetivo único da autoridade monetária passou a ser a estabilidade de preços. A meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central é, por sua vez, determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e o qual é composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central.

Com relação à SELIC, a decisão das taxas praticadas se dá por meio das reuniões do COPOM (Comitê de Política Monetária) realizadas a cada 40 dias e onde são interpretadas as variáveis econômicas utilizadas para o monitoramento da atividade econômica para então, proceder-se com a decisão que diz respeito ao valor da taxa básica de juros. Desde o início da operacionalização do sistema, as decisões de alterações da SELIC têm sido fundamentadas pelo Comitê principalmente por:

- i. Expectativa inflacionária dos agentes econômicos;
- ii. Relação entre o produto efetivo da economia e entre o produto potencial;
- iii. Choques de preços;

Logo, as alterações nas taxas de juros são motivadas principalmente, dentre outros pontos, pela Regra de Taylor, ou seja, que a autoridade monetária deve alterar o valor da taxa

de juros baseados na diferença entre a inflação observada e a meta de inflação, o hiato do produto e entre a diferença entre o PIB observado e o PIB de pleno emprego.

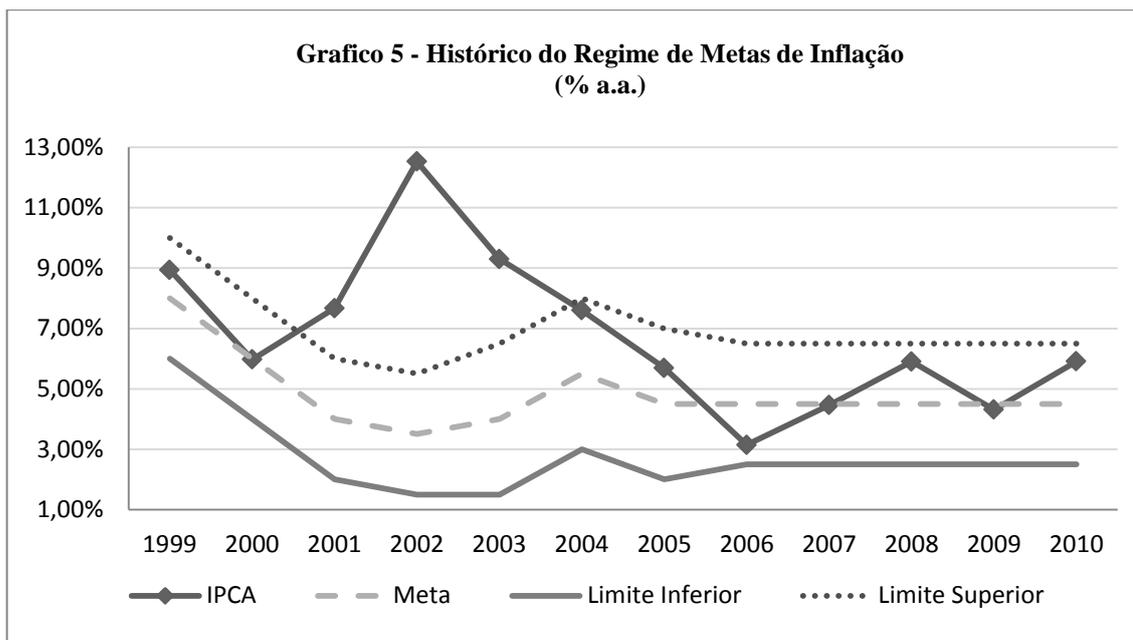
Em decorrência da estabilidade de preços ser vista como condição necessária para o crescimento econômico em oposição ao impacto que a volatilidade de preços gera no mercado, principalmente, com queda de confiança, investimento e dificuldades em realizar planos de longo prazo, com a alteração da política macroeconômica em 1999, o país adotou a execução do denominado tripé macroeconômico, o qual é composto por:

- i. Câmbio Flutuante;
- ii. Metas de Inflação;
- iii. Superávit Primário;

Sendo que, com a adoção de tais medidas, buscou-se proporcionar equilíbrio fiscal, monetário e do balanço de pagamentos, na suposição de que tais equilíbrios resultariam na maior confiança dos agentes para investir e poupar.

Cabe destacar a necessidade de autonomia do Banco Central para a manutenção do regime, principalmente, pelo fato do mesmo consistir amplamente na credibilidade do cumprimento da meta pela autoridade monetária, situação a qual deixaria de existir com interferências políticas e dado que em determinadas situações o governo pode adotar políticas de curto prazo insustentáveis e com fins políticos. Nesse sentido, é evidente a necessidade de mudanças institucionais para a instituição e operacionalização do sistema, entretanto, o BCB conta com a autonomia prática do Governo atualmente, não havendo legislação a qual determine a total autonomia do mesmo e, portanto, um avanço rumo à legitimação legal de tal posição seria um avanço do sistema e aumentaria a credibilidade da política monetária através da exclusão da incerteza com respeito à interferência governamental na instituição.

Desde a adoção do regime, com exceção dos anos de 2001, 2002 e 2003, a inflação tem sido mantida dentro a meta estipulada e é destacado seu sucesso na condução da política monetária.



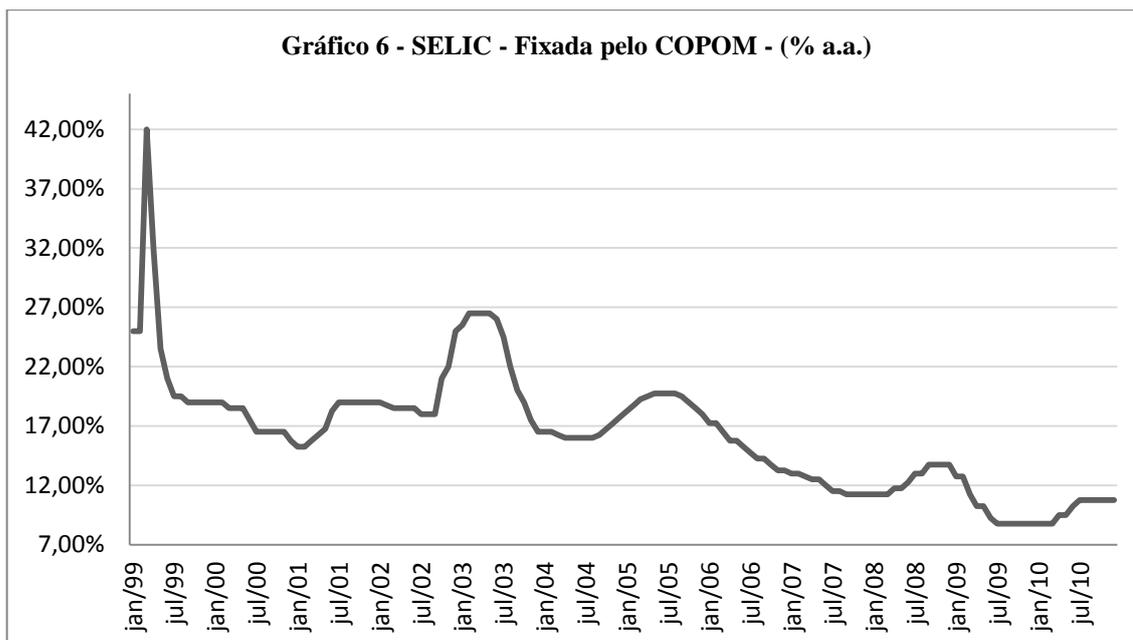
Fonte: IBGE e BCB.

Os dados acima demonstram a consistência na execução do regime através do cumprimento da meta estipulada no ano, principalmente nos últimos anos. Assim, é possível a divisão do período em três fases:

- i. O início da execução do regime durante os anos 1999 e 2000;
- ii. O não cumprimento do regime nos anos compreendidos entre 2001 e 2003;
- iii. O cumprimento sistemático do regime no período entre 2004 e 2010;

O período (ii) é caracterizado pela grande volatilidade que atingiu o Brasil e foi derivado das fortes incertezas internas e externas. Internamente, os agentes possuíam grandes dúvidas com relação à eleição de Lula e no setor externo, haviam incertezas sobre a economia norte americana decorrentes da bolha da internet no mercado americano, dos ataques terroristas e da crise argentina. Já o período (iii), é responsável pela credibilidade que o RMI passou a ter no país através do cumprimento da meta inflacionária desde 2004, favorecendo o crescimento econômico e a distribuição de renda do período.

Conjuntamente, as taxas de juros praticadas no país seguiram em tendência de queda ao longo do tempo após a adoção do RMI (gráfico 6).



Fonte: Banco Central do Brasil.

Deste modo, através da análise dos dados podemos afirmar que o Regime de Metas de Inflação foi bem sucedido no controle inflacionário e na diminuição da vulnerabilidade do país. É evidente que após a implementação do mesmo houve a contínua tendência de queda das taxas de juros praticadas no país.

Com maior estabilidade de preços, houve melhora na qualidade nas previsões de longo prazo dos agentes e deu-se início ao desenvolvimento de um mercado financeiro e de capitais, ainda em processo, em direção ao aumento da disponibilidade de recursos de longo prazo e das operações de créditos. Nos últimos anos, alguns dos desequilíbrios tradicionalmente enfrentados pelo país deixaram de existir, permitindo a queda na desigualdade de renda, aumento do rendimento das famílias e proporcionando um ambiente favorável ao desenvolvimento de mercados e atividades econômicas.

3.3 A Lei de Responsabilidade Fiscal

Para o controle inflacionário através do RMI, foi fundamental a coordenação entre as políticas monetárias e fiscais sob-risco de que, caso ambas estivessem em desequilíbrio, poderiam proporcionar aumento das expectativas inflacionárias e da inflação. Além, poderia

iniciar-se um ciclo decorrente da descoordenação das políticas, onde os juros e, conseqüentemente a dívida pública, seriam cada vez maiores (DEBELLE, 1997).

Portanto, existe um elo entre as políticas fiscais e monetárias, onde a adequada gestão fiscal é condição necessária para que se promova adequadas condições macroeconômicas que favoreçam o crescimento econômico (LOUREIRO & ABRUCIO, 2004). De outra maneira, em uma situação onde um governo aumenta demasiadamente seus gastos e está em desequilíbrio fiscal, o mesmo terá um incentivo a buscar financiamento via expansão monetária ou endividamento, ações as quais, por sua vez, podem ser inflacionárias ou influenciar negativamente a conjuntura macroeconômica (MISHKIN, 2004). Com base em tais argumentos, podemos inferir que a Lei de Responsabilidade Fiscal implantada em 2000 é de certa forma, uma extensão do RMI em direção à estabilidade de preços, completando-o no sentido de equilíbrio econômico. Nesse sentido, dada uma maior disciplina fiscal, seria possível reduzir a taxa de juros e a taxa de inflação, situação verificada *a posteriori* no país com a adoção de equilibradas política monetária e fiscal.

Historicamente no âmbito fiscal, o Brasil apresentou uma vocação ao aumento do gasto público e elevadas dificuldades de financiamento durante sua história, inclusive, em algumas situações, o déficit público fora financiado através da impressão monetária, principalmente, pela elevada dificuldade de atrair compradores aos títulos públicos. Dessa maneira, a deficiência do mercado de títulos públicos no país se caracterizava pela baixa poupança da população e, especialmente, pela ausência de compradores dos títulos públicos em decorrência das elevadas taxas de inflação, as quais eram responsáveis pelos rendimentos reais negativos das aplicações. Além, a inflação também corroía a poupança dos superavitários, dificultando e desincentivando o acúmulo de capital.

Posteriormente, com a instituição da correção monetária e através do lançamento de títulos públicos atrelados à inflação, como a ORTN, o setor público começou a sinalizar a intenção de buscar outros meios ao financiamento do déficit público, principalmente através do endividamento.

Além, o setor público procurou melhorar a eficiência fiscal iniciando seus movimentos em tal direção nos anos 80, principalmente com o encerramento da Conta Movimento do Banco do Brasil e a qual era utilizada para cobrir, através de emissão monetária, os gastos fiscais. Até tal período, o modelo institucional das finanças públicas no

país consistia em um arranjo onde a expansão monetária era praticada em elevadas proporções. Adiante, em 1986, criou-se a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) com o objetivo de administrar os passivos e ativos da Fazenda e realizar a administração financeira da mesma. Já em 1987, a administração da dívida pública ficou a cargo da STN ao invés do Banco Central.

Anteriormente às alterações mencionadas, as funções de autoridade monetária e fiscal eram confundidas e os ativos e passivos do Tesouro eram administrados por distintos órgãos públicos. Na época, o congresso nacional aprovava o orçamento da União, porém, o Ministro da Fazenda poderia alterá-los discricionariamente. Conseqüentemente, os desequilíbrios fiscais e monetários do desarranjo resultaram no processo inflacionário ocorrido na economia brasileira ao longo de sua história, especialmente, no final dos anos 80 e início dos anos 90.

Ainda no período anterior a implementação do Plano Real, grande parte dos tributos do país era atrelados a índices de preços e, portanto, o *efeito Tanzi* nas finanças públicas era parcialmente verificado, em contrapartida, a inflação impactava nos gastos do setor público, já que estes eram fixados nominalmente. Assim, na tentativa de alterar o quadro fiscal e monetário vigente no país, o Plano Real adotou medidas de reformas econômicas, administrativas, previdenciárias e tributárias.

No âmbito administrativo buscou-se a diminuição dos privilégios dos funcionários públicos, enquanto na área previdenciária e tributária, procurou-se reduzir o déficit da previdência e a simplificação dos tributos, respectivamente. O Programa Nacional de Desestatização privatizou empresas estatais na afirmativa de que a iniciativa privada seria mais eficiente que o setor público na administração das mesmas.

Entretanto, avanços institucionais também ocorreram durante o período anterior e posterior ao plano, como exemplo, a Constituição Federal de 1988 proibiu o Banco Central de fornecer empréstimos ao Tesouro Nacional de forma direta ou indireta e, posteriormente, a Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000 proibiu que o Banco Central pudesse emitir títulos ou adquirir títulos da dívida pública.

A evolução político-institucional das finanças públicas no país nas últimas décadas, pode ser resumida pela tabela 1 abaixo:

Tabela 1

Principais mudanças político-institucionais na área fiscal no Brasil nas duas últimas décadas: tendências e contratendências ao ordenamento das contas públicas e ao ajuste fiscal

Movimentos de ordenamento	Contratendências ou limites
Década de 1980	
Crise dívida externa/esgotamento do modelo financiamento que levam a:	• Processo inflacionário
• Fechamento Conta Movimento BB	• Caráter predatório das relações financeiras: União e governos subnacionais (Constituição 1988)
• Extinção Orçamento Monetário	
• Criação da STN	
Década de 1990/2002	
• Renegociação da dívida externa	• Permanência de alta inflação
• EC nº 3 — restrições ao endividamento	
• Revisão Constitucional (1994): FSE	
Estabilização monetária, 1994	
• Fortalecimento da União e do BC	• Política de juros elevados
• Lei 9496/97: Novo padrão de renegociação das dívidas estaduais	• Déficits fiscais até 1999
• Resolução do Senado nº 78/98:	• Estoque crescente da dívida pública com altos custos de rolagem
• Reformas da Previdência e Administrativa	• Caráter limitado das reformas
Mudanças pós-1999	
• Desvalorização cambial	• Limites do lado da receita: baixo crescimento econômico
• CPMF/elevação carga tributária	• Término das privatizações
• Superávits primários crescentes	• Déficits previdenciários crescentes
• LFR, maio 2000	• Estoque elevado da dívida pública com altos custos de rolagem
• Centralização autoridade fiscal: STN	
• Resoluções Senado nº 40 e 43/2001	

Fonte: (LOUREIRO & ABRUCIO, 2004).

A estabilidade monetária conquistada com o Plano Real gerou efeitos benéficos na arrecadação e na diminuição da dívida pública. Em 1998, foi elaborado o Programa de Estabilidade Fiscal (PEF) onde se buscou avanços institucionais e a estabilidade da relação da dívida sobre o PIB.

Portanto, diferentemente da situação praticada no período anterior à década de 90, o déficit fiscal apresentado desde meados da década de 90 foi financiado através de impostos, dívida e privatizações. Entretanto, no final da década de 90 com a crise que atingiu o país, percebeu-se que o modelo de financiamento do país deveria ser alterado e que um ajuste seria necessário. Deste modo, quando a privatização já se encontrava avançada e a elevada carga tributária praticada no país no final da década não possibilitava margem para aumentos, o setor público se viu obrigado a buscar alternativas de financiamento.

A crise internacional no final de década de 90 resultou na cessão de entradas de capitais no país, dificultando ainda mais o equilíbrio fiscal e a arrecadação do setor público. Desse modo, diante da situação de necessidade de alterações da política fiscal praticada e da dificuldade de levantar recursos, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) foi promulgada com o seu alvo na estruturação do equilíbrio fiscal do setor público e na melhoria da qualidade da gestão das finanças públicas.

Observa-se que a base constitucional para a Lei de Responsabilidade Fiscal está calcada na Constituição de 1988, onde se expõe a necessidade de aprovação em lei complementar que dispões sobre as finanças públicas, dívida e títulos públicos. No período de elaboração da lei, o país apresentava sinais de que o modelo até então utilizado na área fiscal estava esgotado, tendo os principais pontos relevantes como os déficits apresentados em todos os níveis do governo que, conseqüentemente, implicavam em elevada dívida pública e carga tributária. Além, os gastos com pessoal também eram elevados e os estados praticavam uma incessante guerra fiscal.

Cabe destacar que medidas similares haviam sido adotadas em outros países anteriormente a adoção no Brasil, constituindo, portanto, um histórico de experiências internacionais para análise *a priori*. Dentre as principais podemos destacar o *Budget Enforcement Act (EUA, 1990)*, *Tratado de Masstricht (EURO, 1992)* e *Fiscal Responsibility Act (Nova Zelândia, 1994)*, sendo que a principal inspiração para a redação da lei brasileira veio da experiência da Nova Zelândia

O contexto interno da aprovação da LRF era a restrição externa decorrente da crise Russa e da desvalorização do real. No período, o país havia negociado um empréstimo com o FMI já que se temia que entrasse em *default* se não o fizesse. Portanto, o final da década de 90 ficou marcado pelas necessidades de alterações na política cambial, monetária e fiscal com objetivos de diminuir a vulnerabilidade da economia brasileira e a qual havia se evidenciado através da crise. Dentre outras medidas adotadas pela lei, a introdução da proibição de diferentes esferas do governo em socorrer outros níveis do setor público foi um grande avanço, diminuindo o *moral hazard* entre as esferas do setor público,

Assim, com a aprovação da LRF foram instituídas três regras (TAVARES, 2004):

- i. Metas e limites para as finanças públicas;
- ii. Mecanismos institucionais de correção no caso de descumprimento temporário;

iii. Sanções institucionais para o não cumprimento;

Logo, a nova lei foi um marco institucional para o gerenciamento das finanças públicas no país, destacando-se o caráter transparente e da imposição de responsabilidades aos agentes políticos. A legislação estabeleceu o comportamento exigido para os níveis do governo na administração fiscal e definiu tetos para os gastos no setor público. Adicionalmente, a LRF condicionou os gastos à capacidade de arrecadação dos estados e municípios através dos tributos, obrigando a União, Estados e Municípios as boas práticas fiscais. Tais práticas foram responsáveis pela instituição de um ambiente composto por (LUQUE & SILVA, 2004):

- i. Planejamento Fiscal;
- ii. Disciplina no uso dos recursos públicos, especialmente nos últimos anos de mandato;
- iii. Definição de condições para o endividamento e gastos públicos;
- iv. Definição de limites para gastos com funcionalismo público;
- v. Implantação da transparência e participação da sociedade na área fiscal.

