

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“DECIFRANDO O MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL”

Nome: Daniela Emery Braga Duprat

No. de matrícula: 1011406

Orientador: Eduardo Zilberman

Dezembro de 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“DECIFRANDO O MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL”

Nome: Daniela Emery Braga Duprat

No. de matrícula: 1011406

Orientador: Eduardo Zilberman

Dezembro de 2013

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

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

Sumário

1. Introdução.....	5
2. Revisão Bibliográfica.....	7
3. Metodologia.....	9
4. Mercados de Créditos Imobiliários Internacionais e seus Desfechos.....	10
4.1. Os Estados Unidos e a Crise Financeira de 2008.....	10
4.2. Japão e a Década Perdida.....	19
4.3. China – Um caso a se analisar.....	25
5. Mercado de Crédito Imobiliário do Brasil.....	29
6. Análise Comparativa.....	37
7. Conclusão.....	40
8. Referência Bibliográfica.....	41

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Taxa básica de juros dos Estados Unidos entre 2000 e 2003.....	12
Gráfico 2 – Índice de Preços de Casas Mensal Calculado pelo FHFA.....	15
Gráfico 3 – Percentual de Crescimento de Hipotecas <i>Subprimes</i>	15
Gráfico 4 – Taxa de Desemprego dos EUA entre 2003 e 2010.....	18
Gráfico 5 – Taxa de Juros do Japão entre 1980 e 1989.....	20
Gráfico 6 – Índice de Preços de Terra no Japão em Bairros Residenciais e Comerciais.....	22
Gráfico 7 – Taxa de Crescimento Anual do PIB da China.....	25
Gráfico 8 – Taxa de Juros da China entre 1996 e 2012.....	27
Gráfico 9 – Comparação entre Preço de Metro Quadrado de Compra/Venda e Locação de Imóveis na China.....	28
Gráfico 10 – Aumento do Preço dos Imóveis em Comparação com o Ano Anterior....	28
Gráfico 11 - Taxa de Crescimento Anual do PIB do Brasil entre 2004 e 2012.....	33
Gráfico 12 - Taxa Selic entre 1999 e 2013.....	33
Gráfico 13 – Aumento do Número de Operações Estruturadas (R\$ Bilhões).....	34
Gráfico 14 – Variação Acumulada em 12 meses do Índice FipeZap.....	35

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Número de Transações e Percentual Relativo a CDOs.....	13
Tabela 2 – Percentual de Distribuição do Crédito no Japão dentre os Setores da Indústria.....	21
Tabela 3 – Índice de Preços por Metro Quadrado no Japão.....	23
Tabela 4 – MCMV1/MCMV2.....	32

1. Introdução

O cenário pós-crise de 2008 trouxe a tona a importância do setor imobiliário no contexto econômico mundial. No entanto, após período conturbado, o setor vem mostrando sinais de recuperação. Em escala nacional, essa recuperação é possível em função do surgimento de ferramentas que permitem estimular esse segmento dentro da economia. A principal é o mercado de crédito imobiliário, que até pouco tempo era primitivo, mas dado o contexto, tornou-se necessário o desenvolvimento e solidificação.

A Lei nº 4.380 de 1964 marcou o início da regulamentação do setor imobiliário brasileiro. A criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foi peça fundamental para o contexto da época de recursos escassos, hiperinflação, processo de urbanização e crescimento demográfico. No mesmo contexto, foi instituído o Banco Nacional de Habitação (BNH), principal órgão, que teria como principal função estabelecer as condições gerais de financiamentos, como prazos, juros e garantias. Já em 1966, foi criado o Fundo de Garantia de Tempo e Serviço (FGTS), que possuía, entre outros, o objetivo de arrecadar recursos e destiná-los à concessão de crédito à habitação e ao financiamento do saneamento básico e infraestrutura urbana.

Após o fracasso do SFH, em 1997 o governo brasileiro deu início ao Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). O programa governamental implementou através da Lei nº 9.514/97 Art. 8º o conceito de securitização de créditos imobiliários introduzindo ao sistema financeiro a figura de uma instituição não-bancária no processo de financiamento, as companhias securitizadoras. Além da securitização, o SFI introduziu alternativas de acesso ao crédito imobiliário, através da criação de ativos financeiros como (i) CRI, (ii) CCI e (iii) LCI.

Outro programa lançado com o objetivo de estimular o setor imobiliário é o Minha Casa Minha Vida (MCMV), que tem como objetivo reduzir o déficit habitacional brasileiro.

Diante de todos os programas de incentivo ao desenvolvimento do setor, uma questão não pode deixar de ser discutida, a existência de uma “bolha” no mercado imobiliário. O cenário atual do mercado de crédito brasileiro é semelhante ao observado no mercado norte-americano pré-crise de 2008, com baixa taxa de juros, aumento da demanda por imóveis, e conseqüentemente, aumento do crédito imobiliário. Como o

ponto principal desse texto é analisar o rumo do crédito imobiliário brasileiro, é interessante comparar situações, similares ou não, e seus desfechos para assim poder chegar a uma conclusão.

Atualmente, outros países estão sofrendo com o fantasma de uma crise por excesso de crédito de má qualidade o que pode levar a economia à recessão. Na China, instituições financeiras não convencionais vêm assumindo riscos que Bancos evitam, criando um mercado de crédito paralelo e introduzindo no mercado os mesmos produtos de alto risco, como fizeram os EUA. No entanto, as autoridades chinesas vêm tomando medidas para conter o mercado de crédito paralelo e aumentar a regulamentação sobre o segmento

Portanto, como podemos observar, as ferramentas criadas com o intuito de desenvolver o mercado de crédito imobiliário brasileiro atingiram o êxito. Nesse contexto, a questão principal passa a ser se o mercado de crédito imobiliário está em um novo patamar, sólido e desenvolvido, ou se o que estamos observamos é mais um boom imobiliário. Esse será o foco deste estudo, analisar a evolução do mercado de crédito imobiliário de outros países e concluir se esse segmento da economia brasileira está reunindo condições para absolver os investimentos futuros que o setor imobiliário demandará.

2. Revisão Bibliográfica

O objetivo deste estudo é fazer uma análise comparativa entre situações de crise financeira envolvendo o mercado de crédito imobiliário de diferentes países para podermos usar como base na avaliação da situação atual do mercado de crédito imobiliário brasileiro. Para montar tal base de informação, a leitura de estudos que relatam tais experiências passa a ser fundamental além de conhecimento comum sobre os assuntos. Apesar deste estudo já ser uma revisão literária por si só sobre o assunto, abaixo segue um resumo das principais fontes de informação utilizadas.

Se tratando do capítulo “Mercado de Crédito Imobiliário dos Estados Unidos e a Crise Imobiliária de 2008”, o caso do papel do mercado de crédito imobiliário dos Estados Unidos na crise financeira de 2008 possui uma vasta literatura a respeito do colapso. O estudo de Ben Bernanke, *chairman* do Banco Central americano (FED) na época, “*Monetary Policy and the Housing Bubble*” apresentado em janeiro de 2010 na reunião anual da Associação Americana de Economia (AEA) serviu como pilar para descrever a situação macroeconômica dos Estados Unidos poucos anos antes do período de formação da bolha e que conseqüentemente tiveram importante papel na mesma.

Outro *paper* de importante participação na elaboração do capítulo foi um antigo *working paper* do NBER que mais tarde se tornou um capítulo do livro da instituição “*NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume 24*”. O capítulo *The Credit Rating Crisis* de Efraim Benmelech e Jennifer Dlugosz proveu a descrição dos principais derivativos que levaram ao aumento desenfreado do preço das casas como os CDOs (*Collateralized Debt Obligation*) e os CDS (*Credit Default Swaps*). Além disso, o capítulo também forneceu tabelas e informações sobre o aumento da emissão destes ativos durante o período analisado.

Com o intuito de prover informações mais específicas sobre a crise financeira, como o crescimento do número de hipotecas classificadas como *subprime*, foi utilizado o resumo do livro *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Meltdown* dos economistas James R. Barth, Tong Li, Wenling Lu, Triphon Phumiwasana e Glenn Yago, todos do Milken Institute. O resumo é disponibilizado no próprio site da instituição e faz uma síntese sobre o declínio do mercado de hipotecas americano.

Dados históricos do FED e do U.S. Bureau of Labor Statistics serviram como base de dados para a composição dos dados.

Por estar tratando do capítulo “Mercado de Crédito Imobiliário dos Estados Unidos e a Crise Imobiliária de 2008” que descreve um tema de proporções globais grande parte das informações descritas no capítulo decorreu de fontes indiretas de literatura que geraram um conhecimento prévio a elaboração do estudo sobre o tópico.

Para o capítulo “Japão e a Década Perdida” o paper de Maria Luiza Levi para a Revista de Economia Política, “Liberalização financeira, bolha especulativa e a crise bancária no Japão” serviu de base para ajudar na sequencia temporal dos acontecimentos. Outros textos como o capítulo “Land Prices and House Prices in Japan” do texto “Housing Markets in the U.S. and Japan” de Yukio Noguchi e James Poterba, e o estudo “The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan`s Experience in the Late 1980`s and the Lessons ” de Kunio Okina et al, além de contribuírem para a pesquisa, também forneceram gráficos e tabelas para ilustrar o aumento no preço dos imóveis japoneses.

Em “China – Um caso a se analisar” vale ressaltar que grande parte da bibliografia utilizada foi proveniente do estudo publicado pelo Milken Institute de nome “*China`s Housing Market: Is a Bubble About to Burst?*” dada a dificuldade de se obter informações e estudos a respeito da situação atual do país. O relatório produzido pelo BOFIT (*Bank of Finland*) de título “*BOFIT Forecast for China 2013-2015*” também colaborou para o estudo.

A parte relacionada ao Brasil e seu mercado de crédito imobiliário é formada por um apanhado de textos em conjunto com um certo conhecimento natural dos fatos. A publicação do estudo de 2012 “Economia Brasileira em Perspectiva” do Ministério da Fazenda foi a principal fonte de dados para caracterizar o crescimento econômico do país. O estudo publicado da Jons Lang LaSalle “*Global Market Perspective – perspectiva para o mercado global: Um recuperação liderada pelo BRIC?*” também colaborou na contextualização do crescimento do Brasil e da China. Para buscar informações sobre os programas governamentais sites do governo Federal foram utilizados.

3. Metodologia

A metodologia a ser utilizada no estudo a seguir serão estudos de casos dos mercados de crédito imobiliário de países da Europa, Estados Unidos e Ásia. Serão estudados tantos mercados mais antigos e evoluídos, como Estados Unidos e Japão, destacando os pontos positivos e negativos que possibilitaram o seu desenvolvimento, quanto o mercado de países emergentes como a China que se encontram em situação econômica similar a do Brasil.

Além disso, o mercado de crédito brasileiro será analisado desde seu início e comparado com casos de economias que sofreram com a especulação e o aparecimento de bolhas. O estudo então terá como objetivo chegar a uma conclusão sobre qual será o futuro do mercado imobiliário do Brasil dado o boom do preço dos imóveis evidenciado atualmente.

Para analisar o caso brasileiro, serão utilizadas pesquisas empíricas sobre o mercado imobiliário de crédito, além de variáveis macroeconômicas, como expectativa de crescimento do PIB, taxa de básica de juros, incentivo estatal ao crédito imobiliário, regulamentação do setor, entre outros, que servirão como forma de evidenciar o crescimento do país e do setor.

