

GRUPO DE ECONOMIA / FUNDAP

www.fundap.sp.gov.br

BOLETIM DE ECONOMIA 11

janeiro de 2012

Conjuntura Econômica em Foco

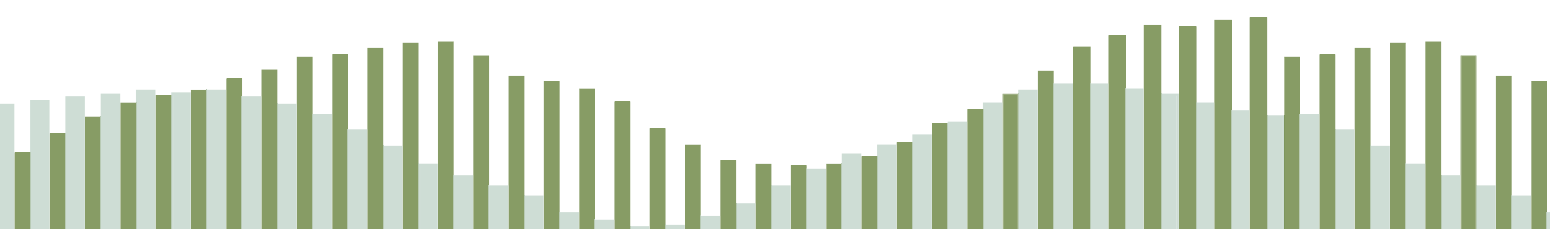
**POLÍTICA MONETÁRIA E META DE
INFLAÇÃO NO BRASIL EM 2011**

Temas Setoriais

**A EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO
HABITACIONAL NO BRASIL ENTRE 2005
E 2011 E O DESEMPENHO DOS NOVOS
INSTRUMENTOS FINANCEIROS**

Rafael Fagundes Cagnin

Anexo Estatístico



GOVERNADOR DO ESTADO

Geraldo Alckmin

SECRETÁRIO DE GESTÃO PÚBLICA

Julio Semeghini

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO (FUNDAP)

DIRETOR EXECUTIVO

Geraldo Biasoto Junior

GRUPO DE ECONOMIA / FUNDAP

Luis Fernando Novais (*coordenador*)

Mario Roque Bonini

Rafael Fagundes Cagnin

Ivan Marangoni

Talita Miranda Ribeiro

Waldomiro Pecht

Renata Silveira Corrêa

Maria Cristina Penido de Freitas (*consultora*)

Técnico

José Roberto Rodrigues

Estagiários

Cristiano Augusto Galdino

Erick Santos da Cunha

Rodrigo Hoefler Latrequia

Thiago Gonçalves Amaral

EQUIPE DE EDIÇÃO

Coordenação Editorial

Laís C. C. M. Nabuco de Araújo

**Capa, Projeto Gráfico,
Editoração Eletrônica e Revisão**

Newton Sodré

Editoração Eletrônica

Helenice dos Santos Alberto

Revisão

Caia Fittipaldi

Fundação do Desenvolvimento Administrativo, Fundap
Rua Cristiano Viana, 428
05411-902 São Paulo SP
Telefone (11) 3066 5500

www.fundap.sp.gov.br

APRESENTAÇÃO

O **Boletim de Economia** é uma publicação mensal do Grupo de Economia da Fundap. Composto de três seções (conjuntura econômica, um estudo sobre temas setoriais e anexo estatístico), o Boletim aborda temas de interesse do setor público.

Nesta edição, o artigo da seção de conjuntura em foco avalia a execução da política monetária brasileira em 2011. O estudo setorial analisa a evolução do financiamento habitacional no Brasil, entre os anos de 2005 e 2011.

SUMÁRIO

Conjuntura Econômica em Foco [p. 5]

POLÍTICA MONETÁRIA E META DE INFLAÇÃO NO BRASIL EM 2011

Temas Setoriais [p. 15]

A EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL ENTRE 2005 E 2011 E O DESEMPENHO DOS NOVOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Rafael Fagundes Cagnin

Anexo Estatístico [p. 33]

POLÍTICA MONETÁRIA E META DE INFLAÇÃO NO BRASIL EM 2011

Grupo de Economia / Fundap

INTRODUÇÃO

Este artigo tem como objetivo avaliar a execução da política monetária brasileira em 2011. O seu ponto de partida é a constatação de que houve mudanças substantivas na sua formulação e condução. Essas alterações na operacionalização dessa política representaram um avanço institucional, uma vez que ampliaram o grau de liberdade para ação do banco central ante as flutuações da atividade econômica e permitiram uma maior e melhor coordenação entre as políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial).

Além dessa breve introdução, o artigo contém três seções. Na primeira seção, examinam-se as mudanças ocorridas na gestão da política monetária em 2011. Na segunda, discutem-se o comportamento do IPCA em 2011 e os limites da política monetária como instrumento de controle de pressões inflacionárias associadas a choques externos. Na última seção, apresentam-se as considerações finais.

POLÍTICA MONETÁRIA E REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO EM 2011

Em 2011, ocorreram mudanças significativas na condução da política monetária pelo Banco Central do Brasil (BCB). Nenhuma delas, contudo, implicou ruptura do regime de metas de inflação, que permanece em vigor como um dos pilares da política macroeconômica do atual governo. Porém, comparativamente ao histórico da condução dessa política desde a adoção do regime de meta de inflação no país em junho de 1999 e em particular nos oito anos da gestão Meirelles (2003-2010), observou-se na gestão Tombini uma substantiva flexibilização na execução dessa política e do seu principal instrumento operacional, a meta da taxa Selic.