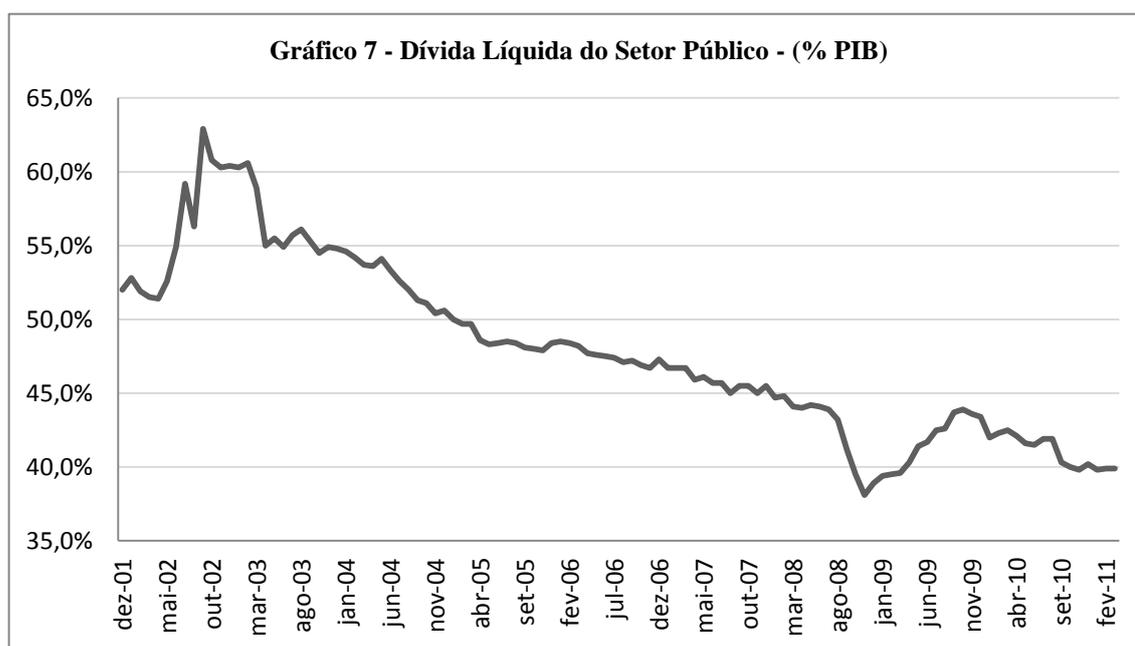
De outro modo, foi instituído regras gerais, específicas e certas flexibilidades para o aumento dos gastos públicos, como exemplo, em cenários da diminuição da atividade econômica ou de defesa do Estado Nacional. Observa-se também que a atividade econômica crescente facilita o equilíbrio fiscal em decorrência das receitas sofrerem um impacto positivo com o crescimento econômico, resultando em melhor arrecadação. Por outro lado, em casos de volatilidade econômica, o equilíbrio fiscal poderá ficar comprometido e, diante de tais situações, foram permitidas certas flexibilidades para que a política fiscal se adeque a determinados cenários.

A partir da promulgação da legislação, o planejamento fiscal brasileiro é estruturado através do Plano Plurianual (PPA), da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e da Lei Orçamentária Anual (LOA). Com relação ao prazo temporal dos mesmos, o PPA é elaborado a cada quatro anos e a LDO e LOA são anuais, onde tais planejamentos estabelecem limites para o processo orçamentário e determinada trajetória a ser cumprida, as quais devem obedecer às regras estipuladas pela LRF.

Atualmente, a administração da dívida pública federal está a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), sendo o BACEN a instituição responsável pela operacionalização

das ofertas públicas dos títulos da dívida pública. O STN realiza a política fiscal através da emissão e/ou resgate de títulos públicos com base no Plano Anual de Financiamento (PAF), onde são divulgadas as metas da instituição para a administração da dívida pública anualmente.

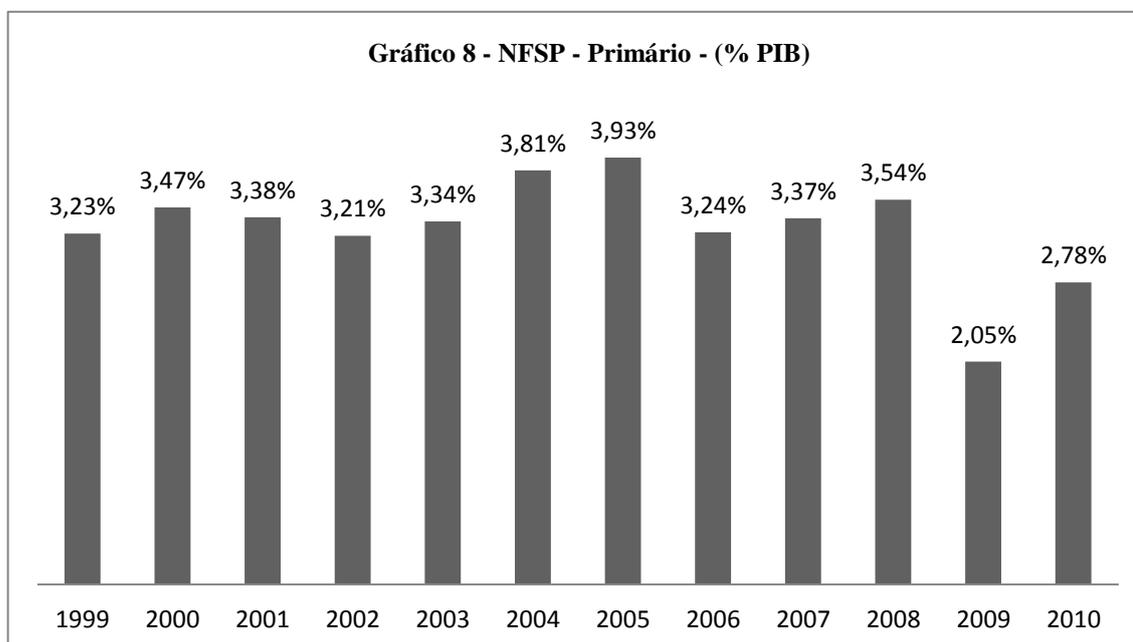
Desta maneira, com certo histórico para análise do período posterior a adoção da LRF, é evidente, como observado através do gráfico 3, a queda da dívida líquida dos setor público ao longo da primeira década do século XXI.



Fonte: BCB.

Através do resultado primário do setor público, o qual engloba o resultado nominal juntamente com a diferença entre as receitas, despesas e exclusão da parcela referente aos juros nominais, podemos verificar o esforço fiscal do setor público no período. Portanto, dado um esforço fiscal do setor público, a situação se caracterizaria pela geração de um superávit primário, situação onde o governo gasta menos que o arrecadado, sem a inclusão do custo do estoque da dívida. Portanto, a capacidade de gerar superávit primário é um indicativo da adequada gestão fiscal e do esforço do governo (gráfico 8), nesse sentido, verificamos que o comportamento do superávit primário do país na última década indica a melhoria do quadro fiscal, com exceção do comportamento apresentado a partir da crise no segundo semestre de 2008 e evidenciado pelo resultado de 2009, anos os quais diminuiu-se o mesmo como consequência da flexibilização da política fiscal em virtude da crise internacional. Contudo, é

evidente que o setor público foi capaz de gerar consistentemente superávits acima de 3% do PIB na maior parte da década, com exceção da situação que de intervenção anticíclica através do aumento dos gastos governamentais e redução de impostos nos anos de 2009 e 2010.



Fonte: Banco Central.

É evidente que na última década, em decorrência das reformas e evoluções da política fiscal, o país apresentou comportamento fiscal favorável a estabilidade econômica, acompanhando o movimento que se demonstrou também do lado da política monetária. Observa-se que o setor público foi capaz de gerar superávits consistentes nos últimos anos e reduziu a dívida líquida com relação ao PIB durante a última década. Tal situação proporcionou um maior equilíbrio entre as políticas macroeconômicas, situação até então inédita no país e que favoreceu o crescimento econômico e o desenvolvimento.

Ainda que, após a crise de 2008, o governo tenha aumentado seus gastos com o objetivo de intervir na atividade econômica, há indicativos que a situação fiscal permanecerá apresentando o gerenciamento adequado por parte do setor público e de que aumento dos gastos se mostrou eficiente no combate à crise. Nesse sentido, espera-se que, no decorrer dos próximos anos, o setor público demonstre adequada gestão fiscal como o comportamento apresentado nos últimos anos. Entretanto, cabe destacar que apesar da evolução das políticas fiscais nas últimas décadas, ainda se fazem necessárias alterações importantes, especialmente, relacionadas à diminuição dos gastos e a reforma tributária. Portanto, apesar da situação atual

se apresentar adequada com relação ao histórico do país, ainda há importantes avanços a serem feitos pelo setor público.

3.4 Panorama da Economia Brasileira no período entre 2002 e 2010

Na intenção de se contextualizar o período da análise recente do mercado imobiliário, se descreverá os principais fatores e comportamento da economia brasileira nos anos compreendidos entre 2002 e 2010.

Dando início ao ano de 2002, verificamos que o cenário econômico brasileiro fora de grande volatilidade devido às fortes incertezas com relação à conjuntura interna e externa. Internamente, a crise energética havia obrigado o país a reduzir a sua produção industrial, enquanto externamente, a moratória argentina, juntamente com o ataque terrorista aos Estados Unidos, proporcionaram fortes inseguranças aos investidores, provocando forte saída de capitais do país e dando início a trajetória de desvalorização do real com relação ao dólar. No período, haviam dúvidas geradas pela possibilidade de vitória do candidato da oposição para a eleição à Presidência da República, Luiz Inácio Lula da Silva. Tais dúvidas derivavam, principalmente, pela provável política econômica que seu governo adotaria e as quais seu partido historicamente defendia. Diante de tal situação de insegurança com relação ao seu programa de governo, foi necessário, ainda na corrida eleitoral de 2002, que o candidato Lula reafirmasse seu compromisso frente à sociedade brasileira e em uma carta pública, a qual ficou conhecida como “Carta ao Povo Brasileiro”, o mesmo tranquilizou o ambiente gerado pela possibilidade de sua vitória sinalizando que se comprometia com execução das políticas de estabilidade.

Desse modo, o cenário econômico refletiu as diversas incertezas presentes no ambiente externo e interno, sendo que tais inseguranças resultaram em efeitos negativos sobre a atividade econômica e nos fluxos de capitais, pressionando-se os preços internos e, portanto, a inflação. A taxa de câmbio depreciou-se fortemente durante o ano de 2002, finalizando cotada a média de R\$3,66/US\$ e obrigado o Banco Central a aumentar a SELIC até 25% a.a. na tentativa de amenizar a saída de capitais e evitar a forte desvalorização da moeda.

Com a concreta eleição para a Presidência do até então candidato Lula, o ano de 2003 iniciou-se com grande volatilidade e houve a necessidade do BCB conter a saída de capitais

através do aumento da taxa básica de juros, tentando também conter a depreciação do real e reduzir o risco país.

Assim, no início de 2003 o cenário inflacionário e as expectativas dos agentes sobre a inflação eram crescentes. O Banco Central, por sua vez, procurou controlá-las e convergi-las para a meta inflacionária e, para isso, adotou aumentos sucessivos na taxa de juros os quais, atingiram seu ponto máximo em todo o período analisado (26,5% a.a.), representando um aumento de 43% dentro um prazo de apenas cinco meses. Tal fato, por si só, demonstra o quadro de incerteza dos agentes econômicos.

Com o novo governo eleito, procurou-se acalmar a crise de desconfiança executando-se uma política monetária austera, mantendo-se a diretoria do Banco Central e diminuindo-se os gastos públicos, os quais permitiram um maior superávit primário. Para a presidência do BCB foi indicado Henrique Meirelles, um profissional do mercado, além da sinalização de que o mesmo teria autonomia na condução da política monetária.

O comportamento do IPCA (gráfico 5) apresentou oscilações durante os anos. O índice, em 2002 (12,53% no ano) e 2003 (9,30% no ano), ficou muito acima dos limites superiores estabelecidos pelo CMN, respectivamente, para o cumprimento do Regime de Metas de Inflação na determinada data. Diante de tal observação, constatamos que o RMI somente passou a ser cumprido sistematicamente a partir de 2004 quando, efetivamente, há uma sequência ininterrupta da taxa de inflação convergir dentro dos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional. Cabe a observação de que os resultados positivos no combate a inflação, a partir do ano de 2003, são em virtude do favorável comportamento da apreciação do Real e da menor insegurança decorrente do cenário interno.

Ainda em 2003, iniciou-se uma grande entrada de recursos externos no país em decorrência do ambiente internacional mais favorável e do forte crescimento das exportações, ambiente que favoreceu o crescimento econômico. Aos poucos, as políticas adotadas foram obtendo êxitos e controlando as expectativas inflacionárias do mercado e a própria inflação corrente, portanto, a partir de junho do ano, com a reversão do processo inflacionário, houve espaço para a reversão da política monetária e o Banco Central reduziu gradativamente a SELIC, a qual em janeiro de 2004 era 16,5% a.a.

Externamente, buscou-se expandir as vendas para novos mercados (China, Rússia, México e Índia) com sucesso e, através do aumento nos preços das commodities e a retomada

da atividade econômica mundial, o resultado foi o crescente saldo da balança comercial no período.

Em 2004, o crescimento da economia brasileira superou as expectativas do mercado. Com o ambiente internacional mais agradável, o crescimento da balança comercial e a política econômica adotada até então, o real valorizou-se e a inflação ficou sobre controle favorecendo o crescimento do PIB, o qual foi de 5,7% no ano. O Real encerrou o ano cotado a R\$2,65/US\$, se destacando o desempenho da balança de transações correntes que foi superavitária pelo seu segundo ano consecutivo, situação que quebrou uma série de 10 anos de necessidade de financiamento externo da economia brasileira.

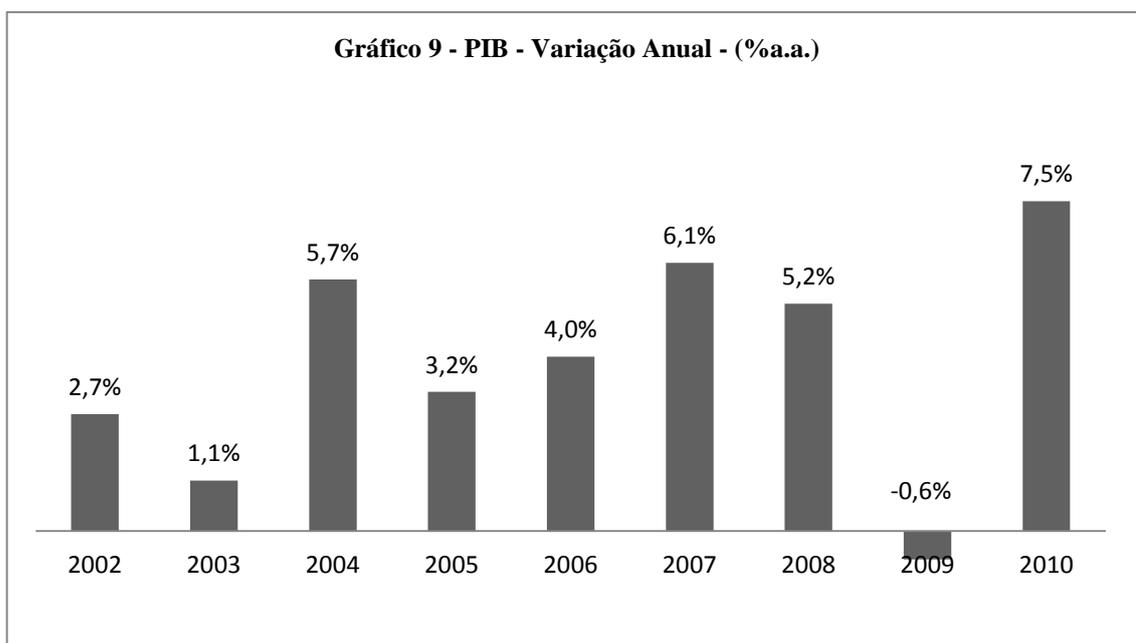
No ano de 2005, a taxa de crescimento do PIB foi de 3,2% e, portanto, inferior ao ano de 2004, fato que em partes pode ser explicado pelo efeito do aumento da taxa básica de juros que se iniciou no ano anterior e foi adotado até meados de 2005. Assim, a taxa de câmbio seguiu a tendência de apreciação iniciada no ano interior.

O crescimento de 2006 e 2007 foi impulsionado pela demanda do comércio exterior e do mercado interno. A inflação esteve baixa e sob o controle e o PIB cresceu 6,1% em 2007.

Com relação à política fiscal praticada nos últimos anos, o período de análise apresenta duas evidentes etapas com relação ao superávit primário (gráfico 8), sendo que a primeira se refere ao início do mandato do novo governo e a segunda ocorre no fim do segundo mandato de Luiz Inácio Lula da Silva. Destaca-se que no primeiro período, o setor público procurou, no início do novo mandato, conquistar a confiança e a credibilidade do mercado através do esforço para executar uma política que permitisse um maior superávit primário, sinalizando que apoiava as medidas e reformas executadas pelo governo anterior e também de que não haveriam grandes mudanças na política econômica adotada. Já no final de seu segundo mandato, o governo aumentou seus gastos e apresentou menor superávit primário, principalmente pela forte intervenção do Estado após a crise mundial que teve início no segundo semestre de 2008.

Em decorrência da crise internacional, o ano de 2008 foi um ano atípico para a economia brasileira. Apesar dos resultados positivos do primeiro semestre, houve a deflagração da crise imobiliária nos EUA no segundo semestre que derrubou e reverteu os números da economia brasileira no último trimestre do ano. Devido ao cenário de incerteza mundial decorrente do estado da economia mundial, houve saída de capitais, desvalorização

do câmbio, queda das exportações, queda no mercado financeiro e do crédito. Nesse contexto, a primeiro momento e com a forte saída de capitais do país, o real se desvalorizou de forma abrupta e a atividade econômica sofreu uma súbita paralização. Dessa maneira, o governo adotou políticas visando reativar o setor privado através da diminuição da taxa de juros, do compulsório, da expansão do crédito via bancos públicos e da diminuição e isenção de impostos para os setores mais atingidos. Contudo, mesmo com as medidas tomadas pelo governo brasileiro, o cenário internacional desfavorável acabou contaminando a economia brasileira e em 2009 o PIB teve uma queda de 0,6% no ano.