4. Mercados de Crédito Imobiliário Internacionais e seus Desfechos

4.1. Os Estados Unidos e a Crise Imobiliária de 2008

O mercado de crédito imobiliário dos Estados Unidos recentemente atravessou um período de incertezas após ser o principal instigador da crise financeira global de 2008. A crise financeira de 2008, iniciada nos Estados Unidos e de alcance mundial, teve como estopim o rompimento da bolha imobiliária americana em meados de 2007. Dentre os principais fatores responsáveis pela crise, a falta de regulamentação de instituições financeiras que rodeavam o mercado de crédito imobiliário foi apontada como a principal causa da especulação.

No início da década de 1970, o governo dos Estados Unidos buscava novos mecanismos para financiar investimentos. Uma das inovações financeiras criadas com o intuito de promover a atividade financeira foi o processo de securitização, uma prática rapidamente bem recebida pelas instituições financeiras e que mais tarde colaboraria para a impulsão do mercado de crédito imobiliário. Em termos gerais, o processo de securitização é designado para nomear a ação de alocar diferentes classes de dívidas, como, por exemplo, empréstimos bancários e hipotecas, em produtos estruturados, também chamados de *securities*, negociados no mercado financeiro. Dessa forma, esta transforma passivos financeiros em títulos do mercado de capitais, repassando assim os riscos do crédito das empresas mutuantes para os investidores dos títulos. Segundo o “O resultado deste processo é a transferência de ativos de uma instituição (Originador) para terceiros (Entidade Emissora), os quais financiam a compra destes ativos através da emissão de instrumentos financeiros negociáveis lastreados nestes ativos.” (Uqbar - <http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao.jsp>). O processo de securitização é exercido pelo mercado secundário de hipotecas. Através desse procedimento então, o sistema financeiro passou a ser capaz de negociar ativos lastreados em créditos habitacionais, mitigando seus riscos.

Segundo o working paper do NBER (w15045) “*The Credit Rating Crisis*” de Efraim Benmelech e Jennifer Dlugoszpaper que mais tarde seria inserido no livro “*NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume 24*”, os principais produtos estruturados através da securitização podem ser descritos da seguinte forma:

(i) ABS (Asset-backed securities): termo usado para designar títulos formados por um conjunto de ativos lastreados em recebíveis de financiamento de automóveis, empréstimos estudantis, entre outros tipos de crédito.

(ii) MBS (Mortgage-backed securities): se caracteriza por ser um ABS com ativos lastreados por recebíveis da amortização de diferentes hipotecas. Esse título pode ser dividido em duas categorias: RMBS, caso as hipotecas sejam referentes a propriedades residenciais, e CMBS, caso as propriedades sejam comerciais.

(iii) CDOs (Collateralized debt obligations): valores mobiliários compostos por diferentes tipos de créditos, aglomerando em um único título empréstimos de origens diversas. Esses ativos podem ser classificados pelo risco, e conseqüentemente retorno, referente aos empréstimos (high-yield e low-yield).

(iv) CBOs (Collateralized bond obligations): CDOs lastreados em bonds corporativos classificados como high-yield.

(v) CLOs (Collateralized loan obligations): CDOs lastreados em empréstimos bancários classificados como high-yield.

(vi) CMOs (Collateralized mortgage obligations): CDOs que possuem hipotecas como colateral, geralmente compostos por RMBS ou CMBS.

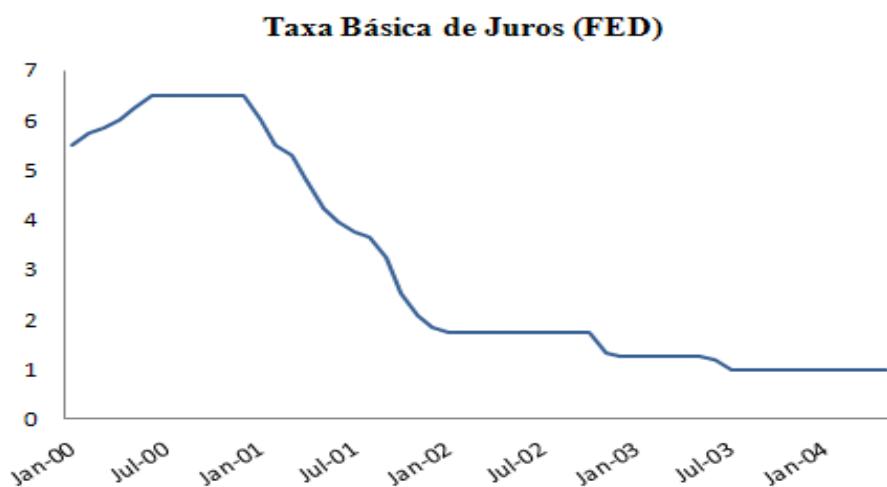
Atualmente nos Estados Unidos, o mercado de crédito imobiliário é dividido entre o mercado primário, composto por agentes financeiros provedores diretos de crédito para o setor habitacional, e o mercado secundário, com empresas responsáveis por prover liquidez para o mercado primário e, através da securitização, converter o crédito imobiliário em títulos lastreados pelas hipotecas. Até o ano de 2008, o mercado secundário de hipotecas era monopolizado por instituições financeiras, como bancos de investimento, e duas gigantes do mercado de hipotecas: a Federal National Mortgage Association, também conhecida como Fannie Mae, e a Federal Loan Home Mortgage

Corporation, Freddie Mac. Ambas as empresas, subsidiadas pelo governo dos Estados Unidos (government-sponsored enterprise ou GSE), eram juntas responsáveis por aproximadamente metade do mercado americano de hipotecas.

As hipotecas americanas podem ser agrupadas em dois tipos: as chamadas FRM (fixed-rate mortgage) e as ARM (adjustable-rate mortgage). As FRMs, como o nome já propõe, são hipotecas com taxa de juros fixadas no momento da originação do financiamento. Nesses casos, o mutuário já possui conhecimento de quanto custará cada parcela do empréstimo. Já as ARMs são hipotecas com taxas de juros variáveis de acordo com algum benchmark especificado na originação do financiamento. A taxa paga pelo mutuário é a soma de um benchmark e um spread adicional. Em geral, a taxa de juros é fixada durante um curto período de tempo e depois ajustada periodicamente.

Em 2001, a especulação no mercado de ações de empresas relacionadas a internet, que logo se mostraria pouco rentável, em conjunto com as incertezas trazidas com os ataques terroristas de 11 de Setembro, levaram os Estados Unidos a atravessar um breve período de recessão entre março e novembro do mesmo ano. Com o fim da chamada “Bolha da Internet” em 2000, o Banco Central americano (Federal Reserve System ou FED), com o intuito de estimular a economia americana, baixou a taxa de juros de 6,5% no final de 2000 para 1,75% em dezembro de 2001, e mais tarde para 1% em junho de 2003.

Gráfico 1 – Taxa básica de juros dos Estados Unidos entre 2000 e 2003 (% a.a.)



Fonte: Bloomberg

A queda na taxa de juros fomentou o setor de crédito. e no final dos anos 90's o preço das casas nos Estados Unidos aumentou rapidamente. Entre 2000 e 2003, os preços cresceram a uma taxa entre 9% e 11% ao ano, tendo sua maior ascensão entre 2004 e 2005 com uma taxa entre 15% e 17% ao ano. Deu-se início a um período de forte

Logo o sistema financeiro enxergou uma possibilidade de arbitragem no setor de crédito imobiliário. A combinação entre a baixa da taxa de juros, o aumento do crédito e consequentemente o aumento do número de hipotecas serviram como combustível para o aumento desenfreado de emissão de títulos lastreados nessas dívidas. Grandes bancos de investimentos como Goldman Sachs, Merrill Lynch, e Lehman Brothers, demandavam um enorme volume desses derivativos levando a formação de uma “bola de neve” no setor imobiliário. O aumento da demanda pelos ativos levava os bancos a elevar sua alavancagem com o objetivo de adquirir mais recebíveis de hipotecas agrupando-os em CDOs. A tabela abaixo, com informações também retiradas do capítulo “*The Credit Rating Crisis*” citado acima, demonstra o aumento da demanda por esses ativos em percentual da quantidade de securitizações por ano:

Tabela 1 – Número de Transações e Percentual Relativo a CDOs

Ano	CDO	Número de Transações	Ano	CDO	Número de Transações
1991	1,1	1.333	2000	6,1	6.856
1992	1	1.704	2001	7,4	7.667
1993	0,8	2.105	2002	8,9	8.704
1994	1,9	2.571	2003	10,8	9.893
1995	1,8	2.988	2004	13,5	10.964
1996	1,7	3.567	2005	15,5	12.208
1997	2,1	4.088	2006	16,6	14.371
1998	3,3	5.050	2007	18,9	16.890
1999	4,5	6.010	2008	20,4	19.715

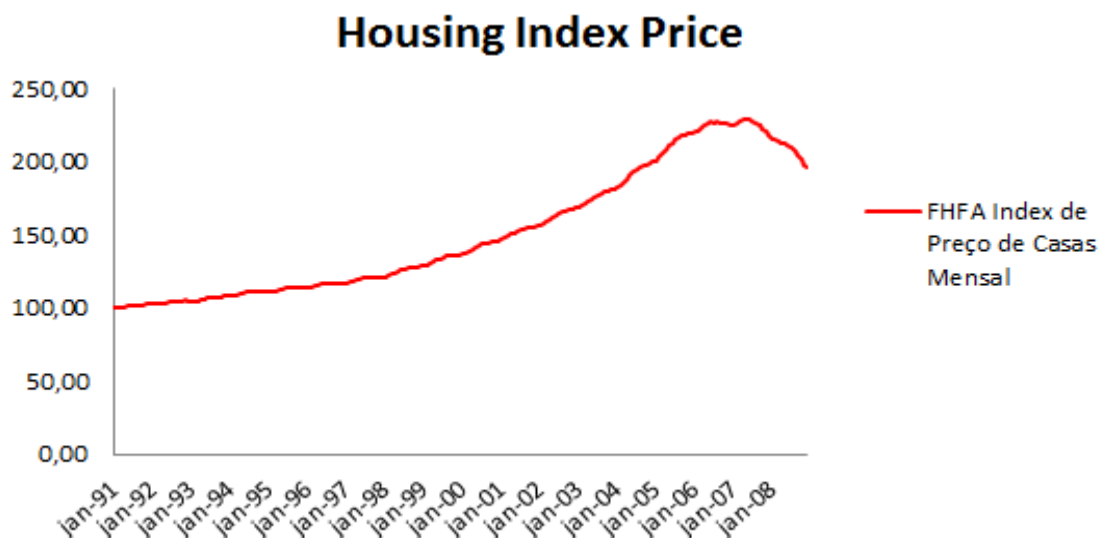
Fonte: “*The Credit Rating Crisis*”, NBER working paper (w15045)

Nos Estados Unidos, as hipotecas podem ser classificadas como prime ou subprime, de acordo com seu risco de default atribuído aos mutuários dos empréstimos. Hipotecas subprimes, ou empréstimos predatórios, são aqueles com um maior risco de crédito, ou seja, aqueles em que existe uma maior probabilidade de os mutuários não serem capazes de amortizar suas dívidas. O alto risco de crédito é refletido na alta taxa de juros acordada entre as partes do financiamento.