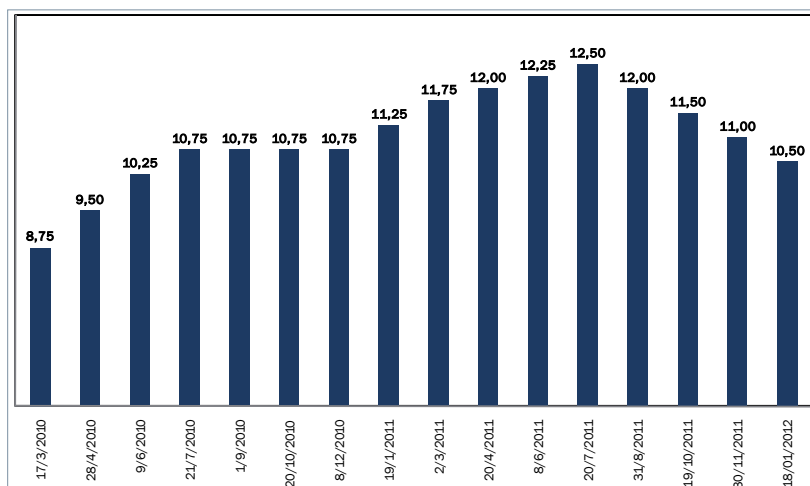
(1) Para maiores detalhes sobre os fundamentos, formatos institucionais e a experiência brasileira com regime de metas de inflação, ver, dentre outros, Freitas (2010).

Embora o modelo teórico de metas de inflação comporte diversos formatos institucionais, com distintos graus de flexibilidade para a ação dos bancos centrais ante as flutuações da atividade econômica, a experiência brasileira do regime de metas de inflação foi marcada por uma elevada rigidez¹. De um lado, essa rigidez era resultado do horizonte temporal de um ano-calendário fixado como referência para o cumprimento da meta, o qual é demasiadamente curto para a acomodação das flutuações do produto em decorrência de choques externos e da alta volatilidade da taxa de câmbio. De outro lado, era fruto da adesão estrita e ideológica ao receituário ortodoxo, segundo o qual o compromisso da autoridade monetária com o cumprimento da meta de inflação, âncora nominal das expectativas dos agentes, sobrepõe-se a todos os demais e independe do ciclo dos negócios.

Assim, a operacionalização da política monetária pelo BCB, em particular durante a gestão Meirelles, pautou-se pela adesão estrita ao modelo teórico do regime de metas de inflação, baseado na regra de Taylor, com nítido viés contracionista. Ou seja, todas as vezes que a inflação corrente superava a meta de inflação e/ou avaliava-se que a demanda agregada crescia acima do produto potencial, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevava rapidamente a meta da taxa de juros, sem levar em consideração os efeitos colaterais negativos dessa decisão sobre o nível da atividade econômica. Porém, jamais efetuou, com igual celeridade, cortes na meta da Selic nas ocasiões em que a inflação corrente ficou abaixo do centro da meta. Essa adesão estrita ao receituário do regime de metas evidenciava igualmente a convicção do presidente do BCB e da maioria dos membros do Copom de que a inflação é por natureza um fenômeno estritamente monetário, que se traduz em descompasso entre a demanda e a oferta.

O primeiro ano da gestão Tombini no BCB apresentou diferenças significativas de várias ordens comparativamente à gestão precedente. Na gestão da meta dos juros com o propósito de assegurar a convergência das expectativas para o centro da meta, a autoridade monetária trocou a estratégia de elevação tempestiva pela estratégia do gradualismo. Assim, em resposta às pressões inflacionárias associadas à elevação dos preços internacionais das *commodities*, o Copom descartou a convergência rápida para o centro da meta e optou por elevar gradualmente a meta da taxa Selic em 1,75 pontos percentuais (p. p.) entre os meses de janeiro e julho de 2011 (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. DECISÕES DO COPOM EM RELAÇÃO À META DA TAXA SELIC (% AO ANO)



Fonte: BCB.

Em sua justificativa para a adoção da estratégia de elevação gradual na meta da taxa Selic, a autoridade monetária salientou sua opção por aguardar o efeito pleno das medidas de natureza macroprudencial de controle do crédito às pessoas físicas², adotadas em dezembro de 2010 e em abril de 2011, na potencialização da política de juros. Também, pela primeira vez, desde a introdução do regime de metas, o BCB admitiu explicitamente o uso de instrumentos adicionais de política monetária, reconhecendo a importância dos depósitos compulsórios como mecanismo de contenção da demanda agregada.

Essa mudança de estratégia foi acompanhada pelo abandono, em termos práticos, do horizonte temporal do ano-calendário (janeiro a dezembro) para o cumprimento da meta de inflação. Definido no arcabouço institucional do regime brasileiro de meta de inflação, o horizonte temporal do ano-calendário contribuía para enrijecer ainda mais a condução da política monetária. Porém, ao estabelecer o ano de 2012 como o prazo para a convergência da inflação ao centro da meta, a autoridade monetária optou por alongar o horizonte temporal da política, evitando assim os efeitos deletérios de uma forte elevação da meta dos juros sobre o nível de atividade econômica, o custo financeiro da dívida pública e a taxa de câmbio do real.

Ainda que os documentos oficiais do BCB – Atas do Copom e Relatórios Trimestrais de Inflação – não explicitem uma ruptura com o ideário ortodoxo, o alongamento do horizonte temporal para o cumprimento da meta de inflação pode ser interpretado como um reconhecimento implícito, pelos membros do Copom, dos limites da política monetária para conter pressões inflacionárias associadas aos choques externos e às alterações nos preços relativos decorrentes das mudanças estruturais na economia brasileira. Promover a rápida convergência da inflação em aceleração à trajetória do centro da meta (4,5%) exigiria um brutal choque de juros, que poderia não apenas empurrar a economia para uma nova recessão mas também comprometer os esforços de ajuste fiscal do governo por meio da elevação dos custos do serviço da dívida pública.

O abandono do horizonte temporal do ano-calendário ampliou significativamente o grau de manobra da autoridade monetária, que pode reagir rapidamente à crescente deterioração do cenário externo em razão do aprofundamento da crise nas economias avançadas. Assim, em agosto de 2011, quando a taxa do IPCA em 12 meses encontrava-se ainda em trajetória ascendente e acima do teto da meta de inflação (ver Gráfico 2), o Copom interrompeu o aperto de juros, realizando cortes moderados (0,5 p. p.) na meta da taxa Selic nas três últimas reuniões de 2011 (Gráfico 1).