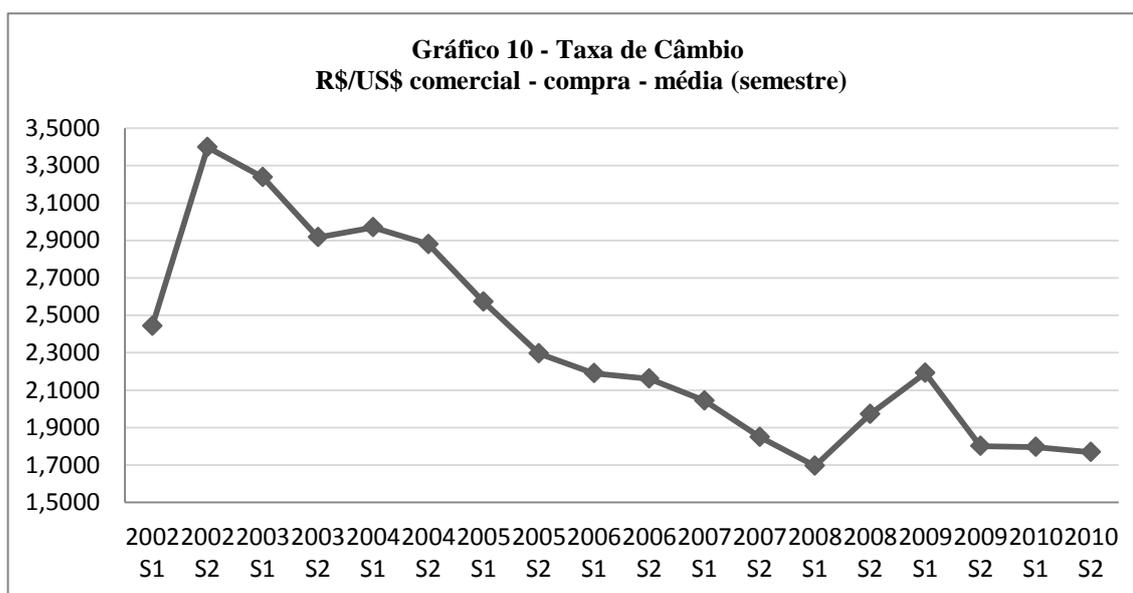


Fonte: IBGE.

O crescimento somente retornou no ano de 2010, onde o PIB foi de 7,5% no ano, número maior que a média de crescimento no período de análise (3,9% a.a.) e decorrente da reativação do mercado interno e da forte demanda chinesa no comércio exterior. Cabe destaque que, durante o ano de 2010, os mercados se comportaram com pouca volatilidade derivada da eleição presidencial e, portanto, não sofreram a influência da mesma, diferentemente da situação ocorrida em 2002. Tal comportamento é um indicativo da maior estabilidade econômica brasileira e que os mercados interpretaram que os principais candidatos, apesar de suas diferenças, manteriam as principais políticas adotadas no período recente do país.

Como demonstrado pelo crescimento do PIB no ano de 2010, a atividade econômica esteve muito aquecida durante o mesmo. O crédito e a demanda, resultantes das políticas adotadas frente à crise, continuaram sendo impulsionados junto dos maiores gastos do governo e da diminuição do superávit primário, pressionando a demanda. A taxa de desemprego durante o final do ano foi uma das mais baixas da série histórica de dados e a inflação começou a demonstrar elevação no segundo semestre. Inicialmente, o Banco Central tomou medidas macroprudenciais para conter a atividade econômica e creditícia, com o objetivo de diminuir a expansão do crédito e diminuindo a inflação através das mesmas. Assim, o cenário econômico brasileiro aquecido contrastou com o cenário internacional que ainda não apresentava recuperação ou apresentava sinais dúbios de retomada da atividade durante o ano de 2010.

No período, a taxa de câmbio apresentou, após a saída de capital no auge da crise em meado de 2009, contínua tendência de apreciação implicando em pressão sobre a competitividade brasileira e a balança comercial.

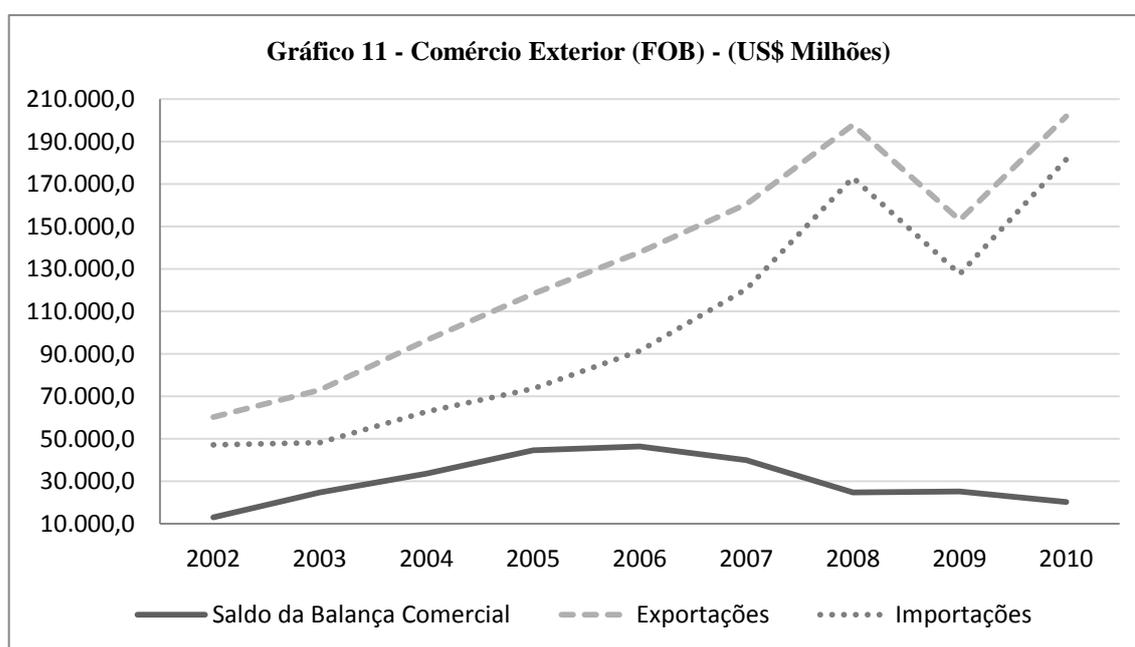


Fonte: Banco Central do Brasil.

A tendência de apreciação do real se iniciou após as eleições de 2002, preocupando as autoridades que buscaram evitar à apreciação acentuada da moeda através de medidas de acumulação de reservas e de desincentivo a entrada de dólares no país.

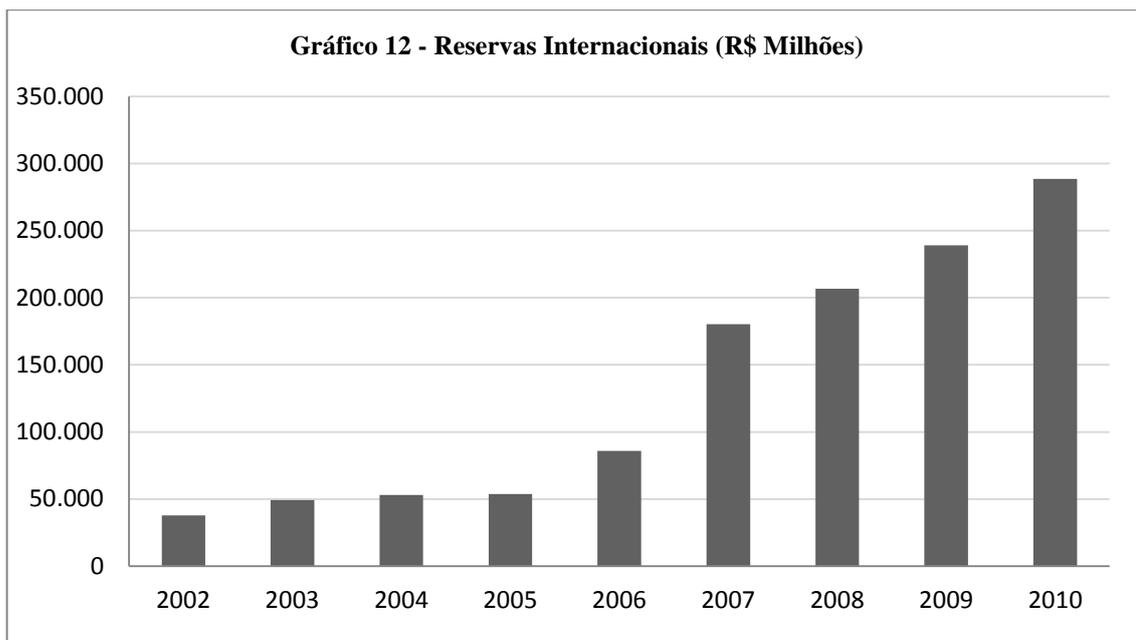
Por sua vez o saldo da Balança Comercial apresentou dois momentos entre o período analisado. É possível notar a evolução do saldo até o ano de 2006, decorrente do aumento das

exportações serem proporcionalmente maiores que o aumento das importações (gráfico 11). Contudo, após o ano de 2006, tal relação se inverte e, apesar do saldo comercial ser positivo ainda em 2010, é evidente a queda do mesmo e o maior crescimento das importações com relação às exportações. A queda que se evidencia em 2008 e 2009 é, em ambos os fatores, decorrente da crise financeira internacional que afetou o comércio exterior mundial. A taxa de câmbio vigente no período pode explicar certos movimentos da balança comercial, assim, em momentos de valorização do real frente ao dólar, o governo buscou medidas que freassem ou diminuíssem tal tendência, buscando evitar um grande impacto e perda de competitividade das exportações.



Fonte: IPEADATA.

Deste modo, buscando conter a apreciação do real de forma acentuada, o Banco Central aumentou seu estoque de dólares durante os anos da análise. Em 2008, as reservas internacionais, que estavam em torno de \$200 bilhões, possibilitaram ao governo uma margem de manobra diante da crise internacional, da diminuição do crédito e da saída de capitais no país, demonstrando ser um instrumento importante durante o período.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Entretanto, o acúmulo de reservas pode ser explicado pela grande liquidez internacional proporcionada pela política monetária praticada pelo Federal Reserve desde 2001. A taxa de juros nos EUA, a partir do estouro da bolha da NASDAQ em 2000 e do ataque ao World Trade Center em 2001, foi sendo cortada pelo Federal Reserve Bank até o mínimo de 1% em 2003. Tal política teve como implicação uma enorme liquidez no mercado internacional, contribuindo com o cenário de apreciação do real e de outras moedas em relação ao dólar.

Deste modo, evidencia-se que a estabilidade econômica, principalmente na última década, possibilitou o crescimento da renda da população e, juntamente com a queda das taxas de juros, aumentou o incentivo ao oferecimento de crédito e na maior capacidade de acesso a financiamentos pela população. A nova conjuntura foi favorável ao mercado de crédito imobiliário implicando no aumento da quantidade dos financiamentos oferecidos através do SFH, situação inversa, principalmente pela queda das taxas de juros e inflação nos últimos anos, da ocorrida nas décadas de 80 e 90.

4. O RECENTE PERÍODO DO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO PAÍS: 2002 A 2010

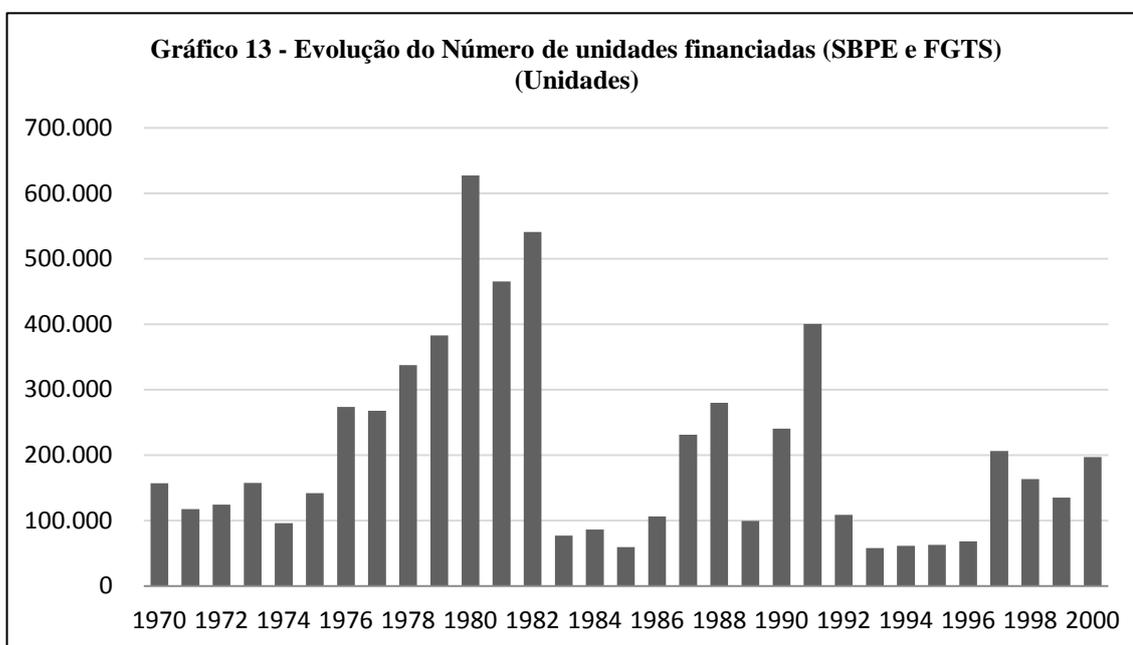
Os desdobramentos macroeconômicos que atingiram negativamente o mercado de crédito imobiliário na década de 80 foram responsáveis pela queda do crédito e de operações imobiliárias durante os anos 90, evidenciando as dificuldades do SFH como modelo de financiamento habitacional no país e a necessidade do desenvolvimento de outras políticas para o setor habitacional, como a reestruturação de um novo sistema de financiamento que possibilitasse outros mecanismos de captação de recursos.

O número de unidades financiadas pelo SFH diminuiu drasticamente desde o início da década de 80 (gráfico 13). Tal comportamento contrasta com a elevada quantidade de unidades financiadas que o sistema havia realizados na década de 70, demonstrando as dificuldades encontradas na nova situação econômica do país as quais impactaram na oferta de crédito imobiliário. Dentro dos fatores macroeconômicos que atingiram o setor negativamente, a aceleração inflacionária no final dos anos 80 é um dos fatores de maior importância para se explicar a queda do financiamento imobiliário. A elevação generalizada dos preços fez com que a rentabilidade da caderneta de poupança se tornasse negativa, dificultando o aumento do estoque de poupança no período e, conseqüentemente, diminuindo o *funding* disponível para o financiamento à habitação no período. Além do desincentivo inflacionário que se elevou na década de 80, os aplicadores também foram negativamente atingidos com as medidas tomadas pelo Plano Collor no início da década de 90, onde as aplicações foram bloqueadas na tentativa de se controlar a inflação através da diminuição da liquidez monetária.

Deste modo, dada à situação de dificuldades do SFH demonstrada na década de 80 e 90, evidenciou-se a necessidade de elaboração de sistema mais flexível, o qual estivesse intrinsecamente relacionado a um elevado grau de garantia aos aplicadores dos recursos e a permissão de flexibilidade na elaboração de contratos. Para ambos os sistemas, a estabilidade econômica foi um pilar extremamente importante para o bom desempenho dos mesmos, portanto, a recente conjuntura estável do país foi um fator fundamental para o bom desempenho do mercado imobiliário nos últimos anos. Entretanto, no período anterior a estabilidade macroeconômica, o desestímulo imposto no mercado de crédito imobiliário

somente alterou-se com a execução do Plano Real e com a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) no início e final da década de 90, respectivamente.

No âmbito das políticas executadas, o Plano Real teve como característica a realização de uma política monetária restritiva, principalmente, através das elevadas taxas de juros. Tal cenário de restrição monetária não foi favorável, inicialmente, ao mercado de crédito em geral já que era possível a obtenção de elevadas taxas de rentabilidade através de aplicação dos recursos em títulos públicos, em contrapartida dos investimentos imobiliários que demandavam grande quantidade de capital e poupança. Diante dessa situação, as cadernetas de poupança sofreram elevada concorrência com outras modalidades de instrumentos financeiros como os fundos de investimento em renda fixa.



Fonte: BACEN, ABECIP, CAIXA e CBIC.

Como as instituições financeiras autorizadas a captar recursos através da caderneta necessitam, decorrente da legislação vigente, direcionar a maior parte dos recursos ao crédito imobiliário e em virtude das elevadas taxas de juros praticadas durante a década de 90 favorecerem as captações de recursos através de outros instrumentos financeiros, as cadernetas de poupança foram desfavorecidas e, portanto, um menor número de recursos esteve disponível ao direcionamento das exigibilidades na década. Portanto, com o baixo crescimento das aplicações na caderneta, o crédito imobiliário apresentou intenso crescimento no período em que as taxas de juros estavam elevadas sendo que tal comportamento é

resultado da conjuntura de redução do estoque financeiro da poupança e perda da competitividade da mesma frente aos outros instrumentos.

Adicionalmente, a década de 90 apresentou elevadas taxas de inadimplência e, juntamente das altas taxas de juros praticadas, foram um estímulo para que as instituições financeiras não explorassem o mercado imobiliário nas operações de crédito no período. Tal situação fez com que as incorporadoras se tornassem as principais responsáveis pelo financiamento da aquisição, contudo, como tal ação desvia recursos do capital das empresas para o financiamento de suas vendas, a construção de imóveis se viu com menores recursos já que, no caso em que os incorporadores e construtores não necessitassem praticar o financiamento imobiliário, o capital poderia ter sido utilizado na sua principal especialidade, ou seja, a construção.

Além de ser um dos principais condicionadores do financiamento imobiliário na década de 90, reduzindo o incentivo a expansão do crédito imobiliário, a elevada taxa de juros vigente implicou na elevação da Taxa Referencial (TR), calculada através de uma média ponderada da remuneração dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Recibos de Depósito Bancário (RDB) com a exclusão de um redutor estipulado pelo governo. A TR é utilizada para a atualização dos saldos devedores de grande parte dos financiamentos imobiliários e as elevadas taxas de juros executadas na década fizeram com que os saldos devedores das dívidas imobiliárias fossem superiores ao valor dos imóveis em alguns dos contratos de financiamento.

Entretanto, a década de 90 pode ser caracterizada como um período de reformas econômicas e institucionais do país, onde ajustes foram realizados no objetivo de estruturar um ambiente de conjuntura e estabilidade macroeconômica. Como já citado, inicialmente, o governo procurou adotar o mecanismo de âncora cambial em relação à moeda americana e já no final de década, em virtude das restrições no mercado externo, alterou-se a política com a adoção do Regime de Metas de Inflação. Com relação à política fiscal, também se evidenciou a melhoria no financiamento público e maior equilíbrio fiscal, principalmente após a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Deste modo, é destacada a melhoria da estabilidade econômica nos últimos dez anos como decorrência principal do aumento da qualidade das políticas monetárias e fiscais executadas, sobretudo o RMI e LRF. Contudo, também houve políticas direcionadas

especificamente ao setor imobiliário, como a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

A criação do SFI se deu em virtude das quedas do número de financiamentos iniciada na década de 80 e mantida durante a década de 90, buscando-se criar um novo mecanismo de financiamento no país. Em 1997 instituiu-se o Sistema de Financiamento Imobiliário através da criação de novos mecanismos de captação de recursos, das Companhias Securitizadoras e do estabelecimento de novas garantias, como a instituição do regime de alienação fiduciária de bem imóvel. Por sua vez, com a criação das securitizadoras, autorizou-se a emissão de um novo título mobiliário com lastro imobiliário, denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Juntamente com a instituição do SFI, os novos mecanismos que foram adotados com o objetivo estruturar um novo marco regulatório do mercado de financiamento imobiliário no país deram início a uma nova fase do setor imobiliário, marcada por políticas do setor público de incentivar e estruturar políticas direcionadas ao setor.