Os bancos de investimento têm como prática comum a contratação de agências de rating para avaliar o risco de seus ativos com o intuito de fornecer maior informação sobre os mesmos para os investidores e comprovar sua qualidade. As três maiores agências de rating reconhecidas mundialmente e as principais envolvidas na classificação dos CDOs compostos por empréstimos subprimes na crise de 2008 foram: Standard & Poor’s (S&P), Moody’s e Fitch. Durante o período de 2002-2008, as agências de rating atribuíam aos CDOs os mais altos graus de investimento. Assim, empréstimos subprimes se tornavam mais apelativos aos mais variados tipos de investidores, inclusive fundos de pensão notórios por adquirir somente papéis com alta classificação. O aumento da procura por CDOs incentivava os financiamentos imobiliários que por sua vez tornavam os mutuantes cada vez mais displicentes quanto a capacidade de pagamento dos mutuários. Como consequência, o número de empréstimos caracterizados como subprimes aumentou. Segundo o estudo “*The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Meltdown*” publicado em janeiro de 2009 pelo Milken Institute o número de empréstimos classificados como *subprimes* aumentou drasticamente de 8% em 2001 para 21% em 2005. Como num caso simples de oferta e demanda, a maior procura por hipotecas, causada pelo incentivo ao crédito imobiliário, elevou drasticamente o preço das casas o que daria início a bolha financeira de caráter imobiliário.

Abaixo segue um gráfico composto pelo índice de preços de casas calculado pelo FHFA (*Federal Housing Finance Agency*), instituição criada com o objetivo de regular, fiscalizar e manter o mercado de crédito imobiliário.

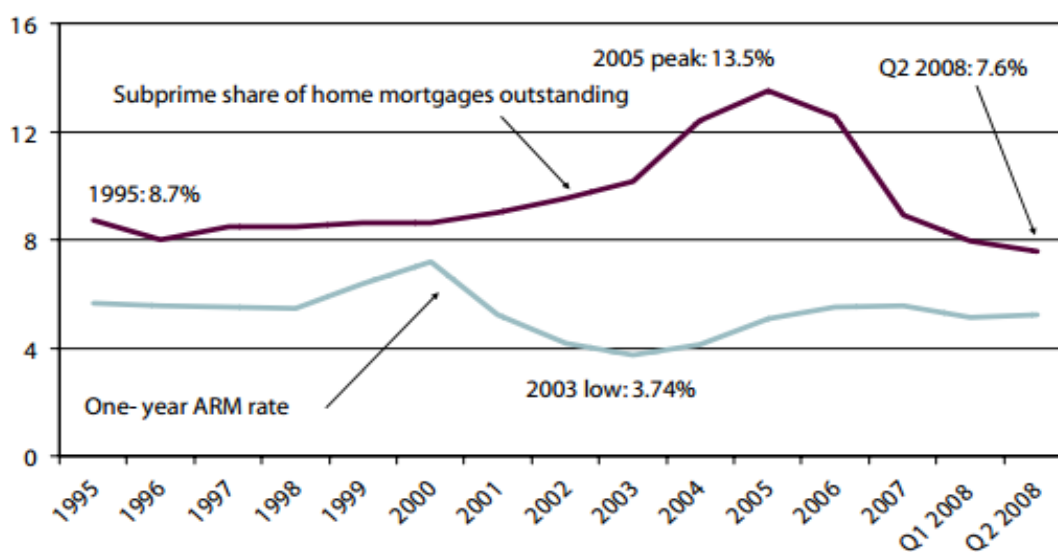
Gráfico 2 – Índice de Preços de Casas Mensal Calculado pelo FHFA



Fonte: FHFA (*Federal Housing Finance Agency*)

O gráfico abaixo, retirado do estudo do Milken Institute mencionado anteriormente nesse capítulo, mostra o aumento repentino no percentual de crescimento do número de hipotecas *subprimes* em comparação com as hipotecas ARM. A fonte de dados para composição do gráfico é composta por dados do FED, da instituição Inside Mortgage Finance e do próprio Milken Institute.

Gráfico 3 – Percentual de Crescimento de Hipotecas *Subprimes*



Fonte: Milken Institute, “*The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Meltdown*”

Em outubro de 2007, Allan Sloan publicou o artigo “*House of Junk*” na revista americana Fortune no qual relatou o uso de hipotecas *subprimes* por parte dos bancos de investimentos usando como exemplo uma tranche específica de títulos criada pelo banco Goldman Sachs em 2006. No artigo em questão, o autor ironiza as notas atribuídas aos derivativos que receberam classificação AAA (maior grau de investimento) como sendo tão seguras como os títulos do Tesouro americano apesar de possuírem alto risco de default.

No período das décadas de 1980 e 1990, a desregulamentação financeira foi uma concepção amplamente propagada especialmente pelo FED e o governo americano. Em especial, o surgimento de um determinado ativo pouco regulamentado, os derivativos, teve um grande papel no desenrolar da crise imobiliária. Os derivativos chamados CDOs, que estimulavam os empréstimos predatórios, não foram os únicos envolvidos no colapso. A medida que a demanda por CDOs crescia outro perfil de derivativo surgia, o CDS.

O CDS, *credit default swaps*, são derivativos empregados como apólices de seguros para os CDOs. Bancos de investimento adquiriam esses ativos para se prevenir de um possível default por parte dos CDOs. A principal provedora desses ativos era a seguradora mundial AIG, American International Group. Investidores, porém utilizavam dos derivativos para especular contra CDOs de outros investidores, apostando em seu *default*. Investidores iniciaram um processo de especulação contra CDOs alheios através da compra destes derivativos, apostando no default destes CDOs. Assim, diferentes investidores podiam assegurar os mesmos ativos. Por não ser um mercado regulado, as instituições emitiam CDS sem precisar comprovar a capacidade de pagamento caso houvesse *default* dos CDOs assegurados. Dessa forma, os lucros provenientes da emissão e compra desses derivativos e que eram empregados na repartição de dividendos das instituições financeiras, não passava dinheiro criado pelo próprio sistema mas que na verdade não existia. O mercado de CDS, que no ano de 2001 obteve um crescimento de aproximadamente US\$1 trilhão, fechou o ano de 2007 com US\$62 trilhões. A bolha já estava formada.

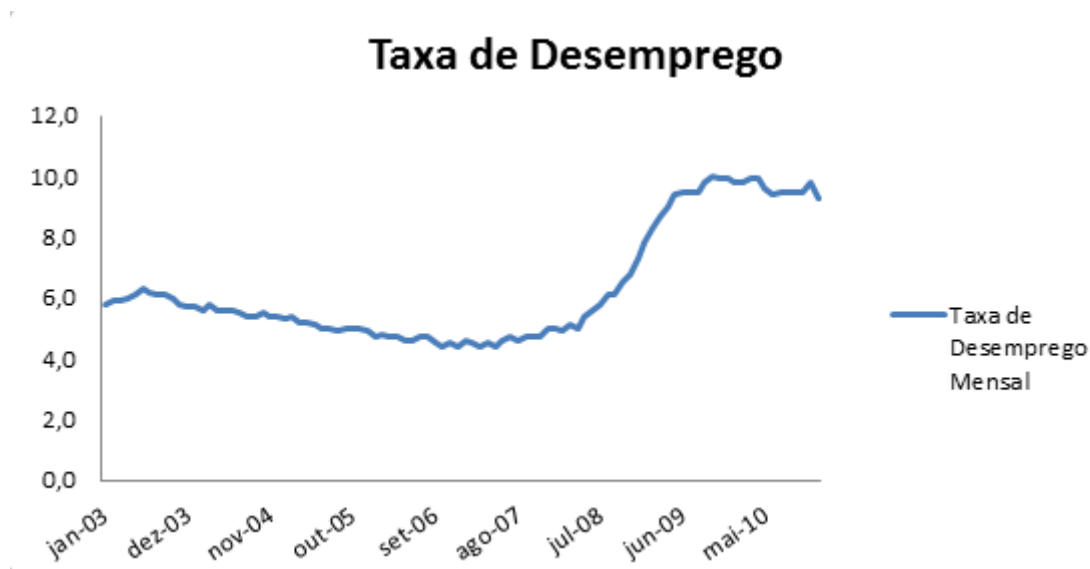
Em meados de 2008 a bolha estourou. Um número substancial de mutuários se encontravam incapazes de amortizar suas dívidas e o número de retomada de casas por parte das agências de hipotecas dispararam criando uma crise sistêmica. A partir daí, a massiva securitização de hipotecas viu seu fim. Os bancos de investimentos interromperam a compra das dívidas e se naquele momento, se encontravam saturados com bilhões de dólares investidos em CDOs, e hipotecas *subprime* os quais o mercado não demandava mais.

Instituições financeiras de proporções globais se deparavam a beira da falência e o governo americano iniciou sua trajetória de *bail outs*. Em março de 2008, o banco Bear Stearns foi o primeiro a enfrentar essa situação. Sem liquidez, o banco foi adquirido pelo J.P. Morgan Chase que, como garantia, exigiu uma ajuda de US\$30 bilhões do FED. Em setembro do mesmo ano, as gigantes Fannie Mae e Freddie Mac receberam intervenção estatal com o intuito de evitar sua falência. No mesmo mês, o quarto maior banco de investimento americano durante aquele período, o Lehman Brothers, ficou sem liquidez. Da mesma maneira, dias depois, o Merrill Lynch se encontrou em situação similar e foi adquirido pelo Bank of America. Compradores exigiam garantia financeira por parte do governo dos Estados Unidos para a aquisição do Lehman Brothers, e após a recusa do governo, o banco entrou com pedido de falência.

As autoridades americanas, o governo e até mesmo o mundo não estavam preparados para as consequências que estavam por vir. O mundo globalizado garantia que direta ou indiretamente diferentes indústrias espalhadas pelo globo sentissem os “tremores” da falência do Lehman Brothers. Dias depois, a AIG, que assegurava investidores contra o *default* dos CDOs, devia aproximadamente US\$13 bilhões aos detentores de CDS. O governo americano não encontrou outra solução senão intervir em uma das maiores seguradoras do mundo. Em setembro de 2008, o FED criou um plano econômico o qual dependia de uma ajuda de custo do governo americano no valor de US\$700 bilhões de dólares com o objetivo de evitar a falência de outros bancos de investimentos. É importante ressaltar que todas as grandes instituições financeiras, momentos antes de se depararem nessas situações insolucionáveis ainda mantinham suas altas classificação de rating.

Rapidamente, o preço de diversos outros ativos negociados no mercado de capitais começou a declinar. Os *commercial papers*, títulos de curto prazo que, em geral, são emitidos com o propósito para liquidar dívidas de curto prazo como salários, logo tiveram seus preços despencados. Temendo uma recessão global, empresas e fábricas iniciaram o processo de demissões. O gráfico abaixo ilustra a alta na taxa de desemprego dos Estados Unidos inclusive quando chegou a seu patamar mais alto de 10%:

Gráfico 4 – Taxa de Desemprego dos EUA entre 2003 e 2010 (%)



Fonte: Bloomberg

A bola de neve manteve seu curso com empresas americanas como a General Motors e a Chrysler a beira da falência. A crise já afetava diversos países e continentes como a Europa e a China com as taxas de desemprego e crescimento sofrendo quedas catastróficas.

A crise financeira sistêmica global iniciada nos Estados Unidos através da especulação no mercado de crédito imobiliário pode ser atrelada a diversas circunstâncias do cenário da economia americana entre 2002 e 2008. A falta de regulamentação, a assimetria de informação, a baixa taxa de juros, entre outras conjunturas descritas neste capítulo, serão usados para embasar o estudo sobre o momento atual vivido pelo mercado de crédito brasileiro.