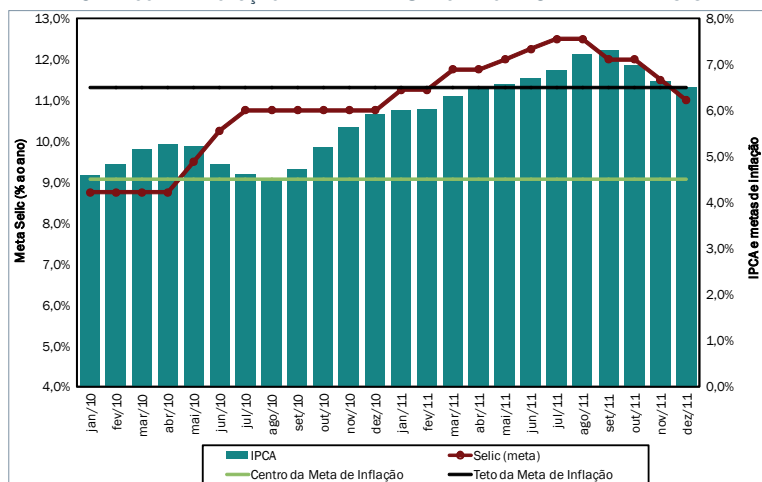
Outra importante mudança na postura da autoridade monetária em 2011 diz respeito à coordenação da política monetária com as demais políticas macroeconômicas³ e ao reconhecimento pelo BCB da importância da política fiscal como instrumento auxiliar do controle da inflação. A estratégia gradualista de combate à inflação, posta em prática pela autoridade monetária, foi acompanhada da adoção pelo Ministério da Fazenda de medidas de restrição ao crédito ao consumo e de controle dos fluxos de capitais no primeiro semestre, bem como da imposição de limites às operações especulativas de investidores estrangeiros com derivativos cambiais e de medidas adicionais de austeridade fiscal no segundo semestre.

De um lado, a elevação do IOF sobre operações de crédito para pessoas físicas de 1,5% para 3,0% em abril como instrumento auxiliar da política monetária potencializou o efeito do aumento gradual da meta da Selic, enquanto as medidas de controle dos fluxos de capitais atenuaram o impacto do aumento do diferencial de juros doméstico sobre a taxa de câmbio do real, cuja apreciação afeta

(2) Sobre as medidas de natureza macroprudencial de controle do crédito às pessoas físicas, ver a seção Conjuntura Econômica em Foco do *Boletim de Economia da Fundap* n. 3, de abril de 2011.

(3) Para maiores detalhes sobre a coordenação das políticas monetária, fiscal e cambial, ver a seção Conjuntura Econômica em Foco do *Boletim de Economia da Fundap* n. 7, de setembro de 2011.

GRÁFICO 2. EVOLUÇÃO DA META DA SELIC E DO IPCA EM 12 MESES



Fonte: BCB e IBGE.

seriamente a competitividade não só das exportações brasileiras como também da produção industrial doméstica, que sofre com a concorrência dos produtos importados. De outro lado, o compromisso assumido pelo governo de controlar as contas públicas, reiterado com o anúncio, em agosto, da ampliação do esforço fiscal em R\$ 10 bilhões em 2011, contribuiu para aliviar as pressões sobre a política monetária, permitindo que o BCB iniciasse uma nova fase de corte da meta da taxa Selic, tão logo percebeu os sinais de deterioração do cenário externo, com agravamento da crise das economias da área do euro.

A redução da meta da Selic em 1,5 p. p. entre agosto e dezembro de 2011 contribuiu, por sua vez, tanto para melhorar a situação fiscal do setor público como para refrear as pressões da taxa de câmbio do real sobre a dinâmica do setor industrial brasileiro. Em síntese, o corte dos juros básicos conduziu à diminuição do custo financeiro do governo, dada a elevada participação dos títulos pós-fixados à taxa Selic na composição da dívida mobiliária federal, e auxiliou a sustentação da taxa de câmbio em patamar menos desfavorável ao setor produtivo.

A decisão do Copom, na reunião de agosto, de iniciar uma nova fase de redução da meta da Selic representou igualmente uma mudança significativa na postura da autoridade monetária, que agiu com maior independência em relação aos agentes do mercado financeiro. Como até então as previsões econômicas apuradas na pesquisa Focus eram sempre sancionadas pelas decisões do Copom, o corte de 0,5 p. p. na meta da Selic, em um momento em que a inflação corrente em 12 meses ultrapassava o teto da meta de inflação (6,5%), provocou reação exacerbada dos analistas do setor financeiro e dos jornalistas econômicos que alardearam o fim da autonomia da autoridade monetária ante o poder executivo e o abandono do regime de metas de inflação. Essas críticas logo caíram no vazio, pois se confirmaram as expectativas do BCB quanto ao agravamento da crise na área do euro e à desaceleração dos preços internacionais das *commodities*.

A atitude do BCB também pode ser interpretada como de maior autonomia em relação aos complexos, porém limitados, modelos econométricos de previsão. Além do fato de que nem todas as informações relevantes são quantificáveis, esses modelos de previsão incorporam apenas uma fração de informações importantes para a tomada de decisão da autoridade monetária. Por essa razão, diferentemente do que preconiza a ortodoxia, é importante que na operacionalização cotidiana da

política monetária, em vez de se apoiarem em demasia e de forma acrítica nos modelos de previsão, os bancos centrais levem em consideração um amplo conjunto de informações qualitativas que lhes permitam interpretar corretamente a interação entre variáveis-chave, como juros, câmbio, preços dos ativos financeiros e o comportamento e as expectativas dos agentes formadas em relação ao futuro incerto. Esse parece ser o caso do BCB na gestão Tombini, que assim evitou o erro cometido em setembro de 2008 quando a autoridade monetária subestimou a gravidade do efeito-contágio do aprofundamento da crise internacional, iniciando cortes nos juros básicos apenas em janeiro de 2009 quando a economia brasileira já se encontrava em grave recessão.