Com relação a fontes de recursos do *funding* imobiliários, a perda de competitividade da poupança somente se alterou após 2004, onde a queda das taxas de juros no período fez com que as aplicações na caderneta se tornassem novamente atraente frente aos outros instrumentos, especialmente em virtude da modalidade de aplicação na caderneta oferecer elevada liquidez e isenção do Imposto de Renda. Nesse sentido, o aumento do estoque financeiro da poupança foi responsável pelo aumento do volume de crédito imobiliário no período.

Nos últimos anos, a economia brasileira passou a incentivar investimentos de longo prazo, como consequência da maior previsibilidade econômica, tornando-se menos arriscada e insegura. Assim, a recente situação favorece o desenvolvimento do mercado de capitais e tal movimento evidencia-se através do aumento das operações de créditos, prazos e queda das taxas de juros das operações. Adicionalmente, a tendência de queda das taxas de juros proporciona a expansão da disponibilidade de recursos para as atividades econômicas.

Entretanto, apesar de recente melhora das condições e atividades econômicas, infelizmente é evidente que o país ainda não conseguiu resolver o problema habitacional já que ainda apresenta elevado déficit habitacional, número o qual segundo estudo da Fundação João Pinheiro fora estimado em aproximadamente 6,2 milhões de habitações em 2007 e

representa a elevada necessidade por moradias da população que não foi atendida nas últimas décadas.

Diante do insuficiente crédito imobiliário, o processo de urbanização do país se caracterizou pela marginalização e estruturas precárias de habitação, principalmente para as famílias com menor renda. Como é mínima a parcela da população brasileira que dispõe de recursos suficientes para a aquisição de um imóvel sem necessitar de um financiamento, o SFH não foi capaz de proporcionar a quantidade suficiente de financiamentos para a população, deste modo, um adequado sistema que atenda as necessidades da população é extremamente importante pelo seu lado social e econômico.

Além da estabilidade econômica adquirida recentemente e que, por sua vez, favoreceu o mercado de crédito imobiliário e o acesso à habitação, também há outras medidas complementares adotadas nas últimas duas décadas que buscaram desenvolver um novo modelo de financiamento imobiliário no país baseados em títulos privados com lastro imobiliário e iniciativas do setor público, como o programa Minha Casa Minha Vida executado nos últimos anos.

Por fim, este capítulo descreverá o recente período do crédito imobiliário do país e o desenvolvimento das novas modalidades de captações de recursos através do Sistema de Financiamento Imobiliário. Abordará as características da evolução recente do mercado imobiliário e as novas medidas adotadas que favoreceram o setor.

4.1 O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI)

A criação do Sistema de Financiamento Imobiliário no país derivou das necessidades de um novo sistema de financiamento imobiliário que fosse mais flexível, em comparação com o SFH, sendo resultado do projeto que teve sua aprovação na Lei 9.51 em 1997. A instituição do SFI teve o objetivo de consolidação, atualização e promoção de incentivos para o desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário no país e, nesse sentido, a legislação elaborada foi fundada sob a consonância de interesses entre o setor público e privado para o desenvolvimento do crédito imobiliário. A elaboração da lei teve como desígnio o incentivo ao crédito imobiliário através da maior segurança jurídica nos contratos, das maiores fontes de

captação de recursos através dos novos títulos de lastro imobiliário e das medidas que ofereceram incentivos ao setor.

Com a promulgação da Lei 9.514/97 foram criadas, dentre outras, os títulos denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), os quais possuem como característica o lastro em créditos imobiliários. Destaca-se que, pela mesma legislação, foram instituídas as Companhias Securitizadoras de Crédito Imobiliário, onde são as instituições destinadas a adquirir, securitizar e emitir os títulos de CRI no mercado. Contudo, a promulgação da referida lei foi apenas o início das medidas que o setor público realizou para instituir um novo marco regulatório para o setor imobiliário no país e como exemplos podem ser citados a Lei de Locação 8.245/91 e os Fundos de Investimento Imobiliários que foram criados em 1993, ambos em anos anteriores ao da promulgação da Lei 9.514.

A inspiração para a constituição do SFI derivou do mercado de crédito americano e seu mercado secundário. O objetivo do SFI fora, diferentemente do SFH, estruturar um ambiente mais flexível para a captação de recursos ao financiamento imobiliário e, para isso, foi permitido que as operações fossem livremente pactuadas, possibilitando maior flexibilidade frente ao antigo modelo onde haviam restrições de prazo, juros e outras nas operações. Assim, com a maior flexibilidade, há a possibilidade potencial de promoção de maiores quantidades de operações de financiamento.

A introdução do novo mecanismo objetivou diminuir a incerteza e custos derivados das dúvidas com relação à execução das garantias. Decorrente da menor regulação possibilitou-se o financiamento de diferentes modalidades imobiliárias, além da flexibilidade de prazos, taxas e outras condições (ABECIP, 2007).

Além da desregulamentação que ofereceu, estruturando base para o novo modelo de financiamento, o SFI possibilitou uma estrutura jurídica mais segura sob o ponto de vista dos financiadores, pois permitiu a ampliação dos mecanismos de garantia com a possibilidade de instituição da alienação fiduciária de coisa imóvel e a cessão dos direitos creditórios do contrato decorrente de compra e venda ou promessa de compra e venda. Adicionalmente, com a criação das Companhias Securitizadoras, permitiu-se a aquisição pelas mesmas de créditos imobiliários junto às instituições originadoras primárias, ou seja, possibilitando que tais créditos fossem emitidos os valores mobiliários denominados CRI que podem ser negociados junto aos investidores de maneira primária e secundária.

Com a instituição do regime fiduciário e criação das Sociedades de Propósitos Específicos (SPE), aprovou-se a desvinculação entre o patrimônio da securitizadoras e os créditos de cada operação mobiliária da mesma, permitindo a atração dos investidores com uma maior segurança jurídica e, conseqüentemente, menor risco. Deste modo, com a instituição do regime fiduciário em uma operação, assegurou-se que os créditos da emissão não estejam disponíveis para os credores da securitizadoras em situações de liquidação da mesma, representando uma segurança adicional em caso de falência da emissora.

A alienação fiduciária, igualmente, diminuiu o risco jurídico do financiamento e tendo seu funcionamento como um instrumento operacionalizado em forma de contrato, onde o financiador possui a posse direta do imóvel (propriedade fiduciária) e o mutuário, até quitar a dívida, figura-se como possuidor direto do imóvel. Ou seja, após o quitamento da dívida imobiliária, o contrato de alienação fiduciária perde sua validade e, o até então mutuário, torna-se o proprietário do imóvel. Nesse sentido, é evidente o avanço da garantia jurídica dos instrumentos e a finalidade de atrair financiadores, resolvendo com ressalvas um dos principais obstáculos do financiamento imobiliário no país, o qual é a morosidade do judiciário e a insegurança proporcionada aos credores imobiliários em financiamentos que contam com garantias hipotecárias.

Observa-se que com a introdução da alienação fiduciária aos contratos de financiamentos, a hipoteca passou a ser utilizada em segundo plano e apesar da recente utilização do novo mecanismo de garantia, argumenta-se que a execução da mesma é mais rápida e menos custosa para os credores. Adicionalmente, com a introdução do instrumento jurídico de Patrimônio de Afetação, permitiu-se a segregação entre o patrimônio de um empreendimento e do patrimônio da empresa, aumentando-se a segurança aos compradores de imóveis e aos financiadores da construção.

Deste modo, tais medidas representaram uma continuidade, iniciada desde meados dos anos 90, do processo de incentivos ao mercado imobiliário através de instrumentos regulatórios e jurídicos.

Com relação as novas fontes de captação, o novo título com lastro imobiliário denominado CRI é um título nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro. O título permite sua emissão de distintas classes, chamadas seniores e subordinadas. Tal estrutura é utilizada como mecanismo

de reforço de crédito, sendo que a classe sênior possui preferência na amortização e liquidação do título e a subordinada está em um segundo nível com relação aos detentores da classe sênior para tais pagamentos. O mercado de CRI, como qualquer outro valor mobiliário no país, é regulado e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliário (CVM), sendo que o registro e as negociações dos títulos se dão no Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados (CETIP).

Deste a instituição do SFI, a principal aposta para o crescimento do crédito imobiliário passou a se dar através da viabilização da emissão do CRI, da securitização dos recebíveis e do desenvolvimento de um mercado secundário de tais títulos privados, inspirando-se na experiência e relevância do mercado de títulos imobiliários dos EUA. Os títulos de CRI buscam conciliar a captação de recursos de investidores (institucionais, pessoas físicas e jurídicas) com prazos compatíveis com as operações imobiliárias, reduzindo assim o descasamento de *funding* e os riscos do financiamento. Essa estrutura busca intermediar as operações de longo prazo, as quais demandam elevadas quantidades de capitais, com a disponibilidade de capitais e a busca de alternativas de aplicação dos recursos dos agentes superavitários. Destaca-se que, para o desenvolvimento do sistema, é extremamente importante a queda das taxas de juros, situação que exige que os agentes superavitários busquem alternativas de investimento para aplicar seu capital e favorecem os títulos privados frente aos títulos públicos.

Assim, as principais alterações com a instituição do novo sistema de financiamento imobiliário foram à criação das Companhias Securitizadoras, dos Certificados de Recebíveis Imobiliários e a instituição da alienação fiduciária, permitindo a captação de recursos através de operações de securitização e emissão de títulos com lastro imobiliário e com garantias mais fortes. Portanto, o SFI buscou interligar o mercado imobiliário ao mercado financeiro, eliminando a intermediação bancária no financiamento imobiliário possibilitando assim, menores juros aos agentes que necessitam de financiamento e maiores juros aos investidores através do processo de securitização de recebíveis imobiliários.

Portanto, a atual vantagem do SFI é estar inserido em uma conjuntura econômica favorável com controle inflacionário e fiscal, fatores fundamentais para que o mecanismo do sistema funcione adequadamente.

4.1.1 Securitização de recebíveis imobiliários:

A palavra securitização é uma adaptação do termo *securities* em inglês e significa a criação de valores mobiliários. O termo, em um sentido mais amplo, é utilizado para explicar o processo onde empresas captam recursos através do mercado de capitais através da emissão de valores mobiliários, transformando seus passivos em títulos no mercado. Deste modo, as operações de securitização são uma prática financeira de transformação de um direito de crédito, uma expectativa de receita ou de um bem, em um valor mobiliário negociável.

As operações de securitização são uma inovação financeira recente que permitem a emissão de títulos com lastro em obrigações, as quais através do patrimônio separado e da qualidade dos ativos securitizado oferecem menores riscos de créditos sendo, portanto, uma fonte de financiamento com menor custo. As primeiras securitizações tiveram origem nos Estados Unidos durante a década de 70 através de ações das agências governamentais ligadas ao crédito imobiliário e com o objetivo de desenvolvimento do mercado de títulos com lastro imobiliários. Desde então, diversos outros créditos, como as duplicatas comerciais, passaram a ser securitizadas.

Durante a década de 70, os EUA presenciaram o surgimento de emissões de títulos privados que através de operações estruturadas eliminavam ou diminuam o risco de crédito do emissor (agente tomador do crédito). Os lastros de tais títulos eram fluxos de recebíveis, que, por sua vez, tinham sido originados em operações de empréstimos onde o fluxo de caixa dos títulos era uma reprodução do fluxo de caixa de tais recebíveis. Assim, a securitização está estruturada no objetivo de distribuir os riscos da operação entre diversos investidores, permitindo que empresas transformem suas dívidas em títulos mobiliários e levantam recursos no mercado com taxas mais atraentes, principalmente pelas características das estruturas que buscam interligar o agente superavitário e deficitário de uma maneira mais direta.

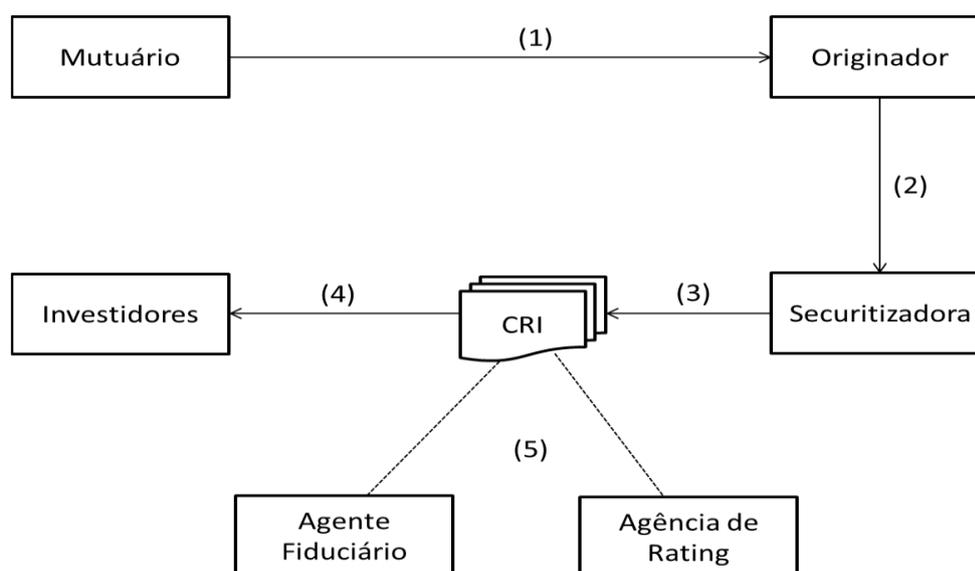
Os títulos emitidos são caracterizados por um fluxo de caixa derivados dos créditos vinculados à emissão, incluindo promessa de pagamento de principal e juros, além de inclusão de garantias e outras estruturas jurídicas para diminuir o risco de crédito e aumentar a segurança nos casos de inadimplência. Deste modo, o mecanismo de securitização é uma inovação financeira que alterou o modelo clássico de intermediação financeira, onde bancos comerciais eram as instituições que captam os depósitos dos agentes superavitários e realizam os empréstimos aos agentes deficitários, como no SFH.

O processo de uma operação de securitização inicia-se com a constituição da Sociedade de Propósito Específica (SPE) a qual, através da captação de recursos junto aos investidores, adquire os direitos de créditos de determinada empresa. As operações contam com estruturas jurídicas e financeiras específicas para mitigar os riscos e aumentar a transparência para os investidores. Assim, as vantagens para as empresas tomadores de recursos advêm da capacidade de captação de recursos com uma taxa mais favorável, da antecipação do fluxo de caixa e das transferências de riscos e diversificação de fontes de captação. Do ponto de vista dos investidores, as vantagens são a pulverização dos riscos e desintermediação financeira, além das próprias garantias de cada emissão específica.

Conseqüentemente, as operações de securitização de créditos imobiliários consistem na aquisição, por parte de uma securitizadora, de créditos de contratos com lastro em operações de compra e venda, aluguel, financiamento imobiliário ou outros créditos com lastro imobiliário, os quais são vinculados a emissão do título mobiliário (CRI) através do Termo de Securitização, um documento jurídico emitido pelas Companhias Securitizadoras. O Termo de Securitização é necessário para a emissão do Certificado de Recebíveis Imobiliários, sendo este último, efetivamente, o valor mobiliário que será distribuído aos potenciais investidores através de uma distribuidora de valores mobiliários. Além, as emissões também podem conter em sua estrutura garantias adicionais oferecidas aos investidores e uma Classificação de Risco atribuída por uma Agência de Rating, onde é analisado o risco de crédito da operação.

Para a emissão do CRI, além do Termo de Securitização que é o documento legal onde estão descritos os créditos vinculados aos certificados e suas características legais, há a necessidade de o mesmo ser registrado no Cartório de Registro de Imóveis e na CVM. Para o caso específico de uma securitização de recebíveis imobiliários, o esquema abaixo demonstra resumidamente as principais etapas da operação:

Figura 1 – Estrutura de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários



- (1) A originação dos créditos imobiliários se dá entre o mutuário e o originador, ou seja, os créditos podem ser derivados de operações de compra e venda, promessa de compra e venda, aluguel, empréstimo para construção ou outros tipos de operações que possuem lastro imobiliário.
- (2) Após a originação dos créditos, o originador detém o direito de receber o fluxo de caixa futuro, entretanto, a Companhia Securitizadora adquire tal direito para poder vincular os créditos na emissão do Certificado de Recebíveis Imobiliários. A aquisição, na maioria das vezes, se dá através da cessão das Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).
- (3) Através do Termo de Securitização, a securitizadora emite o CRI onde estão vinculados os créditos imobiliários.
- (4) O CRI, através da distribuidora, é distribuído aos investidores, os quais, através da aquisição dos títulos, detêm o direito de receber o fluxo de caixa futuro dos créditos imobiliários. Uma parte do valor captado na operação é utilizada pela securitizadora para o pagamento da aquisição dos créditos do originador.
- (5) Muitas das operações contam com uma classificação de risco atribuída por uma Agência de Rating, responsável por avaliar o risco de crédito da operação. Há também a participação do Agente Fiduciário atuando como representante dos investidores e, por isso, acompanha a evolução de toda a operação, incluindo seus pagamentos e outros procedimentos de interesse dos investidores.

No Brasil, as primeiras operações de securitização ocorreram na década de 80, entretanto, o valor mobiliário era emitido pela mesma empresa que originava os recebíveis e não havia a separação do patrimônio da emissora e dos créditos da operação. Neste caso, com a inexistência da segregação dos direitos creditórios no patrimônio da emissora, as emissões eram causa de insegurança para os investidores, os quais ficavam expostos ao risco da entidade emissora. Assim, a partir dos anos 90, passou-se a adotar outra modalidade de securitização no país, na qual há a transferência dos direitos creditórios para uma Sociedade de Propósito Específico sendo que este instrumento da operação, o qual conta com a segregação dos riscos associados a outras atividades da emissora, permite maior segurança aos investidores e limita o risco à qualidade dos créditos que a SPE possui. Posteriormente, com a instituição da alienação fiduciária através do SFI, permitiu-se uma adicional segurança jurídica derivada da divisão entre os créditos e o patrimônio da instituição emissora.

4.1.2 Perspectivas para o financiamento imobiliário brasileiro através do SFI

Um estudo elaborado por Carneiro & Goldfajn (2000) indica que um modelo mais eficiente de crédito imobiliário no país se daria com a grande participação do setor privado, especialmente no financiamento da classe média e alta, disponibilizando a execução de políticas direcionadas as famílias de menores recursos pelo setor público. Contudo, para o efetivo crescimento do setor privado no mercado de crédito imobiliário no país, destaca-se a necessidade do avanço da estabilidade macroeconômica para o crescimento de securitização imobiliária. Não obstante, a queda das taxas de juros praticadas e a diminuição da volatilidade da mesma também são necessárias para o processo.

Nesse sentido, são evidentes os avanços que o país tem apresentado nas últimas duas décadas através do controle inflacionário, políticas e instituições adotadas, podendo-se afirmar que, após o Plano Real, a evolução na estabilidade tem se demonstrado presente, destacando-se a evolução do regime monetária e fiscal, calcados nas metas inflacionárias, câmbio flutuante e superávit primário.