4.2. Japão e a Década Perdida

Durante os anos 80, o Japão passou por um período de forte crescimento econômico mais conhecido pelo aumento expressivo do preço das ações e dos imóveis. Após uma rápida ascensão, no início dos anos 90, com o aumento da taxa de juros, houve o colapso da “bolha” e o país atravessou uma década de recessão popularmente chamada de *Lost Decade*, em tradução literal década perdida. Apesar de ainda ser debatido se houve de fato a existência de uma bolha, é importante para este estudo levantar as circunstâncias que levaram o Japão a tal situação para serem adotadas como parâmetros no caso brasileiro. A bolha especulativa é relacionada ao aumento no preço de ativos em geral, porém este resumo irá focar na trajetória do preço dos imóveis.

O cenário macroeconômico do Japão pré- crise entre 1955 e 1970 foi caracterizado pela ascensão financeira do país, também chamado de milagre econômico, com crescimento anual atingindo muitas vezes um patamar de 10%. Com a escassez de recursos naturais, o país asiático focou principalmente no desenvolvimento dos setores automobilístico e tecnológico. No cenário financeiro, dado embargo ao financiamento via *securities*, os bancos possuíam um papel fundamental na intermediação financeira. Além disso, ainda cumpriam o papel de serem o principal destino da poupança e fonte de financiamento.

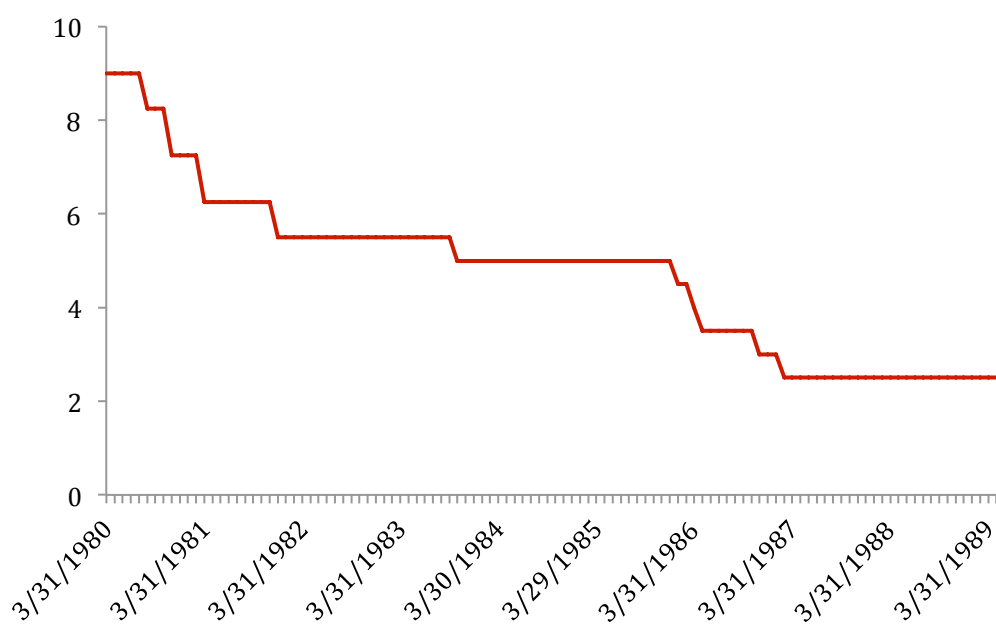
À medida que o país ganhava espaço no cenário econômico mundial, com crescimento estabilizado de aproximadamente 4% ao ano, se deparava com uma forte intervenção do governo dos EUA, desencadeando um conflito comercial entre ambos os países no início da década de 1980. Apontados como motivos para a incompatibilidade entre os dois estavam o protecionismo japonês e a forte apreciação do iene perante o dólar. Os EUA se encontravam em situação desfavorável perante o resto do mundo, com o dólar valorizado, tornando sua indústria menos competitiva. Logo, o Japão despertava como economia mundial acumulando superávits em conta corrente. O período pós Segunda Guerra Mundial no Japão foi marcado pela reconstituição das instituições centrais do país nos moldes ocidentais seguido pela liberalização/desregulamentação do sistema financeiro.

Dentre as medidas que resultaram na crise financeira uma de extrema importância para a constituição econômica da época foi a assinatura do Acordo de Plaza entre os governos das principais economias em 1985. O acordo determinava a

manipulação das taxas de câmbio através da desvalorização do dólar em relação ao Iene e ao Marco Alemão de forma a deixar os produtos americanos mais atrativos que os de seus competidores. Tal medida acarretou em uma redução do crescimento econômico do Japão passando de aproximadamente 4% em 1985 para algo em torno de 2,9% em 1986. Como forma de equilibrar a situação, o Banco do Japão foi então forçado a afrouxar a política monetária criando uma conjuntura propícia para ampliação do setor de crédito.

No Japão, a política monetária é determinada pelo Banco do Japão (*Bank of Japan*), cujo papel é correspondente ao dos Bancos Centrais determinando através da taxa de juros e outros componentes macroeconômicos a situação financeira do país. Como forma de prevenir as possíveis consequências de uma valorização da moeda, o Banco do Japão determinou um relaxamento da política monetária por meio de uma diminuição da taxa de juros. Enquanto em 1980 a taxa de juros se encontrava em 8,25% a.a., terminou 1981 com 5,5% a.a. chegando ao seu patamar mais baixo em 1987 com 2,5% a.a. Assim, da mesma forma que no caso americano, a política monetária vigente durante o período teve um papel crucial em determinar o curso da economia do país. O gráfico abaixo evidencia esse recuo na taxa de juros.

Gráfico 5 – Taxa de Juros do Japão entre 1980 e 1989 (%a.a.)



Fonte: *Bank of Japan Statistics*

A desregulamentação financeira foi um dos principais instigadores da recessão nos anos 90 deixando o sistema financeiro japonês vulnerável a possíveis especulações. A partir dos anos 80 o governo japonês passou a permitir a emissão de títulos em mercados internacionais, aumentando consideravelmente a captação de recursos das empresas japonesas no exterior. No mesmo período, aproximadamente em 1987, criou-se o espaço para o surgimento de instituições especializadas no mercado de *securities* e *commercial papers* agregando ainda mais ao setor de crédito. Tais operações, porém, se mantiveram proibidas para os bancos comerciais. Ambas as medidas resultaram em uma perda considerável de clientes para os bancos japoneses que ao ter permissão para fazer empréstimos de longo prazo seguiram em busca de novas oportunidades, encontrando espaço no financiamento de pequenas e médias empresas (SMEs) e no setor imobiliário. “Assim, motivados pela possibilidade de compensar a perda de hegemonia desfrutada anteriormente na condição de monopolizadores do fornecimento de crédito as grandes empresas, os bancos caminharam rumo a assunção de maiores riscos.” (Maria Luiza Levi, Revista de Economia Política vol 17, “Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão”). De acordo com estatísticas do Banco do Japão, a composição da carteira de crédito dos bancos comerciais para SMEs passou de 46% em início de 1980 chegando até a 90% em 1990.

A tabela a seguir retirada do texto de Maria Luiza Levi mencionado a cima exhibe o aumento significativo de financiamento para o setor imobiliário e indivíduos.

Tabela 2 – Percentual de Distribuição do Crédito no Japão dentre os Setores da Indústria

Sector/Ano	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Manufatureiro	30,6	29,3	28,1	25,4	21,7	19,7	17,5	16,2	15,8	14,9
Química	3,8	3,5	3,2	2,6	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
Maquinário	8,5	8,3	8,2	7,5	6,0	5,2	4,7	4,5	4,4	4,2
Aço e ferro	3,0	2,9	2,7	2,5	2,0	1,6	1,2	1,1	1,1	1,0
Não-manufatureiro	56,4	57,6	58,5	60,3	61,9	61,7	61,1	60,9	60,5	61,2
Construção	5,6	5,6	5,7	5,5	5,1	5,0	4,7	4,4	4,5	4,9
Com. atacadista	20,6	19,9	18,8	17,2	15,9	14,4	13,3	12,8	11,9	10,9
Instit. fin. n/banc.	4,9	5,9	6,3	6,9	7,8	7,7	7,6	7,2	7,0	7,2
Setor imobiliário	5,7	6,2	7,2	9,4	10,3	11,2	11,8	11,5	11,9	12,6
Indivíduos	10,2	9,8	9,9	11,1	13,6	15,7	18,5	20,1	20,9	20,8
Outros*	13,1	13,1	13,4	14,3	16,4	18,6	21,3	22,9	23,7	24,0
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (trilhões de ienes)	93,1	103,0	114,2	126,4	139,9	149,9	163,8	173,2	176,9	179,1

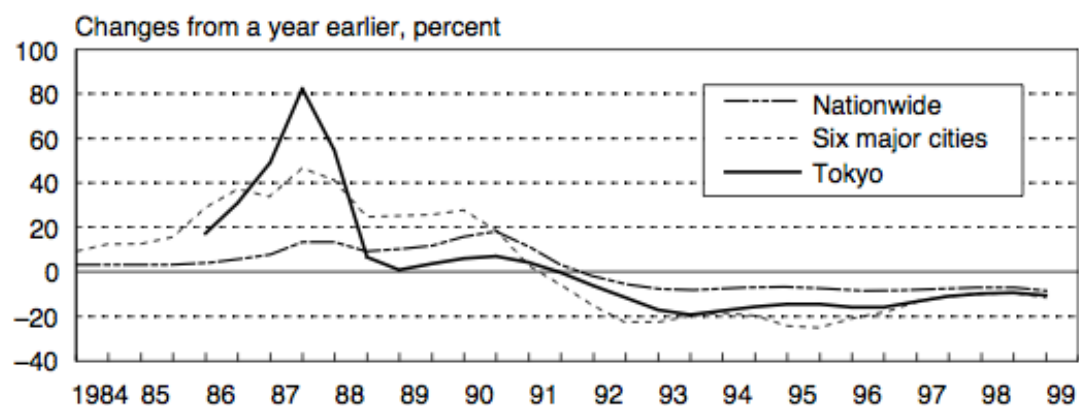
Fonte: Bank of Japan, Economic Statistics Annual (1992).

A situação do Japão nos anos 80 se caracterizava então por um crescimento rápido sustentado pelas exportações que, mais tarde, seria enfraquecido pela valorização do iene, e pelo alto índice de poupança. A baixa taxa de juros em conjunto com os estímulos ao setor financeiro criado pela desregulamentação criavam então um ambiente propício para o processo de especulação. Devido a abertura internacional e a desregulamentação, diversas instituições financeiras se expandiram para Tóquio, onde se concentrava grande parte das atividades financeiras do país, criando uma escassez de escritórios. Ademais, o país na mesma época se encontrava em meio a uma reforma urbana, denominada *Urban Renaissance*, responsável por desregular a utilização da terra e as normas de construções, além de avançar com projetos de construção de larga escala na área urbana. Após um anúncio em 1985 pela *National Land Agency* de que havia demanda em excesso por escritórios em Tóquio, o preços dos imóveis na região disparou. Os proprietários que acabaram por vender sua terra nos distritos comerciais para a construção de escritórios, passaram a adquirir terra nos distritos residenciais, causando igualmente uma ascensão nos preços de tais imóveis.