Com o agravamento da crise na área do euro e o arrefecimento mais forte do esperado da economia brasileira a partir do terceiro trimestre, o BCB deu continuidade à estratégia de cortes graduais na meta da taxa Selic nos meses finais de 2011, que encerrou o ano no patamar de 11% ao ano (4,2% em termos reais)⁴. Adicionalmente, a autoridade monetária reverteu, parcialmente, as medidas de contenção do crédito ao consumo introduzidas em dezembro de 2010⁵. Nada disso, no entanto, impediu que a inflação entrasse em trajetória de desaceleração a partir do mês de outubro, encerrando o ano em 6,5%, dentro do intervalo máximo permitido de 1,5% acima do centro da meta estabelecida pelo CMN, como será visto a seguir.

META E EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO

O ano de 2011 teve início com a inflação corrente em aceleração. Fatores de natureza distinta explicam essa evolução. Dentre esses, o principal foi, sem dúvida, a forte alta dos preços internacionais das *commodities*, em trajetória ascendente desde o segundo semestre de 2010⁶, as quais, por sua vez, pressionaram os preços dos alimentos e bebidas comercializáveis e dos combustíveis. No caso específico da alta de preço internacional do petróleo, a pressão inflacionária transmitiu-se igualmente via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas.

O novo *boom* dos preços das *commodities* também foi o principal fator explicativo do recrudescimento das pressões inflacionárias na economia mundial em 2010 e em 2011 (Gráfico 3). A forte alta nos preços de alimentos e de combustíveis resultou em Índices de Preço ao Consumidor (IPC) em 2011 acima do centro da meta na maioria dos países que adotam o regime de metas de inflação. Dos 30 países que adotam esse regime, em apenas 11 os bancos centrais conseguiram manter a inflação abaixo do centro da meta. Em contraste, em 12 países o IPC em 12 meses terminou o ano acima do teto da meta de inflação (ver Tabela 1A, no Apêndice desse artigo).

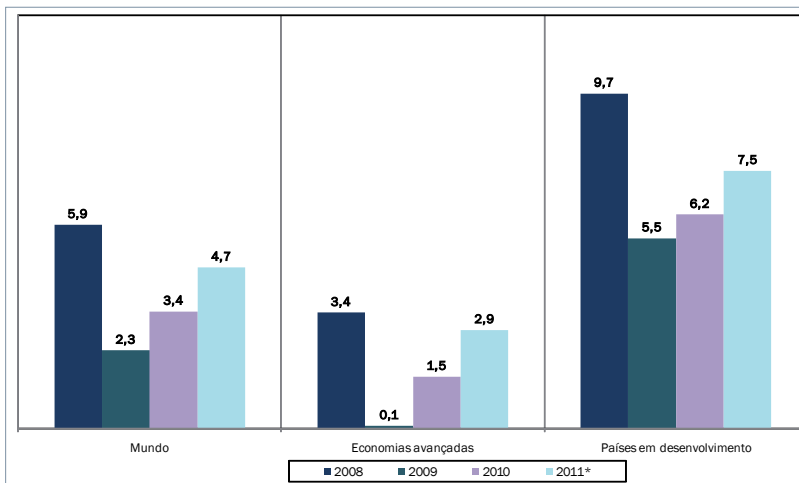
No caso brasileiro, outros fatores contribuíram para elevar a inflação acima do teto da meta, tais como: (i) os choques climáticos adversos que acarretaram elevação dos preços de alguns alimentos e do etanol; (ii) a inércia inflacionária (indexação de contratos a índices de preços), que faz os preços de serviços, livres e monitorados, terem um viés de alta; (iii) e a mudança estrutural no mercado de trabalho e na distribuição de renda. O processo de formalização da força de trabalho, associado aos ganhos reais nos salários, provocou alteração nos preços relativos, que se traduziu em pressão sobre os preços dos alimentos fora do domicílio e dos serviços, e nos custos dos itens intensivos em mão de obra, bem como o deslocamento da força de trabalho para novas atividades. Mencione-se ainda a concentração atípica de reajustes em preços administrados nos meses iniciais de 2011, notadamente o reajuste da tarifa de ônibus na cidade de São Paulo.

(4) Com a meta da taxa Selic no patamar de 11% ao ano em termos nominais e de 4,2% em termos reais, o Brasil se manteve com folga na liderança mundial dos juros.

(5) Além de eliminar a exigência de capital adicional para as operações de empréstimos ao consumo com prazo máximo de 60 meses, a autoridade monetária desistiu de elevar o percentual mínimo de pagamento das faturas de cartão de crédito de 15% para 20%, como havia sido determinado em junho de 2011. Na mesma ocasião, dentre outras ações de estímulo, o Ministério da Fazenda reduziu para 2,5% a alíquota do IOF sobre as operações de crédito ao consumo, que havia dobrado de 1,5% para 3,0% em abril de 2011.

(6) Sobre os determinantes da nova fase de alta dos preços das *commodities*, ver: Prates (2011).

GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO MUNDIAL (% EM 12 MESES)



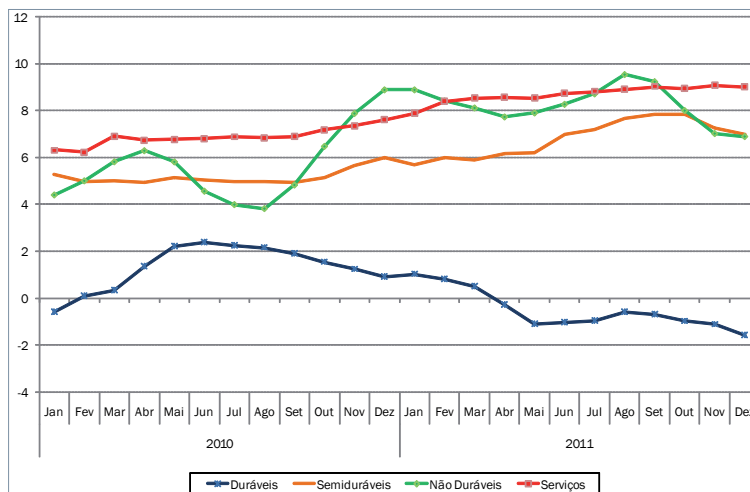
Fonte: IFS-FMI.