Considerando-se a continuidade do avanço da estabilidade macroeconômica no país, os autores traçam duas tendências, as quais são o crescimento das emissões e liquidez dos títulos com lastro imobiliário e, deste modo, estariam baseados no aumento dos participantes no mercado secundário de títulos e derivados. Assim, possui relevância o potencial existente

de crescimento da participação dos administradores de recursos, além da reforma da previdência que proporcionaria crescimento dos recursos das companhias de seguros decorrente da necessidade de regulamentar atuarialmente seus ativos e passivos e da necessidade de ativos de maiores prazos.

Portanto, o crescimento do mercado no país necessariamente passaria pelo aumento da participação dos agentes institucionais e administradores de recursos e, dada a características de suas aplicações financeiras serem em grande parte em renda fixa, a queda das taxas de juros é um fator determinante do desenvolvimento do mercado primário e secundário dos títulos com lastro imobiliário e até mesmo dos outros ativos financeiros com características semelhantes.

Adicionalmente, os autores realçam os principais riscos do mercado imobiliários na atuação instituições financeiras, a saber:

- i. Risco de Crédito: risco relacionado à incerteza da qualidade de crédito do mutuário, não obstante o mesmo pode ser segurado por um agência governamental ou privada, além da mensuração da atribuição de risco por uma Agência de Rating.
- ii. Risco de Preço: risco associado às alterações causadas no valor de uma hipoteca em decorrência de alteração das taxas de juros.
- iii. Risco de Descasamento: risco associado às divergências entre as alterações dos valores dos ativos e passivos, principalmente em situações onde os índices forem divergentes entre si.
- iv. Risco de Liquidez: risco relacionado ao desenvolvimento do mercado secundário.
- v. Risco de Pré-pagamento: é a incerteza relacionada ao fluxo de caixa do financiamento, principalmente com pagamento antecipado ou, até mesmo, *default*.

Cabe observar que ambos os riscos possuem inter-relação e, conseqüentemente, influenciam uns aos outros. Diante de tal fato, observa-se que ações em direção à diminuição de tais riscos resultariam em resultados favoráveis ao desenvolvimento do mercado e, portanto, medidas de diminuição do descasamento de índices dos contratos e dos salários, da volatilidade das taxas de juros, aumento da participação de *market makers* - como os fundos

de investimento imobiliário de CRI – ou da participação das seguradoras e instituições financeiras no mercado, resultariam no crescimento do mercado através da queda dos riscos encontrados pelos agentes participantes.

Acessoriamente ao crescimento dos títulos imobiliários, o estudo indica que se fará necessário a definição de outros fatores importantes para o financiamento imobiliário através do SFI, a saber:

- i. Juros flutuantes e indexação: ambos possuem relação com o histórico inflacionário no país, o qual implicou na necessidade de taxas flutuantes ou indexação dos contratos e na diminuição do crédito de longo prazo. A evolução de tal assunto deverá ser dar em direção da liberdade de adoção dos índices e padronização dos contratos.
- ii. Estrutura do Modelo: deve-se evoluir as definições sobre a regulamentação e determinação do Estado frente à liberdade contratual, ou seja, será necessário uma adequada combinação de ambos sob pena de que se o mercado for muito regulado, poderá se demonstrar rígido ou o inverso. Destaca-se a inviabilidade de se instituir fundos públicos no direcionamento de créditos, os quais, sob o ponto de vista econômico, impactam negativamente as finanças públicas e distorcem o mercado.

Observa-se que um modelo com maior intervenção estatal implicaria em maior desequilíbrio entre a oferta e demanda decorrente da rigidez dos contratos e diante dessa opção, a solução mais adequada seria a flexibilidade da liberdade dos contratos, prazo e indexadores. Diante de tais afirmativas, podemos afirmar que tais fatores de flexibilidade estão presentes em maior quantidade no SFI do que no SFH e, por isso, o novo sistema demonstra ser mais adequado e mais adaptável as distintas e alterações da conjuntura econômica.

É necessário, para o desenvolvimento de um mercado secundário, o crescimento da liquidez e dinamismo do mercado de títulos com lastro imobiliário. Para isso, é importante que haja avanços em alguns fatores que ainda necessitam serem aprofundados no país, entre tais (Carneiro & Goldfajn, 2000):

- i. Estabilidade macroeconômica: Ainda é preciso aprofundar a redução do déficit público e o spread entre a taxa de juros externa e interna, além da diminuição da volatilidade da taxa de juros praticada no país.
- ii. Indexação: Compatibilização dos indexadores entre os depósitos e dos financiamentos, diminuindo o descasamento e o risco dos mesmos e procurando à adoção de indexadores que não sejam superiores a taxa de inflação e com a correção nominal dos salários.
- iii. Padronização dos contratos: massificação da securitização.

Assim sendo, a manutenção do movimento de queda das taxas de juros, visível diante da análise de longo prazo das taxas praticadas no país nos últimos dez anos, proporcionará o crescimento do mercado de recebíveis imobiliários e, conseqüentemente, do crédito imobiliário decorrente de tais operações de securitização. Tal crescimento proporcionará que os financiamentos sejam feitos através dos investidores, assim, as construtoras, através da venda dos recebíveis de seus clientes, irão levantar o capital para direcioná-lo a novos projetos, permitindo que sua função seja plenamente exercida e deixando o mercado financeiro responsável pelo financiamento dos mutuários. Nesse cenário, o setor público poderá concentrar todos seus esforços no financiamento da parcela da população excluída do mercado de crédito imobiliário.

Entretanto, diante do modelo de financiamento proposto pelo SFI ainda se faz necessário o avanço em direção à eliminação de algumas dúvidas atualmente existentes como (Carneiro & Goldfajn, 2000):

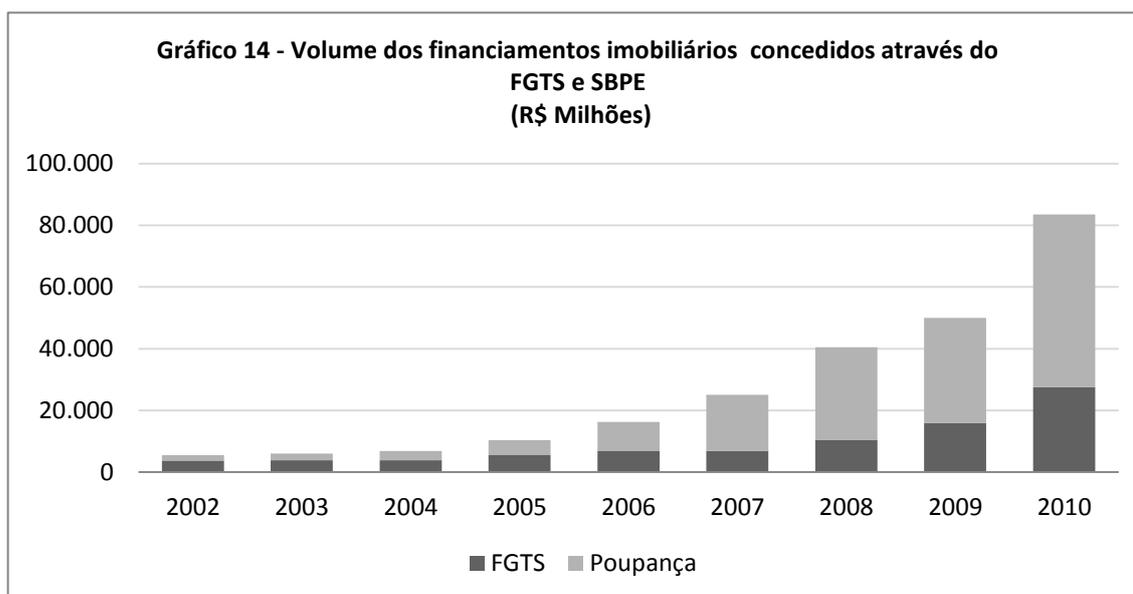
- i. O risco de inadimplência do mutuário como consequência da inexistência de um histórico de seu crédito, o qual poderia ser solucionado com a estruturação de um cadastro positivo, permitindo maior informação para os financiadores.
- ii. Dúvidas sobre a funcionalidade da alienação fiduciária decorrente da recente existência do instrumento e incerteza associada à interpretação do sistema judiciário.
- iii. Elevados custos de emissão derivados do registro, distribuição e outros custos dos títulos, onerado e dificultando a estruturação dos mesmos.
- iv. Desconhecimento do mercado com relação as existência, características e operacionalização dos títulos.

Deste modo, o SFI apresentou importantes avanços e criou estruturas e instrumentos para o crescimento do setor imobiliário. Entretanto, como já citados, há ainda fatores que necessitam evoluir para o desenvolvimento da liquidez do mercado, principalmente o mercado secundário. Tal evolução estaria associada ao crescimento da securitização e da participação de investidores, atraindo maiores recursos para o mercado imobiliário e contribuindo como uma grande fonte de recursos para o setor.

4.2 A recente conjuntura de financiamento imobiliário no país

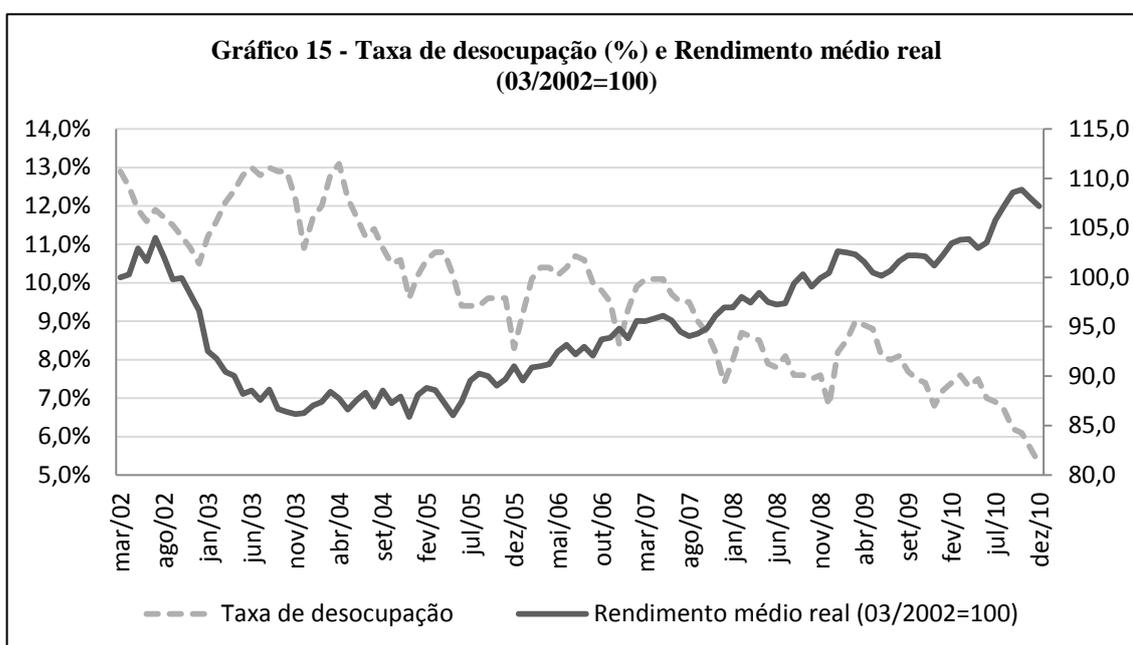
Nos últimos anos, o país tem apresentado crescimento nas taxas do financiamento imobiliário através do aumento da disponibilidade de crédito que, por sua vez, resultam na maior aquisição e construção de habitações. Os principais pontos responsáveis pelo atual crescente movimento são o âmbito macroeconômico e a evolução, ainda em processo, da estabilidade econômica no país, salientando-se principalmente as medidas de adoção do Regime de Metas de Inflação e da Lei de Responsabilidade Fiscal nos últimos anos.

O volume ofertado para o financiamento imobiliário aumentou substancialmente no período, principalmente os direcionados através do SBPE (gráfico 14). Somente no ano de 2010, o valor dos financiamentos imobiliários através do SBPE cresceram 65% com relação ao ano de 2009, o equivalente ao financiamento de 421 mil unidades no ano, além do crescimento de aproximadamente 19% no estoque da caderneta de poupança no ano, sendo que tais dados demonstram a elevada dinâmica atual do setor.



Fonte: CBIC e UQBAR.

Além do maior volume de crédito ofertado, o alongamento dos prazos de financiamento e o maior direcionamento bancário ao crédito imobiliário também impactaram positivamente o setor nos últimos anos. Como consequência do ambiente macroeconômico, ocorreu o crescimento do emprego e da renda da população, como pode ser observado pelo gráfico 15, permitindo a melhora na qualidade e capacidade creditícia dos tomadores. Deste modo, presencia-se um clima mais favorável à expansão do crédito na última década, principalmente devido à diminuição da incerteza e das taxas de juros, proporcionando que outras atividades sejam exploradas pelos agentes privados. O recente período de crescimento econômico resultou na contínua elevação da renda da população e, portanto, permitiu que a mesma possuísse maior capacidade de obter e honrar os financiamentos.

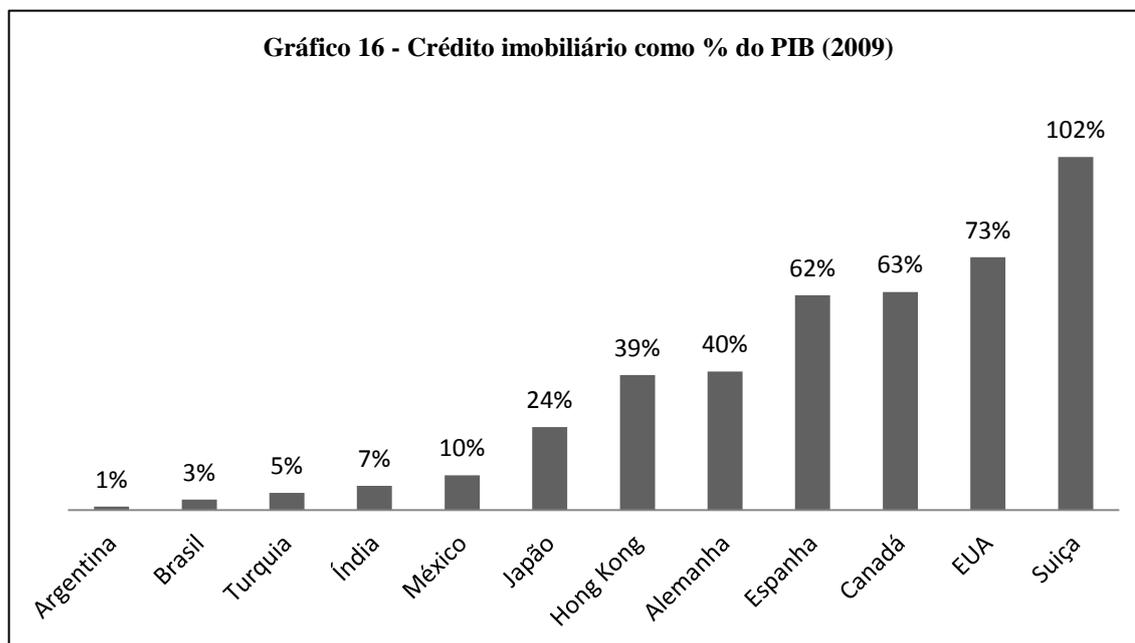


Fonte: IBGE.

O cenário descrito tornou atraente a exploração do segmento de crédito imobiliário pelos bancos privados nos últimos anos, os quais aumentaram sua posição de carteira imobiliária, principalmente porque o setor era até então pouco explorado pelas instituições financeiras e, diante da queda das taxas de juros do período e da já elevada exploração de outros segmentos de créditos, o crédito imobiliário se tornou um mercado atraente para se aumentar a exposição na carteira das instituições financeiras.

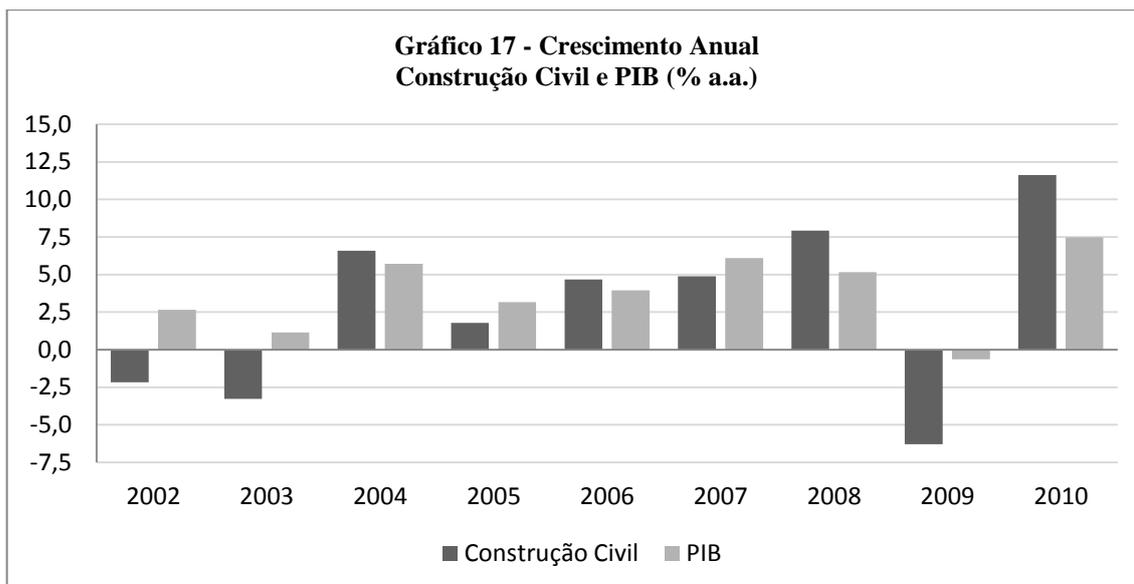
Não obstante o recente crescimento do setor no país, ainda há indicadores que demonstram o elevado potencial do mercado imobiliário brasileiro, entre eles, a comparação

entre os países da relação entre crédito imobiliário e o PIB do país, indicador o qual demonstra a baixíssima relação ainda encontrada no Brasil, conforme o gráfico 16.



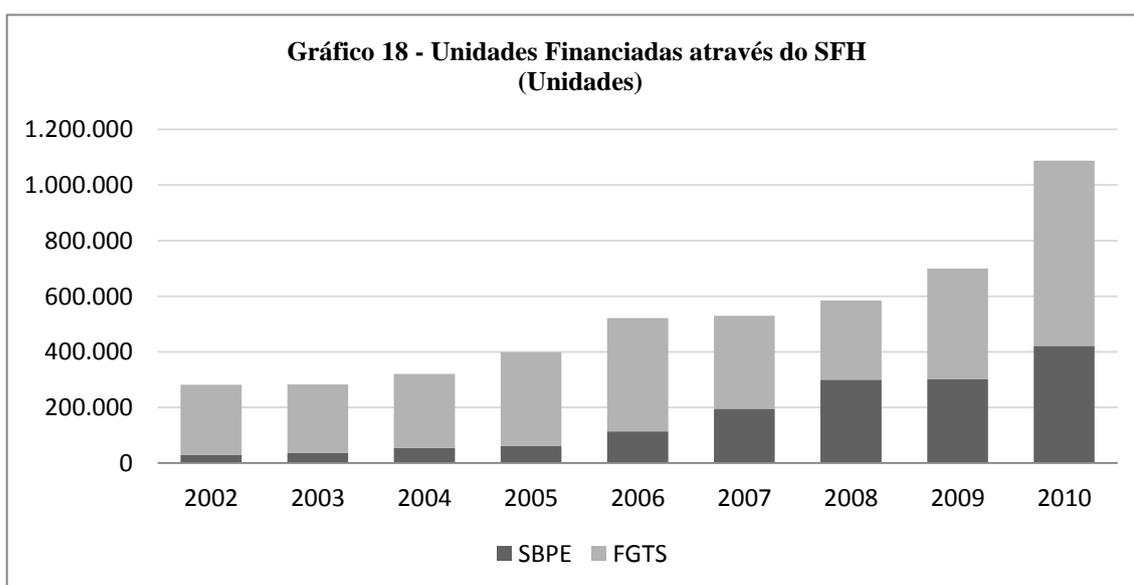
Fonte: Banco Mundial.