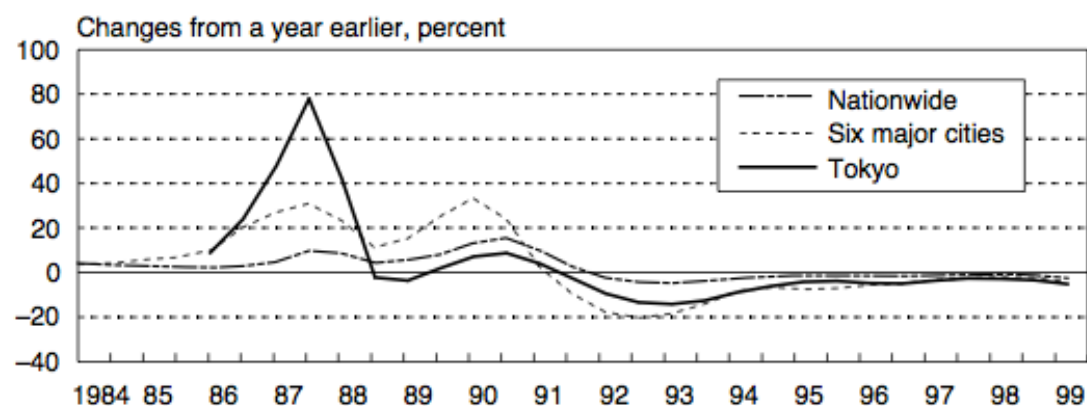
Os gráficos abaixo retirados do estudo “*The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan`s Experience in the Late 1980`s and the Lessons*” de Kunio Okina et al, nos mostra o aumento no índice de preços de terra na região urbana tanto em bairros residenciais quanto comerciais como mencionados a cima.

Gráfico 6 – Índice de Preços de Terra no Japão em Bairros Residenciais e Comerciais

[1] Commercial Land



[2] Residential Land



Fonte: *Japan Real Estate Institute, Urban Land Price Index.*

Já a tabela, retirada do texto “*Housing Markets in the U.S. and Japan*”, capítulo “*Land Prices and House Prices in Japan*” de Yukio Noguchi e James Poterba, exibe um índice de preços de metragem de terra residencial chamado *government benchmark price* (preços de benchmark do governo), GBMP ou Koji Chika. Ambas as ilustrações demonstram o crescimento acentuado do preço dos imóveis a partir 1985.

Tabela 3 – Índice de Preços por Metro Quadrado no Japão

Residential Land Price Index (1983 - 100)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Greater Tokyo	102.2	103.9	107.0	130.1	219.3	220.2	234.7	250.2
Tokyo	102.9	105.9	112.7	169.6	283.2	265.3	264.5	264.8
Special wards	103.2	107.2	117.9	208.5	300.5	284.9	286.0	286.9
Kanagawa	102.0	103.6	106.0	118.8	220.7	203.9	205.3	211.3
Saitama	101.5	102.0	102.3	104.7	167.3	181.5	202.0	226.4
Chiba	101.8	102.6	103.4	109.8	179.3	210.3	261.6	312.6
Greater Osaka	103.6	106.7	109.5	113.2	134.3	178.2	278.1	296.2
Osaka	103.5	106.9	110.4	115.2	138.9	188.2	298.5	204.8
Kyoto	103.9	107.1	110.5	114.3	124.5	164.1	274.2	315.1

Hyogo	103.6	106.0	107.1	109.7	140.1	182.6	269.3	292.2
Nara	103.2	105.8	107.7	109.5	112.7	143.0	214.8	235.2
Greater Nagoya	102.4	104.0	105.5	107.2	115.0	139.9	160.9	191.1
Aichi	102.2	103.7	105.1	106.7	115.1	135.6	163.9	192.7
Mie	103.7	106.0	108.1	109.9	112.2	118.0	136.0	173.8

Fonte: *National Land Agency, Koji Chika*

O Japão se encontrava numa situação contraditória em que apesar de manter superávits em conta corrente, passou a ter enormes volumes de dívida. Como forma de conter esse aumento desenfreado nos preços dos imóveis, o Banco do Japão reagiu com um aumento da taxa de juros, que chegou a atingir 6% em 1990. O sistema de crédito entrou em colapso. Com a alta na taxa de juros, os mutuários ficaram incapazes de honrar com suas dívidas perante os bancos, dando início ao estouro da bolha. Seguidos do aumento da taxa de juros também, vieram uma série de sucessões de defaults por parte não só dos mutuários como dos próprios bancos, dando início a uma corrida bancária.

O estouro da bolha especulativa japonesa também ocorreu no preço das ações. Apesar desse estudo não descrever a situação desses ativos durante o período, vale ressaltar que o índice *Nikkei*, índice de preços da bolsa japonesa, também sofreu uma queda brusca após o aumento bruto da taxa de juros.

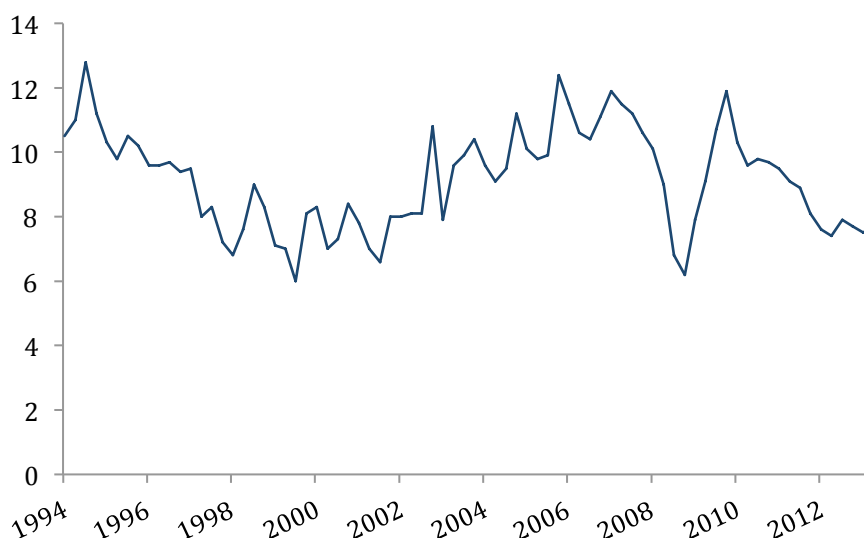
A crise financeira do Japão foi resultado de uma série de medidas facilitadoras que juntas deram início a um processo especulativo no preço dos ativos japoneses. Apesar do desenrolar da crise ser chamado de década perdida, referente ao intervalo de tempo de 1991 a 2000, a economia japonesa continuou sentindo os efeitos resultantes da mesma na década de 2001 a 2010.

4.3. China – Um caso a se analisar

Apesar de não ter passado por uma crise resultante de um *crash* no mercado de crédito imobiliário, o caso da China se encaixa neste estudo por atualmente vivenciar uma situação um tanto similar aos casos reportados a cima. O país recentemente atravessou uma temporada de crescimento rápido, baixa nas taxas de juros, desregulamentação financeira e aumento no preço dos imóveis nos mesmos moldes dos EUA e do Japão. Ademais, o país está alocado dentro do grupo dos BRICS, uma abreviação que referente as cinco economias emergentes no qual o Brasil também está. Assim, irei levantar informações sobre o país de forma a usá-lo de exemplo para a comparação com o Brasil e com os casos de crise reportados neste estudo.

Desde 1978 a China vem implementando reformas econômicas que acarretaram em um crescimento econômico inigualável. As reformas de caráter primordialmente financeiro almejavam o crescimento tanto do mercado interno como a entrada no mercado internacional através da abertura econômica do país. O resultado foi um crescimento real médio anual de aproximadamente 10% perante um crescimento de 3,7% nos vinte anos prévios. O gráfico a seguir ilustra a taxa de crescimento anual do PIB da China de 1994 até os dias de hoje.

Gráfico 7 – Taxa de Crescimento Anual do PIB da China (%)

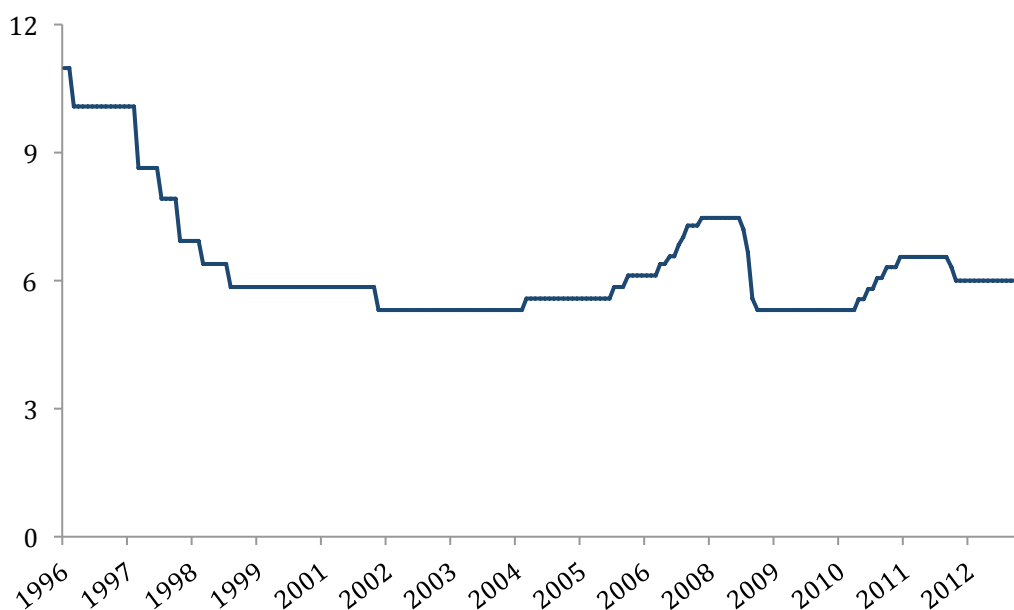


Fonte: Bloomberg

O crescimento da China se deu na maior parte pelo aquecimento do setor de crédito, através de uma liberalização na área financeira do país, com o estabelecimento de novas vias de financiamento, criação de um mercado de títulos e de empréstimos através de instituições não bancárias.

Outra medida relevante para o crescimento econômico foi a condução da política monetária do período. A política monetária, como vimos nas situações descritas nesse *paper*, possui um papel de forte importância no que diz respeito ao crescimento do mercado de crédito. Como medida de estímulo, o governo chinês afrouxou a política monetária a taxa de juros que em 1996 estava em aproximadamente 11%, atingiu seu mínimo de 5,31% em 2002 e depois novamente no final de 2008. O gráfico abaixo mostra a queda significativa da taxa de juros no final da década de 90.

Gráfico 8 – Taxa de Juros da China entre 1996 e 2012 (%a.a.)



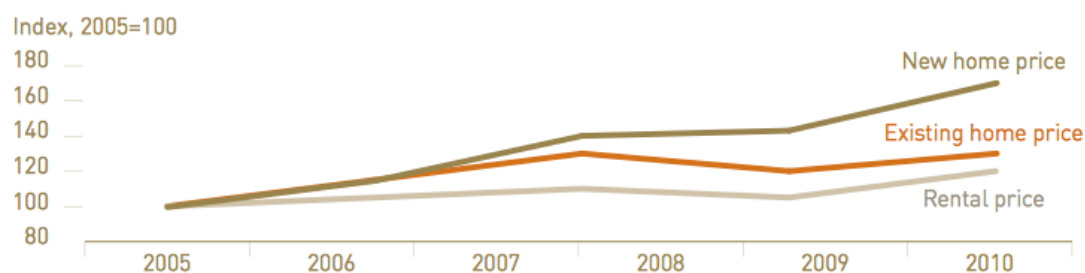
Fonte: Bloomberg

O setor imobiliário da China também sofreu consideráveis mudanças a partir das reformas de 1978. Até então, de acordo com a Constituição chinesa, a terra pertencia ao governo e, portanto, não poderia ser comercializada. A partir de 1988 porém a Constituição foi alterada, dando início a privatização dos imóveis. A medida se mostrou muito bem sucedida, dado que atualmente 80% dos imóveis são privados segundo o *Chinese National Bureau of Statistics*. Como forma de auxiliar esta transição entre os imóveis que antes eram alocados por horas trabalhadas pelo funcionário para a privatização, foram implementados subsídios na compra de imóveis além da criação do

Housing Provident Funds que funciona de forma similar ao FGTS¹ do Brasil com o empregador depositando no fundo um percentual da renda do empregado. A quantia poupada nesses fundos pode apenas ser utilizada na compra de imóveis ou para melhorias nos já existentes.