(*) IPC em 12 meses, posição em novembro de 2011

Na avaliação do BCB, o principal determinante da alta da inflação em 2011 foi o aumento da demanda em descompasso com a oferta, impulsionado pela forte expansão do crédito às famílias e pelo mercado de trabalho aquecido, com desemprego em patamar historicamente baixo e ganhos salariais elevados em um contexto de maior dinamismo do mercado de trabalho. Esse diagnóstico norteou tanto a elevação da meta da taxa Selic como a adoção de medidas de contenção ao crédito ao consumo ao longo do primeiro trimestre.

A inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 12 meses, subiu nos três primeiros trimestres de 2011, impulsionado pelos preços dos bens não duráveis e dos serviços (Gráfico 4), registrando desaceleração a partir de outubro, quando entrou em trajetória de lenta convergência ao centro da meta. Essa resiliência da inflação às medidas de austeridade monetária confirma a interpretação de que o principal determinante da inflação em 2011 não foi o excesso de demanda, tal como diagnosticado pela autoridade monetária.

GRÁFICO 4. EVOLUÇÃO DOS GRUPOS DE PREÇOS DO IPCA (VARIAÇÃO % EM 12 MESES)



Fonte: IBGE e BCB.

As medidas de contenção do crédito ao consumo aliadas à elevação da meta da taxa básica de juros foram bem sucedidas em promover o desaquecimento da atividade econômica doméstica, expressa na variação nula do PIB no terceiro trimestre (ante o aumento de 0,8% no primeiro trimestre e de 0,7% no segundo trimestre, descontados os efeitos sazonais). Porém, não lograram arrefecer a evolução do IPCA – que se manteve em trajetória ascendente até o mês de outubro –, dado que a política monetária restritiva tem alcance bastante limitado ante choques externos de preços, indexação de contratos e alterações nos preços relativos.

Assim, o ano de 2011 encerrou com IPCA em 6,5%, percentual equivalente ao teto da meta. Desse modo, pelo oitavo ano consecutivo, o BCB conseguiu cumprir a meta de inflação fixada pelo CMN (IPCA da ordem de 4,5%, com intervalo de tolerância de 1,5% para cima ou para baixo). Esse resultado poderia ter sido um pouco mais favorável se já estivesse em vigor a nova estrutura de ponderação do Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (SNINC) com base na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) de 2008-2009.

Dada a existência de vieses na mensuração da variação dos preços⁷, que resultam em superestimação da variação de preços observada, as Nações Unidas e outros organismos internacionais recomendam que a estrutura de ponderação seja atualizada ao menos a cada cinco anos. No caso brasileiro, a estrutura atual de ponderação do IPCA, baseada na POF 2002 -2003, vigorou por 66 meses (de julho de 2006 a dezembro de 2011)⁸.

Nesse período, houve alterações significativas no padrão de consumo das famílias brasileiras, em razão das políticas de distribuição de renda, de inclusão social e de ampliação da oferta de vagas nas universidades públicas e de bolsas integrais em escolas privadas. A demora em incorporar essas mudanças acabou resultando em uma inflação corrente mais alta do que a realmente observada. Esse foi o caso da educação, um dos itens do setor de serviços que mais contribuiu para a alta do IPCA em 2011. Com peso de 7,21% na inflação até dezembro de 2011, o grupo educação passou a responder por 4,37% no cálculo do IPCA com a nova ponderação em vigor em 2012. Isto porque um número maior de pessoas passou a estudar em escolas públicas e/ou com bolsa do ProUni, reduzindo, portanto, o gasto das família com educação.

De acordo com os cálculos da LCA, com a nova ponderação, o IPCA teria subido 6,1%, e não 6,5% em 2011 (LCA, 2012). Embora outras consultorias sugiram redução menor – da ordem de 0,2 pontos percentuais –, parece haver consenso entre os analistas de que com a nova ponderação a inflação apurada em 2011 teria ficado efetivamente abaixo do teto da meta (MARTINS, DE LORENZO, LAMUCCI, 2012).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O exame da condução da política monetária em 2011 mostrou que houve avanços institucionais importantes, expressos tanto na maior flexibilidade da autoridade monetária na sua execução como na maior coordenação das diferentes políticas macroeconômicas. Em termos da operacionalização da política no regime de metas, o BCB mostrou significativa independência *vis-à-vis* o receituário e instrumental ortodoxo, embora ainda privilegie o descompasso entre a demanda e a oferta em seu diagnóstico das causas da inflação, e também ante os analistas do mercado financeiro, os quais, por meio da pesquisa Focus, exerciam influência exagerada nas decisões do Copom. No que se refere à

(7) Para uma discussão dos problemas na mensuração da inflação, que justificam a revisão periódica da estrutura de ponderação dos índices de preços, ver: Fundap (2010).

(8) De acordo com o BCB (2011), a entrada em vigor da nova estrutura de ponderação em janeiro de 2012, após vigência de 66 meses da estrutura atual, indica que o Brasil se aproxima da recomendação internacional. As estruturas anteriores de 1979, 1989 e 1999 haviam vigorado por períodos bem mais extensos: 126 meses, 121 meses e 83 meses, respectivamente.

coordenação de políticas, houve uma salutar harmonização dos objetivos de política, sem que a estabilidade dos preços se sobrepusesse aos demais, quais sejam: crescimento moderado do produto, sustentação da taxa de câmbio em um patamar que não comprometa a competitividade externa do setor produtivo e contas públicas sob controle.