Especialmente a partir de 2004, o mercado imobiliário tem demonstrado um processo de crescimento de sua atividade com exceção do ano de 2009, o qual pode ser considerado um ano atípico em virtude da influência da crise financeira originada nos EUA sobre o país (gráfico 17) Portanto, destaca-se que após o aprofundamento da estabilidade econômica através do avanço das políticas públicas, no final da década de 90 e início dos anos 2000, a construção civil demonstra estar em contínuo processo de crescimento, sendo que o ano de 2009 foi um ano atípico decorrente da crise internacional iniciada no sistema financeiro americano, impactando na conjuntura econômica brasileira e, portanto, a construção civil foi mais afetada que o agregado da atividade econômica, principalmente, pela redução do crédito e do crescimento econômico. Assim, desconsiderando-se o ano de 2009, a construção civil apresenta sucessivas taxas de crescimento positivas desde 2004.



Fonte: IBGE

No âmbito do SFH também é evidente o crescimento das unidades financiadas (gráfico 18), um crescimento de 280% até o ano de 2010, comparado com o início da série em 2002. Observa-se que, apesar dos avanços na área macroeconômica, institucional e regulatória, ainda se faz necessário que grande parte dos financiamentos imobiliários sejam realizados com recursos direcionados ou pelas construtoras, ou seja, através da exigibilidade da poupança, FGTS ou do capital dos incorporadores. Diante de tal situação, a atual estrutura vigente demonstra grande ineficiência, pois ambos meios de financiamento praticados não são capazes de atender a totalidade da demanda por recursos, apresentando defeitos particulares.



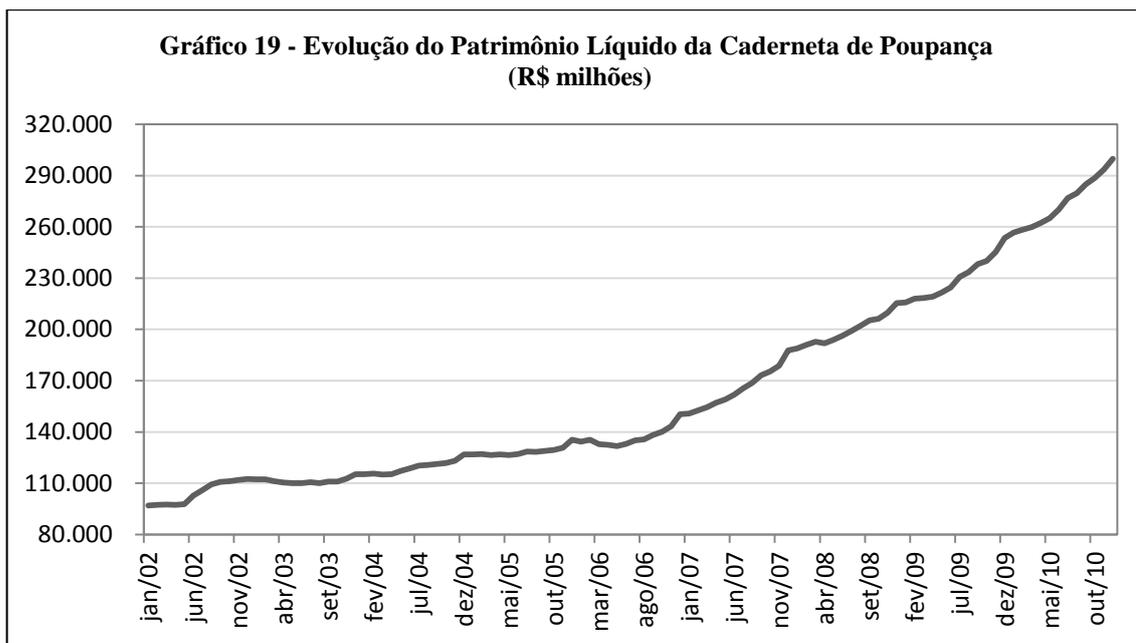
Fonte: BACEN, ABECIP, CEF e CBIC.

Com relação aos defeitos de cada uma das principais fontes de recursos do mercado imobiliário na atualidade, a poupança que, apesar de historicamente apresentar elevada captação e de representar grande parcela do *funding* imobiliário, é o maior instrumento para a captação de recursos direcionados ao financiamento habitacional no país e diante de tal constatação é necessário, devido às características da caderneta, buscar outras fontes de recursos para o financiamento imobiliário, principalmente porque a caderneta possui algumas peculiaridades como instrumento de captação para o financiamento da habitação, a saber:

- i. Sob o ponto de vista do investidor, a poupança não é o melhor instrumento disponível para investimento, pois possui baixa remuneração em relação a outras modalidades de renda fixa, principalmente em momentos de elevadas taxas de juros praticadas no mercado;
- ii. Sob o ponto de vista das Instituições Financeiras e do crédito imobiliário, a poupança é um passivo de curto prazo, pois permite ao poupador o saque do valor poupado com relativa facilidade, contrastando com a necessidade de recursos de longo prazo para o financiamento imobiliário e implicando em descasamento e maior vulnerabilidade das Instituições Financeiras;

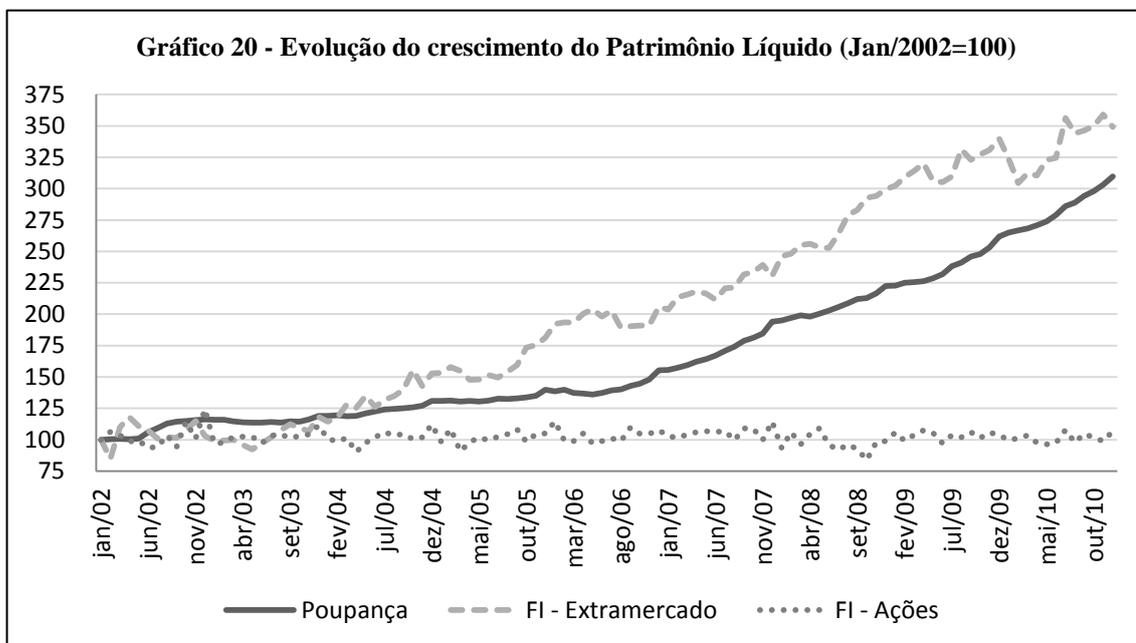
Deste modo, mesmo com tais características, o modelo de financiamento habitacional brasileiro ainda é dependente dos recursos captados pelas instituições financeiras através da poupança, sendo que no presente 65% dos valores das cadernetas de poupança são direcionados ao financiamento imobiliário decorrente das exigibilidades impostas pelo governo, onde os outros 5% são recursos livres e 30% é a parte referente aos depósitos compulsórios. Observa-se que dada às características atuais da poupança, com isenção de IR e elevada liquidez de saque, a mesma torna-se muito competitiva frente aos outros instrumentos financeiros em situações de queda das taxas de juros.

Em seu histórico de captação, a poupança apresenta elevado volume financeiro de capitalização, com elevados crescimentos em anos com queda das taxas de juros. O gráfico 19 demonstra a evolução do estoque líquido financeiro da caderneta de poupança no período.



Fonte: BACEN.

Apesar do crescimento da poupança nos últimos anos e de sua maior competitividade em cenários de baixas taxas de juros, evidencia-se que a mesma vem apresentando crescimento abaixo do verificado em outros produtos financeiro, como os fundos de investimento (FI) em renda fixa (gráfico 20).



Fonte: BACEN e CBIC.

Portanto, verifica-se que o crescimento de fundos de investimento de renda fixa, os quais investem majoritariamente em títulos públicos, CDB e RDB, apresentam uma taxa de crescimento de patrimônio líquido superior ao verificado na caderneta de poupança no período de análise. Tal tendência pode ser parcialmente explicada pelo maior retorno de tais aplicações frente à rentabilidade da poupança (tabela 1).

Tabela 2 – Comparação da rentabilidade entre distintas aplicações

Ano	Poupança	CDB PJ – não financeira	Fundos de Investimento		Ouro	IBOVESPA
			Extramercado	Ações		
2002	9,14%	19,09%	18,31%	8,45%	80,26%	-16,59%
2003	11,10%	21,60%	22,85%	38,79%	-0,77%	97,34%
2004	8,10%	15,43%	15,95%	17,16%	-2,84%	17,82%
2005	9,18%	17,62%	18,48%	16,81%	2,93%	27,71%
2006	8,33%	13,83%	14,89%	36,12%	12,69%	32,93%
2007	7,70%	10,45%	11,31%	53,01%	11,27%	43,65%
2008	7,90%	11,70%	12,20%	-31,37%	32,13%	-41,22%
2009	6,92%	9,10%	9,53%	46,78%	-3,05%	82,66%
2010	6,90%	8,72%	9,52%	8,57%	32,26%	1,04%

Fonte: Indicadores econômicos consolidados/BACEN e CBIC.

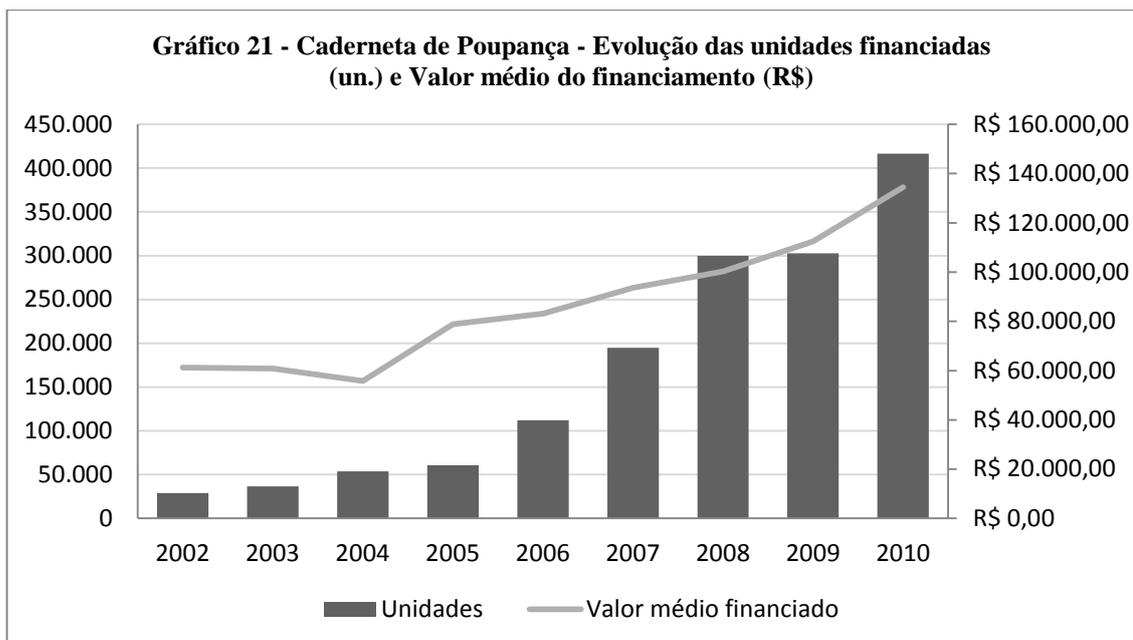
Além, a rentabilidade da caderneta da poupança, que é calculada através da atualização do valor financeiro pela TR mais a rentabilidade de 0,5% ao mês, apresenta a característica de descasamento entre a taxa referencial e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a principal medida de inflação utilizada pelo setor público. Tal fato faz com que a TR deixe de refletir a atualização monetária e, em cenários de elevadas taxas, a rentabilidade da poupança pode-se tornar até negativa (tabela 2).

Tabela 3 - Rentabilidade real da caderneta de poupança

Ano	TR	Poupança	IPCA	Rent. real
2002	2,80%	9,14%	12,53%	-3,01%
2003	4,65%	11,10%	9,30%	1,65%
2004	1,82%	8,10%	7,60%	0,46%
2005	2,83%	9,18%	5,69%	3,30%
2006	2,04%	8,33%	3,14%	5,03%
2007	1,45%	7,70%	4,46%	3,10%
2008	1,63%	7,90%	5,90%	1,89%
2009	0,71%	6,92%	4,31%	2,50%
2010	0,69%	6,90%	5,91%	0,94%

Fonte: BACEN, CBIC e IBGE.

Deste modo, é destacada a perda de competitividade da poupança em cenários de elevadas taxas de inflação e/ou elevadas taxas de juros, contudo, o recente período demonstra o inverso, pois através da queda de ambas as taxas e da manutenção da tendência dos últimos anos, com exceção de momentos pontuais, é possível projetar o crescimento do volume captado pelas cadernetas de poupança e, conseqüentemente, do financiamento imobiliário mesmo que alternativas de investimento como os fundos de renda fixa também se demonstrem atrativos, pois como já explicitado a poupança apresenta elevada liquidez e isenção de Imposto de Renda. A recente situação macroeconômica favorável à caderneta apresentou crescimento das unidades financiadas com recursos da caderneta no período, como demonstrado no gráfico 21:



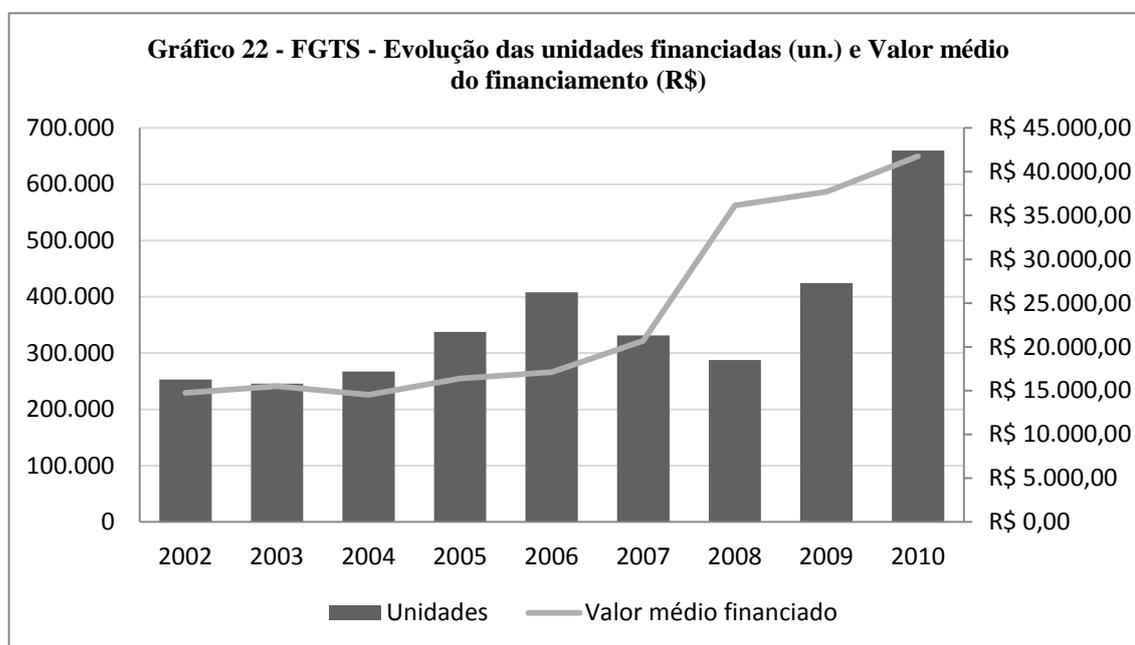
Fonte: CBIC e UQBAR.

Deste modo, a poupança apresentou também crescimento na quantidade de unidades financiadas, um aumento de 1341% no período iniciado em 2002, e no valor médio do financiamento, aumento de 120% nos últimos oito anos. Portanto, o crescimento dos financiamentos com recursos da poupança explicam grande parte do elevado crescimento da demanda por moradias pela população e por terrenos pelas empresas com o aumento dos estoques para edificação.

No atual modelo de financiamento, também podemos encontrar distorções com relação ao financiamento oferecido pelos incorporadores e construtores, principalmente porque tal ação desloca o capital das empresas que poderia estar sendo utilizado na sua própria atividade econômica de construção e, portanto, distorce a estrutura de capital, diminuindo os recursos disponíveis para a construção. De outro modo, a necessidade de direcionamento do crédito por parte do governo também demonstra à insuficiência de atuação no mercado de crédito pelas instituições privadas, conseqüentemente, apesar do direcionamento buscar atender as necessidades que atualmente ainda não são supridas em sua totalidade, tais ações implicam, secundariamente, na distorção da estrutura do mercado creditício. Infelizmente, o elevado déficit habitacional comprova a inadequada maneira como o crédito imobiliário tem sido praticado no país, principalmente com a exclusão das famílias mais pobres.

Com relação aos recursos arrecadados pelo FGTS, a distribuição dos mesmos é realizada pela Caixa Econômica Federal, ou seja, o setor público detém grande parte do direcionamento dos recursos imobiliários e grande influência no mercado, uma vez que detém os recursos advindos do FGTS e dos Repasses do Governo advindos do Orçamento Geral da União para o mercado imobiliário, sendo, deste modo, capaz de agir diretamente no mesmo, além de atuar indiretamente através do direcionamento dos recursos através da caderneta de poupança.

Nos últimos oito anos, as quantidades de unidades financiadas através do FGTS aumentaram aproximadamente 160%, sendo que o valor médio em reais financiado aumentou 183%, atingindo R\$41.746,00 com um volume total de R\$27,5 bilhões em 2010.