A junção de um aumento no número de empréstimos, baixa na taxa de juros e os incentivos governamentais induziram a um forte aumento no preço dos imóveis. Além disso, estatísticas mostram que uma considerável parcela da população se mudou da região rural para a urbana, acentuando ainda mais os preços. O gráfico a seguir faz uma comparação entre os preços de imóveis novos e já existentes e o preços de aluguel, ilustrando o aumento significativo no preço de novos imóveis.

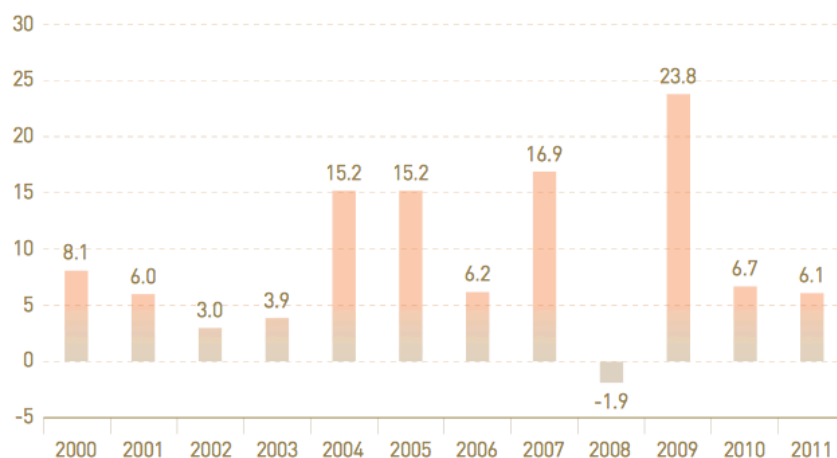
Gráfico 9 – Comparação entre Preço de Metro Quadrado de Compra/Venda e Locação de Imóveis na China



Fonte: “China’s Housing Market”, Milken Institute

Já o gráfico abaixo mostra o aumento do preço dos imóveis em relação ao preço do ano anterior. Apesar da queda brusca no ano de 2008 com o estouro da crise nos EUA, os preços se recuperaram no ano seguinte.

Gráfico 10 – Aumento do Preço dos Imóveis em Comparação com o Ano Anterior



Fonte: “*China`s Housing Market*”, Milken Institute

Nota: Os percentuais foram calculados pelo autor do texto base com informações do *Chinese National Bureau of Statistics*.

A China atualmente vem sendo alvo de diversas pesquisas para se determinar se há uma bolha especulativa no preço de seus imóveis. Recentemente o governo chinês vem adotando medidas com o intuito de evitar o aparecimento de uma nova crise. Como forma de conter esse aumento rápido nos preços, o governo chinês decidiu aumentar a oferta imobiliária através da construção de imóveis de baixo custo. Outra medida importante por parte do governo é a imposição da restrição de crédito por parte dos bancos.

5. Mercado de Crédito Imobiliário do Brasil

Nos últimos anos o Brasil tem chamado a atenção mundial por seu crescimento econômico sustentado inclusive após a crise sistêmica global de 2008, responsável por diversas recessões despertadas nos anos subsequentes. Com um cenário de crescimento econômico, inflação contida, baixa taxa de juros, incentivos ao mercado de crédito, além de investimentos maciços devido a eventos mundiais sediados no país, o setor imobiliário do Brasil estourou e os preços dos imóveis deslancharam. Perante a conjuntura atual, diversas pesquisas tem surgido com o intuito de responder se o país passará num futuro próximo por uma crise similar às vistas recentemente, resultante do estouro de uma bolha imobiliária.

Para entendermos o surgimento do mercado de crédito imobiliário do Brasil é preciso voltar à década de 60, mas precisamente a 1964, quando surgiu o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O programa tinha como objetivo garantir à população de baixa renda acesso a casa própria, criando fontes alternativas de financiamento, como recursos do Fundo de Garantia de Tempo e Serviço (FGTS) e poupança. As principais fontes de recursos do SFH seriam depósitos a prazo, financiamentos nacionais e internacionais, letras imobiliárias, depósitos compulsórios dos institutos de aposentadoria e pensões, e aquisição obrigatória de letras imobiliárias pelo Serviço Social da Indústria (Sesi) e Serviço Social do Comércio (Sesc). Em 1966, foi criado o Fundo de Garantia de Tempo e Serviço (FGTS), que consiste em contribuições de 8% do salário realizadas pelo empregador ao funcionário. O objetivo do FGTS era, entre outros, arrecadar recursos e destiná-los à concessão de crédito à habitação e ao financiamento do saneamento básico e infraestrutura urbana

Através do SFH era possível financiar 90% do imóvel a um custo de 12% a.a.. Apesar de ter seu foco voltado à baixa renda, o SFH acabou beneficiando outra faixa de renda familiar. O órgão responsável por supervisionar o SFH seria o Banco Nacional de Habitação (BNH). Dentre suas funções, o BNH atuaria como incentivador da poupança e estabeleceria as condições de financiamentos, como prazo, juros, pagamentos e garantias. O BNH tinha papel similar ao da Caixa Econômica Federal atual. Em 1986, o BNH foi extinto e marcou o início do declínio do SFH. Apesar de não ter atingido seu

principal objetivo, o SFH pode ser considerado o início do desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário.

Com a ineficiência do SFH, outro mecanismo era necessário para dar continuidade ao desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário nacional. Em 1997, é criado o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que introduziu no país o conceito de securitização, termo que significa utilizar ou criar valores mobiliários, transformando bens, direitos de crédito ou expectativa de receita futura em valor mobiliário. Além disso, securitizar pode ser associado a operações em que o valor mobiliário esteja lastreado ou vinculado a recebíveis futuros. Portanto, securitização é vender valores mobiliários vinculados a uma expectativa de fluxo de caixa futuro.

De acordo com a Lei nº 9.514/97 Art. 8º do SFI, uma securitização de créditos imobiliários é caracterizada por uma operação na qual os créditos são emitidos em série a mercado por meio de uma companhia securitizadora. Além da securitização, o SFI criou alternativas de acesso ao crédito imobiliário, com a criação de ativos financeiros como:

(i) CRI (Certificado de Crédito Imobiliário): Valor mobiliário, que foi criado com objetivo de captar recursos junto a investidores institucionais, lastreado a recebíveis imobiliários e formalizado por meio do Termo de Securitização de Créditos. Captar recursos via emissão de CRI's tem duas importantes vantagens, a primeira é o lastro em garantia real e a segunda é a transformação do fluxo de recebíveis em ativos líquidos, permitindo a alavancagem financeiras que possuem créditos com lastro imobiliário;

(ii) CCI (Cédula de Crédito Imobiliário): É um título de crédito imobiliário, emitido pelo credor com ou sem garantia e remunerado pelos índices de preços. A principal vantagem deste título é o seu crédito poder ser usado como lastro de CRI.

(iii) LCI (Letra de Crédito Imobiliário): se caracteriza por ser um título de crédito nominativo, lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária. A LCI é emitida pelo credor devendo representar a totalidade de crédito e lastreada em créditos imobiliários de

vários empreendimentos. As principais vantagens da emissão de uma LCI são a captação de recursos junto ao público, dinamizando o setor imobiliário, e a isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas, além do baixo risco em razão do lastro ser uma hipoteca.

Além disso, em conjunto com as Resoluções 2493/98 e 2573/98, outras medidas de incentivo ao setor de crédito imobiliário foram geradas como a instituição da alienação fiduciária e a criação do mercado secundário de recebíveis imobiliários.

Já em 2009 foi lançado o programa governamental Minha Casa Minha Vida (MCMV), com objetivo de incentivar o setor imobiliário através da redução do déficit habitacional brasileiro. O investimento é medido pelo número de salários mínimos. A meta do governo federal é entregar 1 milhão de moradias, sendo 400 mil para famílias com faixa de rendimento entre 0 a 3 salários mínimos, 300 mil entre 3 a 5 salários mínimos e 300 mil entre 5 a 10 salários mínimos. Os recursos serão oriundos do FGTS e da União. Além de proporcionar o sonho da casa própria, o MCMV tem o objetivo de aumentar os investimentos em construção civil, gerar mais empregos, e conseqüentemente, desenvolver todo o setor. Em 2011, o governo federal lançou o Minha Casa Minha Vida 2, programa que segue a linha do MCMV 1 mas com perfil mais agressivo. Abaixo tabela com as principais diretrizes dos programas:

Tabela 4 – MCMV1/MCMV2:

	MCMV 1		MCMV 2	
Recursos do Programa Governamental (R\$ Bilhões)	34,0		72,6	
Limites de Renda para o Programa MCMV	Até R\$ 4.650		Até R\$ 5.000	
Limites de Renda para o Financiamento via FGTS	Até R\$ 4.900		Até R\$ 5.400	
Prazo	Dez/10		Dez/14	
Duração	2 anos		4 anos	
Faixa de Renda	Renda Familiar	Unidades	Renda Familiar	Unidades
Faixa 1	até R\$ 1.395	400.000	até R\$ 1.600	1.200.000
Faixa 2	de R\$ 1.395 até 2.790	400.000	de R\$ 1.600 até R\$ 3.100	600.000
Faixa 3	de R\$ 2.790 até 4.650	200.000	de R\$ 3.100 até R\$ 5.000	200.000
Total Unidades a serem construídas		1.000.000		2.000.000

Fonte: Caixa Econômica Federal

www.pac.gov.br/minha-casa-minha-vida

Fonte: Caixa Econômica Federal (<http://www.pac.gov.br/minha-casa-minha-vida>)