Para 2012, espera-se que o BCB dê continuidade à estratégia de reduzir a meta da taxa Selic. Com o corte de 0,5 p. p. realizado na primeira reunião do ano, em 18 de janeiro, a meta da Selic está atualmente em 10,5%, o que corresponde a juros reais de 3,8% pelo critério **ex ante** (deflacionado pela inflação passada) ou 4,9% pelo critério **ex post** (descontada a inflação projetada para os próximos 12 meses). Em ambos os casos, o Brasil permanece no topo do *ranking* dos maiores juros reais do mundo (BRASIL..., 2012).

Quanto à inflação, além do impacto positivo da nova estrutura de ponderação do IPCA (que deve, segundo as estimativas, se traduzir em uma inflação mais baixa em no mínimo 0,4 pontos percentuais em 2012), a autoridade monetária destacou no relatório de inflação, divulgado em dezembro, que o balanço de risco é favorável. De acordo com o BCB, não obstante o elevado grau de incerteza no cenário internacional, o baixo dinamismo das economias avançadas, por um período de tempo mais prolongado do que se antecipava, deverá exercer um viés desinflacionário para a economia mundial e para a economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- BCB – Banco Central do Brasil. *Relatórios trimestrais de inflação*: março, junho, setembro, dezembro 2011. Disponível em www.bcb.gov.br
- BRASIL... Brasil continua com a maior taxa real de juros do mundo. *UOL Economia*, 18 de janeiro de 2012. Disponível em <http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/redacao/2012/01/18/brasil-continua-com-a-maior-taxa-real-de-juros-do-mundo.jhtm>
- FREITAS, M. Cristina. P. Banco central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: Marcolino, L.C.; Carneiro, R. M. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil, p. 177-2008, 2010.
- FUNDAP – Fundação de Desenvolvimento Administrativo. Política monetária e medidas de inflação: a experiência internacional e o Brasil. *Nota Técnica do Grupo de Economia*, Fundap, maio 2010. Disponível em <http://debates.fundap.sp.gov.br>
- LCA Consultores. *Monitor LCA: inflação*, São Paulo, LCA, 10 de janeiro de 2012.
- MARTINS, Arícia; DE LORENZO, Francine; LAMUCCI, Sergio. Nova ponderação do IPCA confirma inflação menor. *Valor Econômico*, 12 de janeiro de 2011.
- PRATES, Daniela M. O novo ciclo de preços das *commodities*. In: FUNDAP. *Boletim de Economia*, n. 2, p. 11-23, março de 2011. Disponível em <http://debates.fundap.sp.gov.br>

APÊNDICE

GRÁFICO 1A. PAÍSES COM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: META ATUAL DE JUROS, INFLAÇÃO CORRENTE E PROJEÇÕES

Países	Ano de Adoção	Meta (%)	Intervalo de Tolerância	IPC em 2010 (%)	IPC 2011 (% em 12 meses) ¹	Meta juros atual (% a.a.) ²	Meta juros real (% a.a.) ³
Nova Zelândia	1990	1,0 a 3,0		3,0	1,8	2,5	0,6
Canadá	1991	2,0	+/-1,0	2,4	2,9	1,0	-1,8
Chile	1991	3,0	+/-1,0	3,0	4,4	5,0	0,6
Reino Unido	1992	2,0	+/-1,0	3,7	4,8	0,5	-4,1
Suécia	1993	2,0	+/-1,0	2,3	2,3	1,8	-0,5
Austrália	1993	2,0 a 3,0		2,7	3,5	4,3	0,7
República Checa	1997	3,0	+/-1,0	2,3	2,4	0,8	-1,6
Israel	1997	2,0		2,7	2,6	2,8	0,1
Polônia	1998	2,5	+/-1,0	3,1	4,8	4,5	-0,3
Brasil	1999	4,5	+/-2,0	5,9	6,5	10,5	3,8
Colômbia	1999	2,0 a 4,0		3,2	3,7	4,8	1,0
África do Sul	2000	4,5		3,5	6,1	5,5	-0,6
Tailândia	2000	0,5 a 3,0		3,0	3,5	3,3	-0,3
Coreia do Sul	2001	3,0	+/-1,0	3,5	4,2	3,3	-0,9
México	2001	3,0	+/-1,0	4,4	3,8	4,5	0,7
Islândia	2001	2,5	+/-1,5	2,5	5,3	5,8	0,4
Noruega	2001	2,5	+/-1,0	2,8	1,2	1,8	0,5
Hungria	2001	3,0	+/-1,0	2,0	4,1	7,0	2,8
Peru	2002	2,0	+/-1,0	2,1	4,7	4,3	-0,5
Filipinas	2002	4,5	+/-1,0	3,6	4,2	6,5	2,2
Guatemala	2005	5,0	+/-1,0	5,4	6,2	5,5	-0,7
Indonésia	2005	5,0	+/-1,0	7,0	3,8	6,0	2,1
Romênia	2005	3,0	+/-1,0	8,0	3,1	5,8	2,5
Turquia	2006	5,5	+/-1,0	6,4	10,4	5,8	-4,2
Sérvia	2006	4,6		10,4	8,1	9,8	1,5
Gana	2007	9,0	+/-1,0	8,6	8,6	12,5	3,6

Fonte: Site dos Bancos Centrais e dos Institutos Nacionais de Estatística .

1. Refere-se ao último dado disponível em 2011 para o IPC acumulado em 12 meses.

Legenda das cores: novembro = **preto negrito**; dezembro = **verde**.

2. Refere-se à meta da taxa básica definida na última reunião.

Legenda das cores: novembro = **preto negrito**; dezembro = **verde**, janeiro 2012 = **vermelho**.

3. Deflacionado pelo IPC acumulado em 12 meses.

A EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL ENTRE 2005 E 2011 E O DESEMPENHO DOS NOVOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS¹

(1) O autor agradece os comentários e sugestões de Maria Cristina Penido de Freitas, Maria Luiza Levi e Luis Fernando Novais, isentando-os de possíveis erros e omissões. O texto foi elaborado com informações disponíveis até o dia 5 de janeiro de 2012.