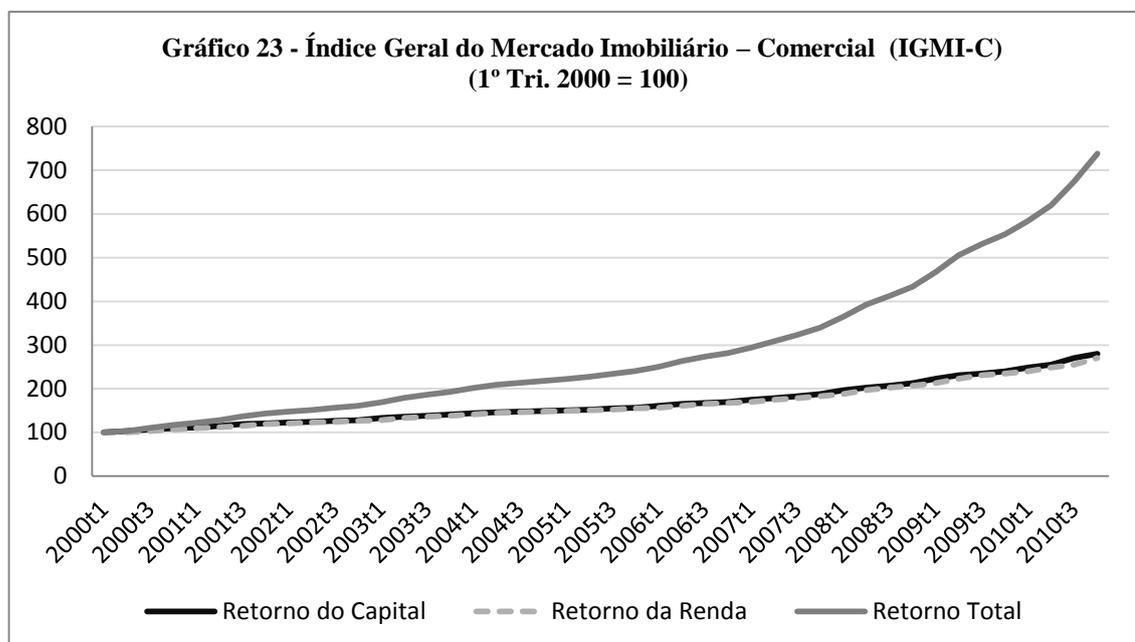


Fonte: CBIC e UQBAR.

Deste modo, observa-se que recentemente houve uma alteração na característica do mercado, ou seja, a demanda que por muitos anos foi reprimida e não encontrou ambiente favorável para ser suprida, hoje presencia um ambiente distinto na recente história brasileira através do crescimento dos recursos arrecadados e dos financiamentos realizados no âmbito do SFH.

A principal dúvida que atualmente atinge o setor imobiliário é o quanto do atual crescimento é sustentável. Apesar de que seja provável que algum momento de correção possa ocorrer, independentemente de fatores exógenos ou endógenos, é essencial que o crescimento do mercado imobiliário no país apresente constante crescimento no longo prazo, especialmente para o combate do déficit público e melhoria do aspecto social e urbano das cidades.

Nos últimos anos, os indicadores mostram uma elevada atividade do setor imobiliário, contudo, há inúmeras dificuldades de se medir o setor devido à ausência de índices e outros dados disponíveis ao público. Entretanto, a FGV e a BM&FBOVESPA lançaram recentemente o Índice Geral do Mercado Imobiliário – Comercial (IGMI-C), que é o primeiro índice de rentabilidade do setor imobiliário e tem o objetivo de ser uma referência da rentabilidade de imóveis comerciais. Tal lançamento também reflete a demanda por um índice que demonstre a atividade imobiliária diante das dificuldades de dados para análise e do crescimento durante os últimos anos. O novo índice conta com uma série histórica que se inicia no primeiro trimestre de 2000 e apresenta a rentabilidade total como produto do retorno de capital (valorização do imóvel) e retorno da renda (rentabilidade do aluguel). A série histórica nos mostra que, desde o primeiro trimestre de 2000, a rentabilidade total dos imóveis comerciais foi de 638%, ou seja, aproximadamente 20% a.a (gráfico 23).



Fonte: FGV e BM&FBOVESPA.

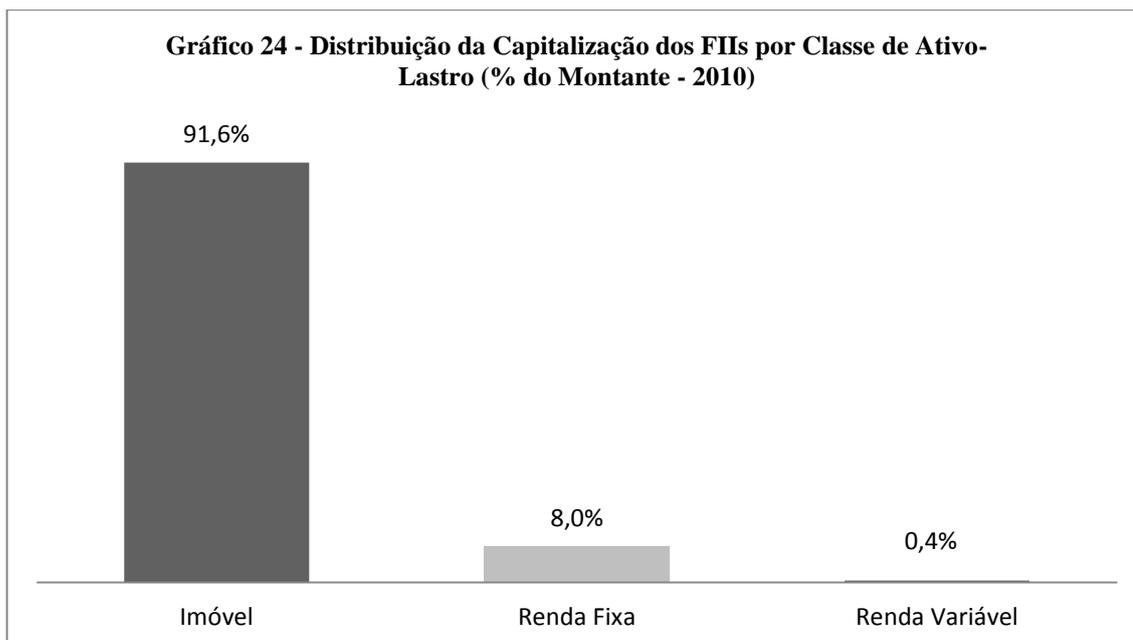
Deste modo, o momento econômico brasileiro, derivado das reformas econômicas e a estabilização econômica, favorece a redução dos juros e tornam os investimentos de longo prazo atrativos. Como o investimento em imóveis demanda elevada quantidade de capital e tempo para maturação, a sua sensibilidade é elevada com relação às alterações na taxa de juros. Assim, é evidente que há uma valorização dos preços dos imóveis e dos aluguéis no período e que tal crescimento proporciona o surgimento de dúvidas acerca da sustentabilidade do crescimento dos preços. Cabe destacar que decorrente da estabilidade econômica, os últimos anos apresentaram expansão do crédito e da renda da população e, apesar do endividamento das famílias terem aumentado no período, o comprometimento da renda das mesmas com as dívidas permaneceu em patamares semelhantes entre os anos. De outra maneira, tal constatação indica que grande parte do crescimento está estruturada no aumento da renda das pessoas, portanto, neste caso uma bolha não estaria caracterizada. Contudo, é evidente que no período houve expansão do crédito e da renda, portanto, é necessário uma maior atenção com relação a expansão creditícia por esta apresentar uma característica mais instável e susceptível a bruscas alterações.

É importante a precaução com relação ao crescimento do mercado, sobretudo pelos desdobramentos negativos que o mesmo proporcionou no mercado americano nos últimos anos. Especificamente ao modelo do SFI, influenciado pelo modelo de títulos americano, deve-se aproveitar a experiência negativa americana para avaliar se, no caso brasileiro, há espaço para avanços em direção a uma melhor regulação do sistema ou outros pontos que impliquem em um sistema mais equilibrado e menos sujeito a comportar-se como no caso americano.

Entretanto, os principais fatores de incentivo ao mercado imobiliário no país ainda são o déficit habitacional brasileiro, a queda das taxas de juros, o ainda baixo direcionamento do crédito bancário ao setor e a participação com relação ao PIB do crédito imobiliário brasileiro, comparativamente a outros países, ser muito baixa, sendo que tais pontos possivelmente proporcionarão a estrutura de crescimento do mercado imobiliário nos próximos anos. Adicionalmente, os investidores contam atualmente com opções de investimentos em renda fixa que possuem lastro imobiliário, como o CRI, LH, LCI, cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e outros, sendo que o crescimento do mercado de títulos imobiliário no país estará diretamente relacionando ao cenário econômico e as regulamentações do setor.

Com relação às regulamentações, o setor público apresenta-se como um grande patrocinador de medidas de incentivo ao setor recentemente, como por exemplo, a introdução do instrumento jurídico de Patrimônio de Afetação, através da Lei 10.931/04, o qual, permitindo a segregação do patrimônio de um empreendimento e do patrimônio da empresa, aumentou a segurança dos compradores de imóveis e dos financiadores da construção. Além, outra medida na direção foi a Lei 11.196/05, a qual isentou de Imposto de Renda o lucro imobiliário em determinados casos e instalou tributações mais adequadas aos agentes do mercado imobiliário. Em direção à associação entre o mercado de crédito imobiliário e o mercado financeiro, como exemplo, a partir de 2002, já era possível a negociação de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) na então BOVESPA, destacando-se os investidores institucionais como os principais investidores do instrumento. Além, em 2004, a Lei 10.931, além de instituir o patrimônio de afetação, regulou a criação das Letras e Cédulas de Crédito Imobiliário e, desde 2000, há uma continuidade na ação do setor público de incentivar o setor imobiliário em direção ao aumento da disponibilidade de recursos ofertados para financiamento como a Lei nº 12.024 de 2009 que, dentre outros aspectos, instituiu isenção de IR para as pessoas físicas adquirentes de CRI, Letras Hipotecárias (LH), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII), estabelecendo incentivos de isenção tributária para atrair investidores.

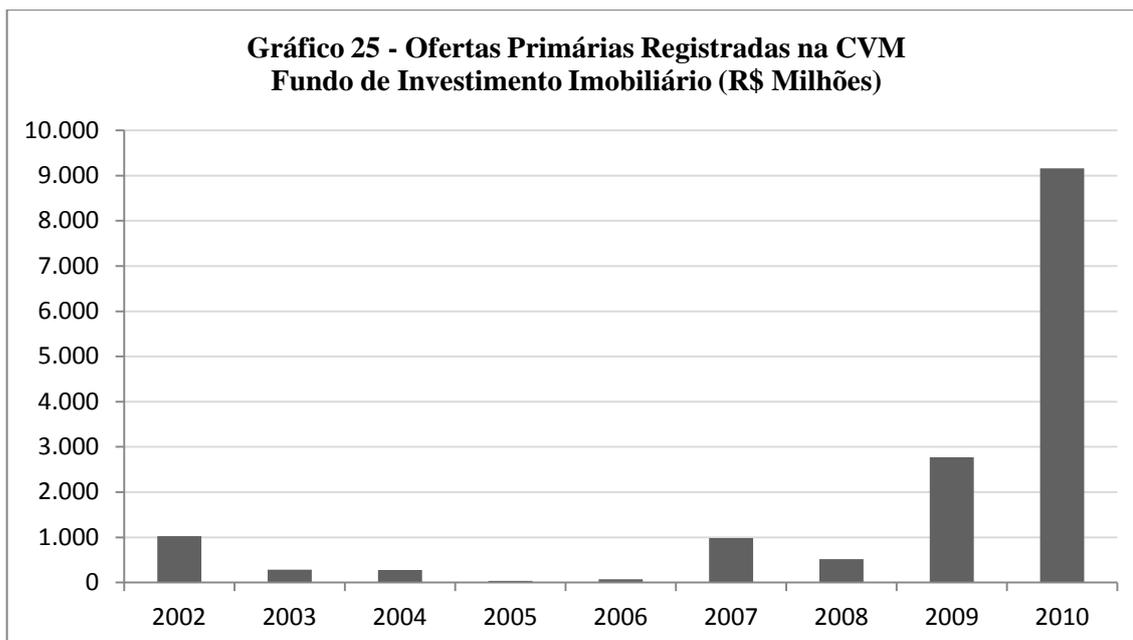
Através do incentivo tributário aos detentores de cotas de FII que investem em CRI, era esperada maior atração de capital para o mercado imobiliário através da captação de recursos pelos Fundos de Investimento Imobiliários constituídos predominantemente de títulos favorecidos pela isenção, proporcionando maior rentabilidade ao investidor. Os últimos dois anos apresentaram um significativo aumento da participação do investidor pessoa física na aquisição de FII e CRI, além da maior oferta dos mesmo para distribuição no mercado. Entretanto, os FII que investem predominantemente em títulos de renda fixa com lastro imobiliário ainda são minoria com relação a todo o mercado de FII (gráfico 24).



Fonte: UQBAR.

Nos últimos anos, os FII tem apresentado, aos poucos, crescimento na liquidez no mercado secundário e, no último ano, alguns demonstraram elevada valorização de suas cotas durante mesmo. Após as medidas tomadas com objetivo de oferecer incentivos tributários aos detentores de cotas de FII e de CRI, esperava-se um aumento dos fundos que possuíssem suas carteiras predominantemente alocadas em títulos de renda fixa (CRI), diferentemente da atual estrutura do mercado. Entretanto, o ano de 2010 indica o início de uma maior oferta quantidade de fundos com tais características, indicando um movimento da tendência de aumento da liquidez dos CRI no mercado.

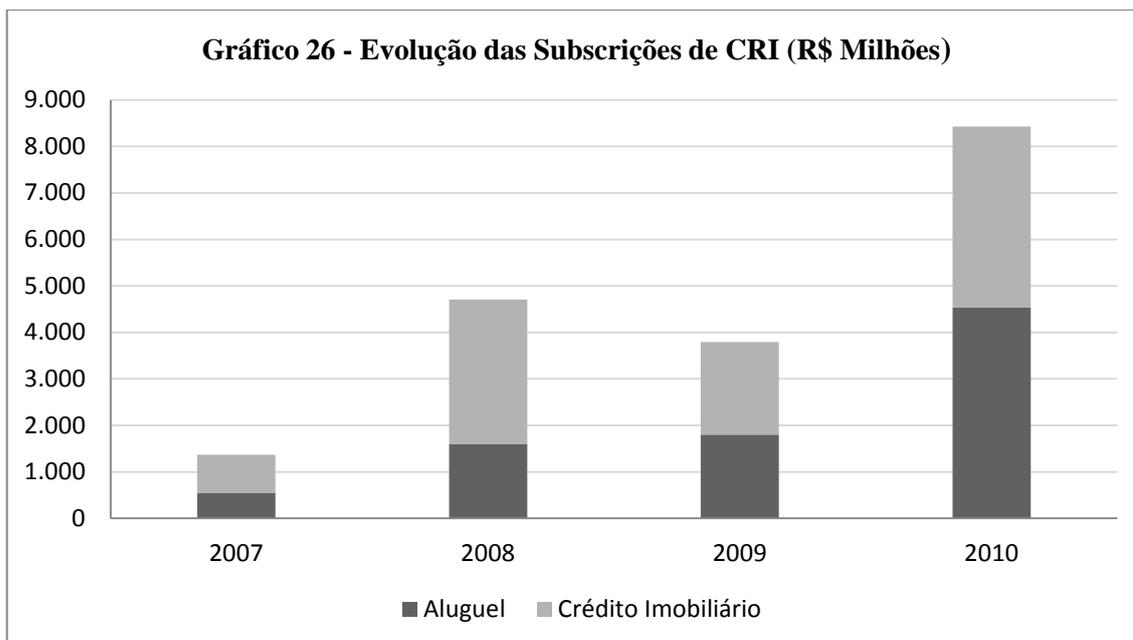
Em 2010, houve um grande crescimento de emissões de CRI e FII no mercado brasileiro, ocorrendo grande atração de investidores, em grande parte pessoas físicas, as quais foram atraídos pelo incentivo fiscal e o ajuste pela inflação oferecida pelas operações.



Fonte: CVM

O avanço institucional do SFI, principalmente com a instituição da alienação fiduciária, do patrimônio de afetação e do avanço da estabilidade, permitiu maior segurança e maiores fontes de recursos que podem ser destinadas a habitação, reduzindo os custos dos financiamentos. Deste modo, a securitização através da emissão de CRI apresenta-se como o potencial instrumento de captação de recursos destinados ao financiamento imobiliário, sobretudo, por tais títulos serem adequadas opções de investimento para investidores institucionais como fundos de pensão, segurados e fundos de investimento. Além, há o crescimento da participação e demanda de investidores estrangeiros, demonstrando o aquecimento da atividade imobiliária e queda do risco país.

É almejado que o mercado financeiro, especificamente com relação aos títulos do SFI, desenvolva-se conjuntamente com o mercado imobiliário, sobretudo, pela grande necessidade de recursos ao financiamento habitacional e o desejo de que o modelo de financiamento habitacional se estruture com recursos de longo prazo e com o casamento dos prazos dos ativos e passivos da operação. Conseqüentemente, para tal cenário ocorrer, é necessário o desenvolvimento do mercado primário e secundário de títulos privados, além de popularização das operações de securitização no país.



Fonte: UQBAR.

Desse modo, apesar de praticamente uma década de histórico para análise, o SFI apresenta, além do crescimento recente das emissões de CRI, concentração as emissões de títulos lastreados em operações de grandes empresas, como construções de grandes empreendimentos, sendo que ficam ausentes do mercado, em sua maioria, as operações de financiamento com lastro em créditos denominados pulverizados, àqueles vinculados aos créditos de inúmeros contratos de financiamento às pessoas físicas. Tal segmento é o de maior importância e necessita desenvolver-se no país, especialmente pelo elevado déficit habitacional. Além, algumas emissões de CRI possuem seu lastro, ao invés de recebíveis imobiliários derivados dos contratos de financiamentos, em uma dívida, como em uma CDB.

O estoque de LCI, título imobiliário que possui lastro nos créditos garantidos por alienação fiduciária, hipoteca ou outras, tem se expandido na CETIP nos últimos anos, entretanto destaca-se que tais operações são de curto prazo e, por isso, uma fonte complementar do setor. Diferentemente do crescimento da LCI, as Letras Hipotecárias, título imobiliário com lastro em créditos garantidos por hipoteca, estão diminuindo sua participação e deixando de ser utilizada. Neste sentido, se destacam, como título de renda fixa, o crescimento das debêntures que foram emitidas pelas empresas do ramo imobiliário, totalizando R\$5 bilhões em 2010.

No final de 2010, o Conselho Monetário Nacional (CMN) promoveu mudanças no direcionamento dos depósitos da poupança, sendo que tais alterações passarão a ter início

somente no ano de 2011. Contudo, tais alterações tem o objetivo de aumentar a atividade do mercado de recebíveis imobiliários, pois se permite que após a venda de créditos imobiliários originados pelos bancos, estes possam ser retirados do cálculo da exigibilidade da instituição financeira com maior tempo, diferentemente da antiga situação onde era necessária a retirada do crédito ao mesmo tempo da venda. Entretanto, a mesma medida restringiu a possibilidade de contar, no cálculo da exigibilidade de direcionamento da poupança, com os títulos que possuem lastro em operações de aluguéis, diferentemente dos que possuem lastro como financiamento a construção ou aquisição, como exemplo. A alteração também objetiva direcionar os bancos a aumentarem sua participação no mercado de títulos lastreados em financiamentos pulverizados, promovendo o desenvolvimento do mercado de recebíveis.