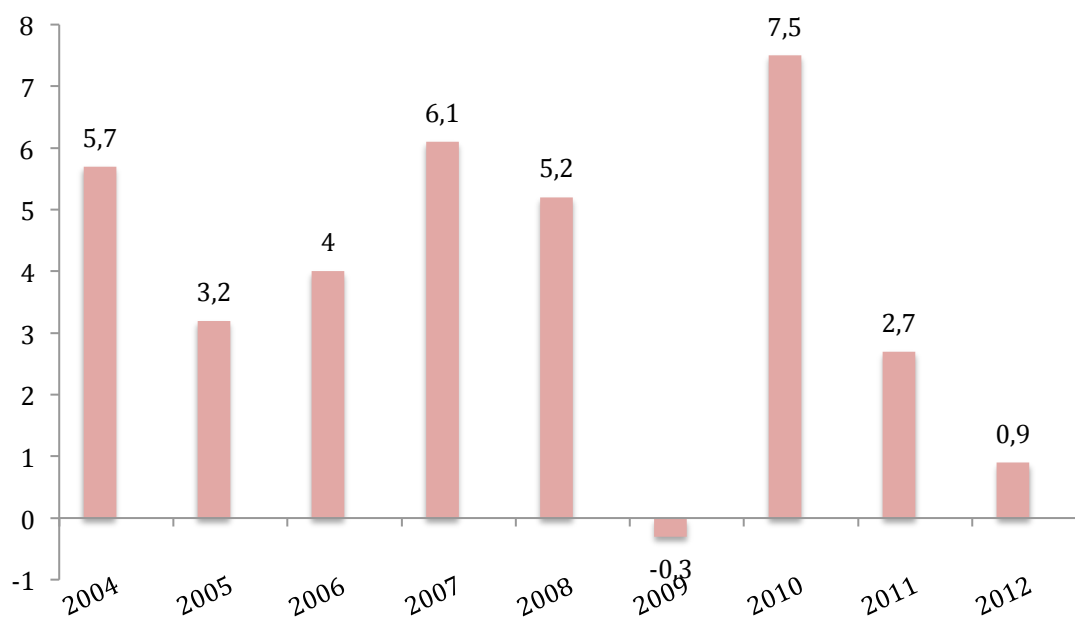
Como observamos, o mercado de crédito imobiliário brasileiro vem de desenvolvendo ao longo dos anos, mas apesar da criação de alternativas para o financiamento imobiliário, a poupança continua como principal fonte de recursos do

setor. Segundo dados do CBIC de 2008, em 2002, o crédito imobiliário oriundo da poupança (SBPE) foi de R\$ 1,77 bilhão e R\$ 3,06 bilhões do FGTS. Em 2008, os valores eram de R\$ 30,03 bilhões e R\$ 10,54 bilhões, de SBPE e FGTS, respectivamente. Em abril de 2013, segundo dados divulgados pela Abecip, o volume desembolsado em crédito imobiliário foi 44,3% maior contra o mesmo período do ano anterior, maior desembolso mensal registrado em 2013 e mais alto para o mês de abril desde 1995.

Em 1999, em meio a formação do mercado de crédito imobiliário, o governo implementou junto ao Banco Central¹ o Sistema de Metas de Inflação com o intuito de estabelecer uma diretriz para a política monetária, e o regime de câmbio flutuante no Brasil. Até dado momento, a taxa básica de juros, denominada Taxa Selic, servia como instrumento de prevenção das oscilações das reservas internacionais, dada uma taxa de câmbio fixa. Dessa forma, a partir do momento que tais políticas foram executadas a Selic passou a ter um papel mais central na política monetária, sendo responsável por estabilizar a inflação e, portanto, responsável pelo nível de investimento, poupança, crédito, entre outras variáveis macroeconômicas.

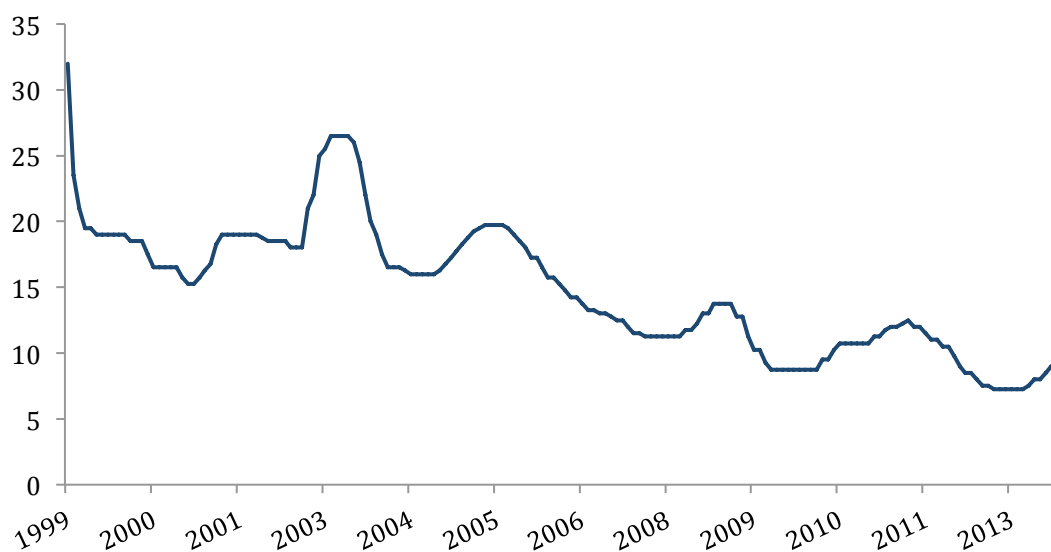
Após atingida a estabilização dos preços, a principal preocupação se tornou o crescimento econômico e o desenvolvimento do país. De acordo com dados do IBGE, o Brasil presenciou um crescimento do PIB de 6,1% em 2007 chegando a 7,5% em 2010. De acordo com o gráfico abaixo podemos analisar a trajetória do crescimento do PIB no intervalo de tempo entre 2004 até 2012. Analisando o gráfico pode-se ver que no ano de 2009, subsequente à crise global, o crescimento do PIB foi afetado resultando em uma taxa de crescimento de apenas -0,3%, porém, já em 2010 o país se recuperou e o crescimento deslanchou atingindo uma taxa de 7,5%.

¹ Banco Central: instituição financeira responsável pelo curso da política monetária no Brasil.

Gráfico 11 - Taxa de Crescimento Anual do PIB do Brasil entre 2004 e 2012 (%)

Fonte: Estatísticas IBGE

Para se atingir o objetivo de um crescimento econômico agressivo, a queda na taxa Selic foi usada como um importante aliado com a finalidade de acelerar a economia. Como pode ser visto no gráfico a seguir, o Brasil vem implementado uma queda gradual na taxa de juros. A última sequência de baixa na taxa de juros deu início em meados de 2011 quando a taxa beirava 12,5%, chegando a 7,25% no início de 2013.

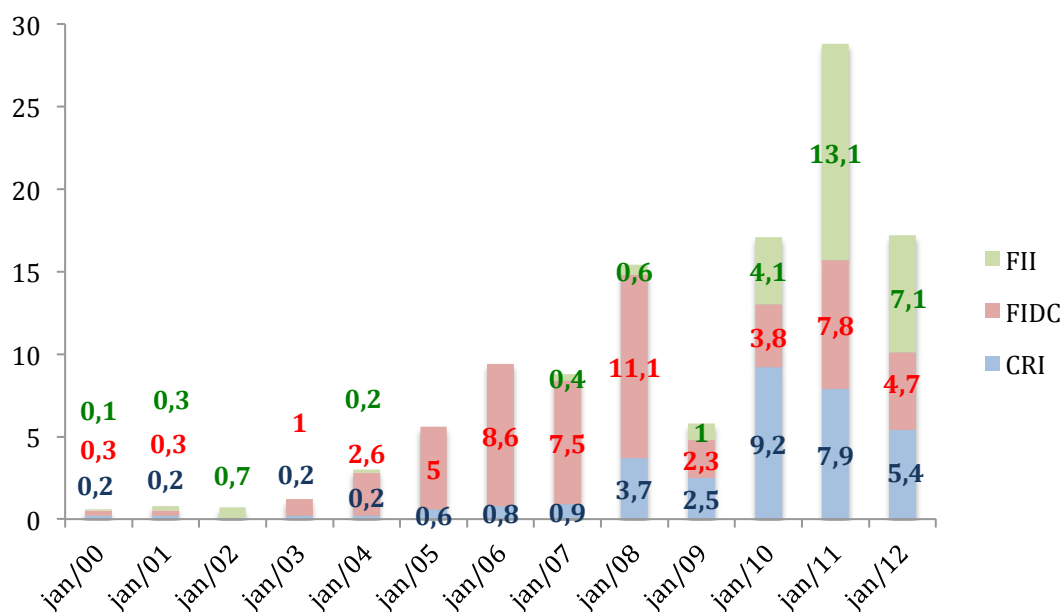
Gráfico 12 - Taxa Selic entre 1999 e 2013 (% a.a.)

Fonte: Bloomberg

Outra importante medida que alimentou o setor imobiliário brasileiro além da expansão de alternativas de financiamento e da baixa na taxa de juros foi a escolha do Brasil como sede de eventos internacionais. A cidade do Rio de Janeiro foi eleita sede do Rio+20, conferência internacional sobre desenvolvimento sustentável no ano de 2012, além dos Jogos Olímpicos no ano de 2016. Além disso, o país também foi eleito sede da Copa do Mundo de 2014. Estas medidas atraíram investimentos visando uma melhoria na infraestrutura do Brasil, em especial no setor imobiliário e de construção civil, além da demanda por imóveis no país.

De acordo com o a publicação “Economia Brasileira em Perspectiva” do Ministério da Fazenda do ano de 2012, as medidas citadas a cima contribuíram para um período ímpar na historia do mercado de credito imobiliário brasileiro. Segundo o Banco Central, nos últimos meses o mercado de crédito imobiliário presenciou uma expansão a uma taxa de 35%, passando de 6% do PIB em junho de 2012 para 7,5% no mesmo período de 2013. O gráfico abaixo retirado do estudo do Ministério da Fazenda mencionado a cima ilustra o aumento significativo do crédito imobiliário através das operações de crédito estruturadas como CRIs, FIDCs² e FIIs³.

Gráfico 13 – Aumento do Número de Operações Estruturadas (R\$ Bilhões)



² FIDC: Fundo de Investimento em Direito Creditório.

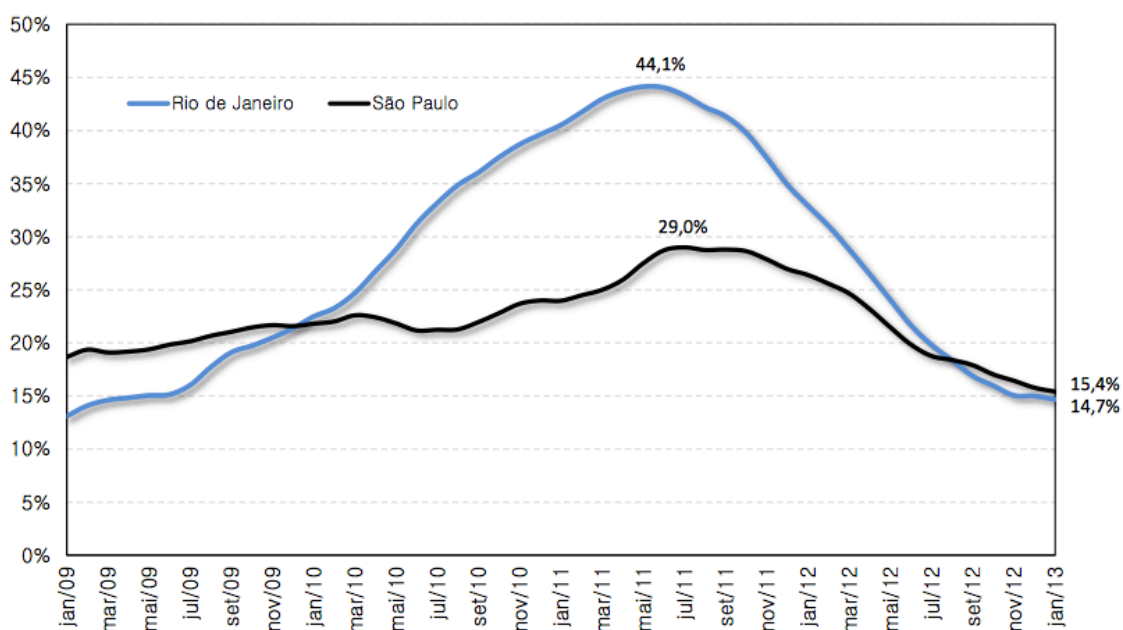
³ FII: Fundo de Investimento Imobiliário

Fonte: Ministério da Fazenda, “Economia Brasileira em Perspectiva”

Vale destacar que o Brasil está presenciando um aumento na demanda por imóveis resultante do aumento do poder de compra da classe média e da inserção das classes sociais D e E na classe C. De acordo com o estudo do Ministério da Fazenda no ano de 2020, o Brasil alcançará a posição de 5º maior mercado de consumidor do mundo com o consumo das famílias atingindo a marca de R\$ 3,5 trilhões. Esta demanda futura tem sido considerada um grande estímulo para a área de novos investimentos inclusive o setor imobiliário.