Rafael Fagundes Cagnin

Técnico em Planejamento e Gestão da Fundap.

Mestre em Teoria Econômica pela Unicamp.

Doutorando em Economia na Universidade Paris 13 (França).

INTRODUÇÃO

Esse artigo tem o objetivo de analisar a evolução do financiamento habitacional entre os anos de 2005 e 2011, discutindo seus principais condicionantes e a contribuição dos novos instrumentos financeiros criados no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário. Em sua segunda seção, o atual sistema de financiamento habitacional do Brasil é apresentado a partir da existência de três subsistemas: um subsistema de caráter social, composto pelas operações com recursos orçamentários da União e com recursos do FGTS; um subsistema voltado ao atendimento da classe média, composto pelo Sistema Financeiro Habitacional (SFH) a partir dos recursos das cadernetas de poupança (SBPE); e um subsistema de mercado, compreendendo as operações de crédito bancário livremente pactuadas entre as partes e as operações do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). A evolução do circuito tradicional do financiamento habitacional (SFH/SBPE e FGTS) no período em questão é analisada na terceira seção desse artigo e na quarta seção, discutem-se os novos instrumentos do SFI. A quinta e última seção traz as considerações finais.

A ATUAL ESTRUTURA INSTITUCIONAL DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL

Sob a ótica da aquisição do imóvel residencial pelas famílias, o financiamento habitacional no Brasil pode ser analisado a partir da composição de três subsistemas que se distinguem em função do nível de renda – e, conseqüentemente, do risco – do tomador. O primeiro deles consiste no Sistema de Financiamento Habitacional (SFH), que opera a partir do saldo agregado das cadernetas de poupança (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE) e visa a atender os segmentos sociais

de renda média. A maioria das operações de financiamento habitacional no país é realizada por meio do SFH/SBPE. Por sua vez, a população de baixa renda, segmento que concentra a maior parte do déficit habitacional do país, é alvo de ações específicas do setor público, articuladas na esfera federal pelo Ministério das Cidades desde 2003, e dos programas estabelecidos pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (CCFGTS). A demanda por financiamento habitacional das camadas sociais de renda mais elevada é atendida, então, pelo terceiro subsistema, composto do setor bancário e compreendendo as operações consideradas “livres” – por terem suas condições livremente pactuadas na negociação entre credores e tomadores – e pelo Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), instituído em meados da década de 1990.

Criado em 1964, o SFH foi concebido como sistema autossuficiente, em que a existência de subsídios cruzados permitiria que as taxas de juros dos financiamentos habitacionais para tomadores de renda mais baixa fossem subsidiadas pelas maiores taxas de juros pagas pelos tomadores de renda mais elevada, gerando rentabilidade média capaz de remunerar os recursos e os agentes do sistema. Dessa forma, o sistema conseguiria ampliar o universo de tomadores, sem impor ônus ao Tesouro Nacional. O desempenho econômico do país ao longo dos anos 1980, marcado pela aceleração da inflação e pela queda do ritmo de crescimento dos salários reais, condicionou uma expressiva elevação da inadimplência das operações e o descasamento entre o retorno dos financiamentos e a remuneração de seu *funding*, colocando em xeque a sustentabilidade do SFH (CARNEIRO & VALPASOS, 2003; CINTRA, 2007; VALENÇA & BONATES, 2010).

A configuração atual do SFH é produto da profunda reestruturação estabelecida pelo Decreto-Lei n. 2.291 de 1986 em resposta à queda do número de financiamentos e do desequilíbrio patrimonial verificados no início da década². Nessa ocasião, foi extinto o Banco Nacional de Habitação (BNH), que até então coordenava o sistema. Suas atribuições foram distribuídas entre o Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente, que assumiu a responsabilidade pela formulação da política habitacional e de desenvolvimento urbano, papel atualmente desempenhado pelo Ministério das Cidades; o Conselho Monetário Nacional (CMN), que passou a ser o órgão central do sistema, disciplinando e controlando o SFH/SBPE; o Banco Central do Brasil (BCB), responsável pelas atividades de fiscalização das instituições financeiras integrantes do sistema e pelas normas de alocação dos depósitos de poupança, e a Caixa Econômica Federal (CEF) que assumiu a administração do passivo, ativo, pessoal e imóveis do BNH, assim como a gestão do FGTS (VALENÇA & BONATES, 2010; ROYER, 2009).

Pelas regras atuais estabelecidas pelo CMN (Resolução n. 3.932/2010), do saldo da caderneta de poupança do SBPE, 65% devem ser direcionados ao financiamento imobiliário, dos quais 80% (52% do saldo da poupança) funcionam como *funding* das operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH e 20% (13% do saldo) podem ser utilizados em operações imobiliárias a taxas de mercado, sendo que 50% (6,5% do saldo) destas operações devem necessariamente ser direcionadas à habitação.

É preciso distinguir, entretanto, financiamento habitacional de financiamento imobiliário. Apesar de o SFH ter sido criado para garantir o financiamento habitacional, atualmente uma parte de seus recursos pode ser alocada em operações imobiliárias que não são habitacionais (imóveis comerciais, de escritórios, hotéis, *shopping centers*, etc.) por meio da aquisição de valores mobiliários diversos (cotas de fundos imobiliários, letras de crédito imobiliário, certificados de recebíveis imobiliários, etc.). Uma segunda observação consiste no caráter “direcionado” do crédito oferecido pelo SFH. Ainda