Recentemente apresentam-se dúvidas com relação à suficiência e duração do saldo da poupança como financiador de grande parte do crédito imobiliário no país, levando alguns analistas a projetarem que a capacidade da poupança chegará ao seu limite nos próximos anos. Se tal cenário se concretizar, as instituições financeiras necessitarão buscar alternativas para expandir sua carteira imobiliária. A Caixa Econômica Federal projeta que ao final de 2012 deverá rever suas fontes de financiamentos, indicativo importante já que aproximadamente 40% do financiamento imobiliário advindo dos recursos da caderneta de poupança são realizados pela instituição.

Como já destacado, em um cenário de elevação da inflação e de aperto monetário a poupança perde sua competitividade frente a outros instrumentos de aplicação. Entretanto, a análise dos últimos anos demonstra a tendência de queda de ambas as taxas ao longo do tempo e, na continuidade da tal comportamento, a poupança seria beneficiada, com exceção de momentos pontuais. Além, o setor público ainda poderá alterar o direcionamento de recursos obrigatórios no caso de insuficiência de recursos, podendo diminuir a parcela referente aos compulsórios, que atualmente é de 30% e apresentam grande margem para alterações. Entretanto, é evidente que ao longo dos próximos anos o país precisará buscar outras fontes complementares de recursos, principalmente porque, dada a manutenção do crescimento do crédito imobiliário, é provável que se mantenha o crescimento das utilizações dos recursos da poupança em maior ritmo do que aos das captações.

Os novos títulos com lastro imobiliário podem ganhar importância como fonte de recursos, neste caso, o título mais adequado seria o CRI, principalmente por proporcionar prazos maiores e mais compatíveis com a necessidade do mercado imobiliário.

Adicionalmente, se debate também a introdução de outros novos instrumentos como os chamados *covered bonds*, título parecido ao CDB, contudo, com lastro imobiliário e muito utilizado em países da Europa. Diferentemente da securitização, os *covered bonds* não necessitam que o ativo seja segregado do balanço do emissor, portanto, sua garantia estaria diretamente relacionada à capacidade financeira do emissor, além do próprio lastro da operação. Assim, as instituições financeiras ganhariam destaque na emissão de tais títulos, uma vez que demonstram a indisposição em vender parte dos créditos de suas carteiras e necessitariam buscar alternativas de *funding*. Entretanto, ainda são necessários avanços regulatórios para que tal instrumento seja utilizado no mercado brasileiro.

Diferentemente da resistência inicial das instituições financeiras em vender parte de seus créditos imobiliários, principalmente em virtude de sua posição financeira e ainda suficientes fontes de recursos disponíveis para expansão do crédito imobiliário, as construtoras e incorporadoras tem apresentado maior propensão a levantar os recursos através da venda de recebíveis, um indicativo de que se inicia uma especialização no mercado, aumento sua eficiência. Além, há a possibilidade das empresas levantarem recursos para a construção, competindo com os financiamentos tradicionais como as debêntures e a poupança.

Portanto, evidenciamos o crescimento das tradicionais e novas fontes de recursos do setor imobiliário nos últimos oito anos, especialmente com o crescimento presenciado no ano de 2010. Destaca-se a elevada expansão dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, além da quantidade de unidades financiadas pelo FGTS a qual foi equivalente a 660 mil em 2010, representando um aumento de aproximadamente 55% em um ano. Adicionalmente, os recursos destinados pelo meio do Orçamento Geral da União para empréstimos imobiliário cresceram 44%, atingindo o volume de R\$48 bilhões e o SBPE financiou um total de 416 mil unidades, um crescimento de 37% com relação ao número de 2009.

O setor público também apresentou ações de incentivos ao setor com medidas regulatórias, sendo que, paralelamente, iniciou em 2009 um programa habitacional para atender as camadas mais pobres da população denominado Minha Casa Minha Vida (MCMV), o qual financiou pouco mais que um milhão de unidades no ano de 2010. O objetivo do programa é fornecer recursos mais acessíveis às famílias de baixa renda para a aquisição de moradias. Nesse sentido, a estrutura do programa foi baseada no oferecimento de

subsídios governamentais para as famílias com baixas faixas de renda, sendo que as faixas salariais atendidas estão entre 0 a 10 salários mínimos.

5. CONCLUSÃO

O mercado de crédito imobiliário brasileiro somente teve início em meados dos anos 60 com a estruturação do SFH, deste modo, o acesso da população aos recursos para o financiamento de moradias era praticamente inexistente no país até a década de 60, situação que teve consequências sociais, pois, em decorrência da habitação demandar elevadas quantias de capital tanto na aquisição quanto na construção, a situação de inexistência de um mercado de crédito imobiliário no país resultou em um processo de marginalização e crescimento do déficit habitacional.

A inexistência de crédito gerou descontentamento entre a população, demonstrando a gravidade da situação para o setor público o qual, durante o início do governo militar recém iniciado, instituiu políticas para o setor através da criação do SFH, BNH e da execução do PNH. Nesse período, fora extremamente importante para o adequado funcionamento do sistema a instituição da correção monetária que possibilitou a atração de recursos para as aplicações das instituições financeiras e para o setor público, destacando-se as captações através das cadernetas de poupança as quais, juntamente com os recursos do FGTS, possibilitaram a expansão do crédito imobiliário até o final da década de 70 e foram as principais fontes de recursos do sistema.

Entretanto, anteriormente ao adequado funcionamento do sistema, se fez necessário, decorrente da dificuldade de captação de recursos, o aumento da poupança que, por sua vez, era dificultada pelas elevadas taxas de inflação da época e demandou a instituição de mecanismos de indexação para a viabilização do sistema. Dessa maneira, o crédito imobiliário expandiu-se com a estruturação do sistema, permitindo ampliação do acesso da população especialmente diante do acelerado crescimento da década de 70. Assim, a situação manteve-se favorável somente até o início dos anos 80, o qual apresentou queda dos financiamentos realizados e declínio da atividade econômica em geral no país.

Logo, a década de 80 representou o declínio do crédito imobiliário em decorrência do crescimento dos desequilíbrios do próprio SFH e da economia brasileira, dado que se verifica a aceleração inflacionária e a alteração macroeconômica como consequência das alterações da conjuntura internacional no início dos anos 80 e, deste modo, o mercado imobiliário foi

influenciado de maneira negativa pelo aumento da inadimplência, desemprego, atividade econômica e do descasamento entre os ativos e passivos do SFH.

Em virtude das dificuldades encontradas na década e a decadências dos números e volumes financiados, o SFH evidenciou seus pontos fracos e demonstrou a necessidade de outras fontes de recursos para a habitação, principalmente, aquelas menos susceptível a desequilíbrios. Verifica-se que, novamente, a aceleração inflacionária foi uma das maiores vilãs do setor no período.

Assim, diante da alteração econômica e do setor na década de 70 e 80, destacou-se a necessidade e importância do ambiente macroeconômico para o crescimento e adequado funcionamento do mercado de crédito imobiliário, nesse sentido, a década de 90 demonstrou estruturar um ambiente de estabilidade para o país através das reformas realizadas. Contudo, tal período caracterizou-se como um processo reestruturação no país e as políticas adotadas não foram favoráveis ao mercado imobiliário, inicialmente. Nesse sentido, a década foi marcada pela execução de elevadas taxas de juros pela autoridade monetária e, diante de tal constatação, o comportamento do mercado imobiliário ficou aquém de seu potencial devido as suas elevadas necessidades de capital pela natureza da atividade imobiliária.

Portanto, apesar das políticas executadas durante a década não terem favorecido o crescimento dos financiamentos e da construção de moradias, elas foram essenciais para a evolução dos quadros fiscais e monetários do país, principalmente, com o avanço com a adoção do RMI e da LRF. Dessa maneira, verifica-se que a estabilidade econômica recém-adquirida foi aprofundada nos últimos anos através da tendência de queda das taxas de juros e do endividamento do setor público.

Além das políticas macroeconômicas, os anos 90 também fora o período da instituição de um novo sistema de financiamento imobiliário no país, o SFI. Os principais avanços na criação do mesmo frente à atuação SFH foram a maior flexibilidade, segurança e novas modalidades de captação de recursos. Ou seja, permitiu-se que prazos, taxas e outros pontos fossem livremente acordados, além da instituição da alienação fiduciária de coisa imóvel e da criação do CRI.

As operações de securitização de recebíveis imobiliários foram introduzidas através do SFI, as quais se demonstram como uma potencial fonte de recursos para o setor. Adicionalmente, enfatiza-se que a adoção do Regime de Metas de Inflação e da Lei de

Responsabilidade Fiscal nos anos 90 e 2000, respectivamente, foram responsáveis pelo aprofundamento da política monetária e fiscal no país, sendo que, posteriormente, a conjuntura macroeconômica se tornou mais favorável ao aumento da atividade econômica e investimento, portanto, sendo também benéfica ao setor da habitação. Nos últimos anos, a queda das taxas de juros e o cumprimento do RMI possibilitaram o crescimento da renda da população, expansão dos prazos e queda das taxas das operações de créditos. Assim, tanto tomadores quanto credores se viram em melhores condições para participar do mercado de crédito imobiliário, expandindo-o.

Nos últimos anos, no âmbito da oferta de financiamento, verifica-se que os recursos captados via FGTS e SBPE foram a maior fonte de recursos direcionados ao setor e apresentaram elevado crescimento, tanto dos volumes direcionados quanto do valor médio financiado por operação. Destaca-se o comportamento da poupança e o crescimento de recursos captados nos últimos anos, não obstante, suas características que a faz não ser o *funding* mais adequado para a atividade imobiliária, além da perda de competitividade com relação às outras modalidades de aplicações em cenários de aceleração inflacionária e/ou aumento das taxas de juros. Também se observa o crescimento dos recursos advindos pelo SFI, principalmente nos últimos anos. Ressalta-se a necessidade de queda das taxas de juros como o principal fator determinante para o crescimento da modalidade, entretanto, nos últimos dois anos verifica-se o crescimento acentuado das emissões de CRI, LCI e FII.

Portanto, praticamente a totalidade de fontes de recursos para o setor imobiliário apresentou elevado crescimento na última década, acompanhando a dinâmica de crescimento do setor, da economia brasileira e possibilitando maior acesso a financiamentos pela população.

No âmbito do mutuário, verificam-se a queda da taxa de desemprego e o crescimento da renda real nos últimos oito anos, demonstrando o aumento de renda entre a população e permitindo acesso ao mercado creditício, além do aumento da qualidade de crédito dos mesmos. Nesse sentido, ambos os participantes, ofertantes e demandantes de crédito imobiliário, apresentaram situações favoráveis à expansão e aquisição de financiamento, promovendo o crescimento do mercado imobiliário, demonstrado nos últimos anos. Além, as companhias construtoras também apresentaram evolução na sua capacidade creditícia, principalmente, após as operações de *IPO* realizadas pelas construtoras nos últimos anos juntamente com o maior apetite no setor dos investidores estrangeiros.

Adicionalmente, além da evolução da situação macroeconômica, institucional e setorial, o governo apresentou-se como o grande patrocinador do setor nos últimos anos através de medidas de incentivos e atuando de maneira indireta ou direta no mercado, como, por exemplo, através do programa de financiamento à população de baixa renda Minha Casa Minha Vida, o qual já está em sua segunda versão e com maiores valores de subsídios e tetos de valores dos imóveis para os financiamentos.

Recentemente, com a aceleração da utilização das fontes de recursos do crédito imobiliário, se demonstra a preocupação com relação à suficiência dos recursos captados através da poupança, os quais poderiam esgotar-se nos próximos anos segundo alguns analistas. Tal preocupação é um indicativo da relevância da necessidade do crescimento de novas modalidades de fontes de recursos para o setor no país e, nesse sentido, o SFI estaria privilegiado em virtude de ser um sistema já constituído e com alguns anos de histórico de comportamento. Entretanto, é evidente a necessidade de avanços do sistema e, além da queda das taxas de juros, seria favorável a maior participação de originação de créditos através das instituições financeiras, as quais ainda relutaram em vender parte de suas carteiras imobiliárias.

Infelizmente, o país ainda apresenta elevado déficit habitacional, estruturas precárias de habitação e marginalização no presente e tais fatores indicam que os financiamentos imobiliários executados nas últimas décadas não foram suficientes para solucionar o problema habitacional brasileiro. Apesar do elevado crescimento dos últimos anos, o crédito imobiliário no país ainda é muito pequeno com relação à economia brasileira, inclusive, comparativamente com padrões de outros países, sendo que tal fato é um sinalizador do potencial do setor no país.

Nos últimos anos também se inicia questionamentos a respeito da sustentabilidade do crescimento do mercado imobiliário brasileiro no presente, entretanto, como demonstrado, podemos influir que grande parte do mesmo está calcada na evolução da condição macroeconômica e seus consequências sobre emprego, renda, poupança e investimento. Contudo, além da renda da população, é evidente o crescimento do crédito no período, sendo necessária maior atenção no setor, já que a expansão creditícia, historicamente, se apresenta com grande associação junto de crescimentos insustentáveis e desestabilizador de diversos mercados. Entretanto, apesar do debate acerca da atual sustentabilidade do mercado, é

importante que o mesmo apresente consistente crescimento ao longo das próximas décadas em virtude das necessidades sociais do país.

Dessa maneira, evidencia-se a evolução recente das fontes de captação e das operações efetuadas, paralelamente, as condições macroeconômicas indicam a melhora da renda e a maior disposição de aquisição de moradias pela população. Portanto, se faz necessária a manutenção e aprofundamento da estabilidade econômica no país nos próximos anos, principalmente, através da queda das taxas de juros e, adicionalmente, o desenvolvimento de fontes alternativas ao SBPE e FGTS para o setor imobiliário. Ainda, a participação do setor público no financiamento da parcela da população mais pobre é relevante uma vez que tais pessoas acabam por ficar excluídas do mercado de crédito imobiliário.

Ou seja, a manutenção do crescimento imobiliário no país é extremamente necessária para diminuir os problemas associados à habitação, nesse sentido, as políticas econômicas serão fatores fundamentais para determinar o comportamento do mercado nos próximos anos, deste modo, controle inflacionário, queda das taxas de juros, adequada regulamentação e incentivos ao desenvolvimento de novas fontes de recursos serão algum dos fatores chaves do setor próximos anos, além da participação e incentivo do setor público.

6. BIBLIOGRAFIA E REFERÊNCIAS

ALVES, Paulo Roberto Rodrigues. **O DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO E DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NA REDUÇÃO DO DÉFICIT HABITACIONAL BRASILEIRO.** 2005. 79 f. Dissertação (Graduação) - Curso de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2005

ARRETCHE, Marta. **Intervenção do Estado e setor privado: o modelo brasileiro de política habitacional.** Espaço & Debates, São Paulo, v.X, n. 31, p.21-36, 1990

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA. **O tempo do crédito imobiliário.** São Paulo: ABECIP, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação.** Rio de Janeiro, 2010. (Diversos números)

BARROS, José Roberto Mendonça de (Org.). **Uma avaliação do Mercado Imobiliário no Brasil:** A evolução da demanda e da oferta de financiamento imobiliário nos próximos cinco anos. São Paulo: ABECIP, 2009.

BIONDI, Roberta Loboda. **O regime de metas inflacionárias e sua adequação ao caso brasileiro: os custos de manutenção do regime.**2006. 141 f. Dissertação (Mestrado) - USP, São Paulo, 2006.

BIONDI, Roberta Loboda; TONETO JUNIOR, Rudinei.. **Regime de metas inflacionárias: os impactos sobre o desempenho econômico dos países.** Estudos Econômicos, São Paulo, v. 38, n. 4, p.873-903, 2008.

BROCHADO, Acauã. **Quem atinge as metas? Determinantes do sucesso das metas de inflação.** 2009. 68 f. Dissertação (Mestrado) - USP, São Paulo, 2009.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. **A Securitização de Hipotecas no Brasil.** Rio de Janeiro: PUC-RIO, 2000. 52 p.

DEBELLE, Guy, **Inflation Targeting in Practice**. IMF Working Paper, Vol. pp. 1-34, 1997

FERREIRA, Alexandre Batista; JAYME JR, Frederico Gonzaga. **Metas de Inflação e Vulnerabilidade Externa no Brasil**. Anais do 33o. Encontro da ANPEC, Natal, mimeo, 21pp. 2005.

FERREIRA, Thaís Porto. **A Concessão de Subsídios por meio do Sistema Financeiro de Habitação**. 2004. 129 f. Dissertação (Mestrado) – PUC-RIO, Rio de Janeiro, 2004.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. Brasil. Ministério Das Cidades. Secretaria Nacional de Habitação. **Déficit habitacional no brasil 2007**. Brasília, 2009.

LIMA JUNIOR, João da Rocha. **Bolha? ou Bolha!** São Paulo: Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica, 2010. 10 p.

LOUREIRO, Maria Rita; ABRUCIO, Fernando Luiz. **Política e Reformas Fiscais no Brasil Recente**. Revista de Economia Política, São Paulo, n. p.50-72, 2004.

LUQUE, Carlos Antonio; SILVA, Vera Martins Da. **A Lei de Responsabilidade na Gestão Fiscal: Combatendo Falhas de Governo à Brasileira**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 24, n. 3, p.404-421, 2004.

MISHKIN, Frederic S. **Can Inflation Targeting work in Emerging Market Countries?.** International Monetary Fund. Washington: 2004.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting in emerging-market countries**. The American Economic-Review. Boston: 2000.

MORAES, Daniel Carrasqueira de. **O SFI: a securitização como instrumento de fomento do crédito imobiliário**. 2008. 156 f. Dissertação (Mestrado) - USP, São Paulo, 2008.

PINHEIRO, Armando Castelar et al. **O BRASIL NA DÉCADA DE 90: UMA TRANSIÇÃO BEM-SUCEDIDA?** Rio de Janeiro: BNDES, 2001. 35 p

ROCHA, Fernando Pinho Da. **O Sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil: Uma análise da oferta de crédito imobiliário do período 1994-2006.** 96 f. Dissertação (Graduação) - UFSC, Florianópolis, 2008.

ROSSBACH, Anacláudia Marinheiro Centeno. **Financiamento Habitacional no Brasil.** 2005. 159 f. Dissertação (Mestrado) – PUC-SP, São Paulo, 2005.

SICSÚ, João. **Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias.** Revista de Economia Política, São Paulo, v. 22, n. 1, p.23-33, 2002.

SILVA, Marcelo E. A. da; PORTUGAL, Marcelo S.. **A RECENTE EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM METAS DE INFLAÇÃO: UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR.** Porto Alegre: UFRGS, 2002.

SOUSA, Aline Amaral de. **O papel do crédito imobiliário na dinâmica do mercado habitacional brasileiro.** São Paulo: ABECIP, 2006.

SVENSSON, L. E. O. **Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets.** European Economic Review. 1997.

TAVARES, Martus. **Política Fiscal no Brasil: Fundamentos, implementação e consolidação de um novo regime.** São Paulo: BID, 2004.

BRASIL, Banco Central Do. **Séries Temporais.** Disponível em: <www.bcb.gov.br/?seriestemp>. Acesso em: 03 maio 2011

ANUÁRIO SECURITIZAÇÃO E FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO. Rio de Janeiro: UQBAR, 2011.

ECONÔMICO, Jornal O Valor. **Poupança pode secar já em 2012.** Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/impresso/financas/104/432457/poupanca-pode-secar-ja-em-2012>>. Acesso em: 01 jun. 2011.