Apesar de recente, o mercado de crédito imobiliário do Brasil já começa a levantar suspeitas sobre seu crescimento acelerado. Como consequência à baixa na taxa de juros, à expansão da concessão de crédito imobiliário, e a um aumento na demanda e nos investimentos, o preço nos imóveis cresceu de forma significativa. Nos últimos cinco anos, os preços de imóveis em grandes cidades como Rio de Janeiro e São Paulo chegou a duplicar levantando preocupações sobre uma possível bolha no setor imobiliário. De acordo com pesquisa realizada pela Fipe (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas), segundo o índice FipeZap, apenas em 2013, o preço do metro quadrado nas 16 principais cidades brasileiras aumentou 13,4%. O gráfico abaixo retirada de um estudo realizado pela fundação mostra a variação acumulada do índice FipeZap nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo.

Gráfico 14 – Variação Acumulada em 12 meses do Índice FipeZap (%)



Fonte: Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados

As evidências do aumento significativo dos preços dos imóveis no Brasil num curto período de tempo levantam dúvidas sobre a estado sustentável do setor imobiliário. Alguns especialistas estão contestando a veracidade do aumento nos preços pondo em questão a possibilidade de uma bolha especulativa no setor. No capítulo a seguir iremos comparar a situação do Brasil com as situações de crise econômicas já citadas neste estudo.

6. Análise Comparativa

Neste capítulo irei brevemente comparar os casos dos países já descritos neste estudo para analisar se o Brasil está suscetível a uma crise financeira baseada no setor imobiliário. Os pontos que tomarei como base para a comparação são: a taxa de juros vigente durante o período em questão, a regularização do mercado e componentes que constituem fundamentos para a alta nos preços.

O estudo aqui dissertado revelou que o aumento na concessão de crédito imobiliário, que conseqüentemente colaborou para a alta no preço dos imóveis, está diretamente relacionado com a baixa na taxa básica de juros do país. Com uma baixa taxa de juros os empréstimos se tornam de certa forma mais acessíveis aos mutuários, expandindo a demanda pelo bem, resultando em uma elevação nos preços. Ao analisarmos os casos do EUA e do Japão podemos atentar para uma queda brusca significativa nestas taxas nos anos antes do estouro da bolha, mais exatamente no momento de sua formação. Se compararmos ao gráfico da taxa Selic, é possível ver que grande parte da queda prevista no gráfico acontece de forma gradual e é resultante da implementação das inovações macroeconômicas do período como o Sistema de Metas de Inflação e o regime de câmbio flutuante que reduziram consideravelmente as oscilações na taxa básica de juros. Porém, durante os cursos dos últimos 14 anos, o Banco Central também implementou períodos de corte na taxa básica, mas, que como o próprio gráfico demonstra, não tiveram longa duração. O Brasil, diferente de países como EUA e China, decorrente do foco do seu modelo de desenvolvimento no passado, ainda não possui uma indústria interna capaz de suprir sua demanda. Assim, uma queda na taxa de juros tende a aumentar o consumo das famílias e, portanto, a demanda por bens que, pela falta de oferta, acabou suscitando um aumento nos preços, gerando inflação. O Banco Central então como mostra o gráfico da série histórica da taxa Selic, com o apoio do governo brasileiro, repetidamente após um período de afrouxamento da política monetária tem elevado a Selic como forma de conter o aumento da inflação. Estas medidas acabam por conter de certa forma a economia, evitando que a mesma fique suscetível a graves especulações do mercado.

A desregulamentação do mercado financeiro e de crédito também pode ser considerada uma premissa para as crises financeiras, em especial à crise de 2008. No período pré-crise nos EUA, os ativos que estavam sendo formados a partir dos

recebíveis de crédito, principalmente imobiliário, se tornaram tão complexos que muitos não eram capazes de serem precificados. As instituições financeiras se alavancaram de forma descontrolada devido a falta de regulamentação tendo na grande maioria como colateral os ativos lastreados em operações de crédito. A falta de regulamentação estava presente em todas as etapas do processo de securitização. Empréstimos estavam sendo concedidos sem critérios e sem monitoramento, agências de rating não eram monitoradas de forma que possuíam liberdade para classificar os ativos da forma que achassem mais vantajosa, não haviam leis que regulassem os novos ativos financeiros estavam sendo vendidos, entre outras situações. Tanto no caso dos EUA como no caso do Japão e, aos poucos, no caso da China, o mercado financeiro conta com uma liberdade com o intuito de gerar uma eficiência financeira. Em comparação, o Brasil ainda é um país extremamente dependente do governo, ponto que será abordado no próximo parágrafo, e logo bastante regulado. Apesar de dispor de uma regulamentação similar a dos outros países na percepção de uma visão microeconômica, dentro do próprio mercado de capitais por exemplo, na visão macroeconômica o setor não detém liberdade para envolver outras indústrias sem a aprovação e regulamentação por parte do governo evitando a formação de uma crise de caráter sistêmico.

A próxima característica da economia brasileira que será analisada e que já foi mencionada no parágrafo acima, é a dependência do sistema financeiro ao governo. Após a década de 90 com a privatização, o Brasil entrou em um período de intensa interferência do governo no curso da economia. Muitos economistas nos dias de hoje debatem sobre a dependência do Banco Central, por exemplo, do governo brasileiro na hora de definir sua política monetária. Vale ressaltar que em especial nos últimos 4 anos, o Banco Central tem implementado políticas que condizem com as medidas de crescimento propostas pelo governo. Esta particularidade acaba muitas vezes contendo a atividade econômica brasileira, evitando que a mesma consiga atingir seu nível de eficiência, mas ao mesmo tempo impede que grande parte dos setores, inclusive o de crédito imobiliário, consigam tomar proporções que eventualmente poderão se voltar contra o próprio país, como os casos dos EUA e do Japão. Essa marca do governo brasileiro pode ser comparado em partes ao governo da China, que no presente momento está interferindo no setor imobiliário com o intuito de conter a alta do preço dos imóveis.

Por último, gostaria de levantar a questão das variáveis que compõem fundamentos para o aumento nos preços dos imóveis no Brasil. Diferente do caso dos EUA, onde a concessão de crédito imobiliário se deu na maior parte devido a uma especulação no mercado de capitais, no Brasil existem condições econômicas para alavancar os preços. O aumento do consumo das famílias e da renda da população brasileira, ligado ao crescimento econômico através de programas governamentais e subsídios ao setor de crédito imobiliário e aos eventos internacionais que situaram o Brasil como ponto de investimento, elevaram a demanda por imóveis e assim, seus preços.

Esta análise comparou as características das economias descritas no texto consideradas mais relevantes para o surgimento de uma crise sistêmica resultante de uma expansão no mercado de crédito imobiliário. O tópico a seguir condensará as informações aqui expostas em meio a uma opinião sobre o futuro do Brasil e de seu mercado imobiliário.

7. Conclusão

O estudo aqui descrito tem como objetivo tentar definir um rumo para a economia brasileira no que diz respeito ao seu recente *boom* imobiliário. A situação do Brasil foi posta em comparação com a de países que já tiveram suas economias devastadas por crises financeiras resultantes da expansão não regulamentada do mercado de crédito imobiliário, como EUA e Japão, e em comparação com a atual situação da China, país com características de crescimento similar as do Brasil e que no momento se encontra a beira de uma potencial crise no setor imobiliário.

Baseado na análise a cima, concluo que o Brasil não está próximo de se deparar com uma crise financeira devido a sua expansão imobiliária mesmo possuindo características como baixa taxa de juros e ampliação do setor imobiliário como outros países que passaram por recessões nas últimas décadas. Apesar de ser possível enxergar um aumento brusco no preço dos imóveis, o país possui uma boa base de regulamentação e variáveis que tendem a acarretar em uma elevação dos preços dos ativos.

Gostaria de fazer uma ressalva de que este estudo não faz suposições sobre se o aumento do preço dos imóveis também é resultado de uma especulação, apenas dá crédito as particularidades da economia brasileira responsáveis por tal aumento, explicando porque o mesmo não arrastará o Brasil para um período de recessão como visto recentemente em outros países.

8. Referência Bibliográfica

- [1] BARTH, James R.; LEA, Michael e LI, Tong “China`s Housing Market: Is a Bubble About to Burst?”, Milken Institute
- [2] BARTH, James R. Et al “The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Meltdown” ,Milken Institute
- [3] BENMELECH, Efraim, DLUGOSZ, Jennifer “*NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume24*”, capítulo “The Credit Rating Crisis”
- [4] BERNANKE, Ben, “Monetary Policy and the Housing Bubble”, FED
- [5] BOFIT China Team, “BOFIT Forecast for China 2013-2015”
- [6] BRUNNERMEIER, K. Markus, “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008” (2009).
- [7] GLAESER, L. EDWARD “A Nation of Gamblers : Real Estate Speculation And American History” National Bureau of Economic Research, Working Paper No 18825
- [8] MACEIRA, Fábio; FUNG , K. Kin; PURI, Anuj e BOUDET, Charles “Global Market Perspective – perspectiva para o mercado global: Um recuperação liderada pelo BRIC?”. Disponível em: http://www.joneslanglasalle.com.br/brazil/PT-BR/Global%20Market%20Perspective/GlobalMarketPerspective_Uma-recuperacao-liderada-pelo-BRIC.pdf. Acesso em 13 de maio de 2013.
- [9] GROS, DANIEL “Bubbles in real estate? A Longer-term Comparative Analysis of Housing Prices in Europe and the US” Centre of European Policy Studies, Working Document No 239
- [10] CORICELLI, Fabrizio, MUCCI, Fabio e REVOLTELLA, Debora “Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth?” Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 5520
- [11] LEVI, Maria Luiza “Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão”, Revista de Economia Política, vol. 17, número 1 (65), janeiro-março (97)
- [12] KAMIKAWA, Ryuonoshin “The Bubble Economy and the Bank of Japan”, (2006)
- [13] RENAUD, Bertrand “The 1985 to 1994 Global Real Estate Cycle: Its Causes and Consequences”, World Bank Policy Research Working Paper No. 1452
- [14] Ernest & Young Terco. Real Estate Report. n.1, set. 2012/mar.2013. Disponível em: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_State_newsletter_publicacao/\\$FILE/RealState_newsletter.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_State_newsletter_publicacao/$FILE/RealState_newsletter.pdf). Acesso em 13 de maio de 2013.

[15] NOGUCHI, Yukio, POTERBA, James “Housing Markets in the U.S. and Japan”, capítulo “Land Prices and House Prices in Japan”, University of Chicago Press (1994)

[16] OKINA, Kunio, SHIRAKAWA, Masaaki e SHIRATSUKA, Shigenori “The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan’s Experience in the Late 1980s and the Lesson’s”, Institute for Monetary and Economics Studies (2001)

[17] “Economia Brasileira em Perspectiva”, Ministério da Fazenda 17ª edição 2012