(2) O Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), criado em 1967 a partir de contribuições dos próprios mutuários do SFH, tinha como objetivo garantir a cobertura das operações de financiamento que apresentassem saldo devedor residual ao final do contrato. O pagamento da diferença pelo FCVS favorecia, assim, os agentes financeiros, sem impor o ônus ao tomador do financiamento, mantendo, dessa forma, a estabilidade do SFH. A evolução da economia brasileira ao longo dos anos 1980 levou, entretanto, o uso do FCVS ao limite. Diante da aceleração inflacionária, da escalada dos juros e da estagnação da renda, tornou-se recorrente a concessão de subsídios pelo governo federal às famílias titulares de financiamentos do SFH. A redefinição das condições dos contratos de financiamento habitacional pelo governo federal ocasionou uma expressiva divergência entre as prestações pagas pelos mutuários e as condições de remuneração do *funding* do sistema. Esse desequilíbrio foi, então, crescentemente transferido dos agentes financeiros do SFH para o FCVS. Na ausência da devida alocação de recursos orçamentários para o pagamento dos direitos dos agentes do sistema junto ao FCVS, o passivo do fundo não parou de crescer, atingindo níveis incompatíveis com seu patrimônio (CINTRA, 2007).

que a autoridade monetária seja responsável pela definição da alocação dos recursos da caderneta de poupança, seu poder sobre as condições das operações de financiamento contratadas a partir desses recursos não é pleno. Os agentes financeiros têm liberdade para definir taxa de juros, prazos e valores do financiamento imobiliário em uma proporção de até 13% do saldo da caderneta de poupança. Esses dois aspectos denotam flexibilizações pelas quais o SFH passou desde sua reforma em meados da década de 1980 (Resoluções n. 1.446/1998, 2.623/2002, 3.005/2002, 3.347/2006, 3.932/2010, etc.).

O restante do saldo de poupança deve ser alocado da seguinte forma: 15% constituem disponibilidades, que fazem frente à movimentação corrente das cadernetas por seus titulares e, no limite, são empregadas de acordo com as estratégias dos agentes financeiros, e os demais 20% são direcionados ao BCB a título de encaixes, correspondendo à influência das diretrizes da política monetária sobre o SFH.

De acordo com a Resolução n. 3.932/2010, as operações contratadas no âmbito do SFH não devem ultrapassar o valor de R\$ 450.000 por financiamento a um custo efetivo máximo ao tomador de 12% a.a., compreendendo a taxa de juros, comissões e demais encargos financeiros. Só podem pleitear esse tipo de financiamento os tomadores que intentem adquirir um imóvel no valor máximo de R\$ 500.000. Caso a operação não cumpra essas exigências, fica, então, classificada como “financiamento a taxa de mercado” até o limite previsto pela regulamentação, ou então como “operação de crédito imobiliário com recursos livres”, cujo *funding* não está sujeito a direcionamentos por parte da autoridade monetária.

Além dos recursos da poupança voluntária do SBPE, o SFH conta ainda com os recursos do FGTS, cujos critérios de alocação e as características dos programas de financiamento são, contudo, definidos pelo seu Conselho Curador (CCFGTS), segundo as diretrizes da política habitacional do governo federal. A execução de tais programas fica, em grande parte, a cargo da CEF. As características dos recursos do FGTS, que consistem em poupança de caráter compulsório, de liquidez restrita e com exigências de remuneração abaixo do mercado, permitiram que o Fundo funcionasse tradicionalmente como *funding* de operações voltadas para os segmentos sociais de renda mais baixa. No entanto, o ambiente macroeconômico (baixo dinamismo da renda e taxas de juros elevadas) e o crescimento da inadimplência ao longo dos anos 1980 e 1990, inclusive após a estabilidade dos preços, afastaram a aplicação dos recursos do FGTS de sua vocação social em benefício dos setores de renda mais elevada, que a princípio deveriam ser atendidos pelo SFH a partir dos recursos da caderneta de poupança (SFH/SBPE). Mudanças nos programas de financiamento do Fundo, como por exemplo, a elevação de 12 para 20 salários mínimos do teto da renda familiar de seus beneficiários, em 1998, possibilitaram o atendimento da demanda da classe média (IPEA, 2007; CINTRA, 2007).

O caráter social das operações do FGTS seria retomado a partir de 2003, sob a influência da coordenação do Ministério das Cidades, cuja criação representou um marco importante para a política habitacional do país. No período que se estende de 1986 – com a extinção do BNH – até 2003, a desarticulação marcou as ações no âmbito da política habitacional, o que se expressou em uma instabilidade institucional³ na formulação da política na esfera federal e em uma transferência de responsabilidades para os demais entes federativos, sem que esses se encontrassem em condições de honrá-las. Formado por cinco secretarias (Secretaria Nacional de Habitação, de Transporte e Mobilidade, de Saneamento, Executiva e de Projetos Urbanos), o Ministério das Cidades compreende e

(3) Com a extinção do BNH, a responsabilidade sobre a formulação da política habitacional foi transferida para diversos órgãos ao longo dos anos: para o Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente em 1986, para o Ministério da Habitação e do Bem-Estar Social em 1988, em seguida, para a Secretaria Especial de Habitação e Ação Comunitária sob o comando do Ministério do Interior em 1989. Em 1995, tal responsabilidade foi assumida pela Secretaria de Política Urbana (Sepurb) que integrava o Ministério do Planejamento e Orçamento, ao que se seguiu uma redução dos quadros técnicos. Em 1999, a Sepurb foi substituída pela Secretaria de Desenvolvimento Urbano (Sedu) que estava diretamente vinculada à Presidência da República. De forma geral, a Sedu manteve os objetivos da política habitacional desenvolvida pela Sepurb, mas buscou inseri-la no contexto do desenvolvimento urbano, tomando como referencial, a partir de 2001, o Estatuto das Cidades. A Lei n. 10.257 de julho de 2001, que ficou conhecida como Estatuto das Cidades, regulamentou os artigos 182 e 183 da Constituição Federal, que tratam da política urbana.

articula ações em diferentes áreas: política de desenvolvimento urbano, de habitação, saneamento ambiental e transporte, articulação entre as três esferas de governo, o setor privado, as organizações não governamentais e demais grupos sociais de interesse e planejamento, regulação, normatização e gestão do uso dos recursos (CINTRA, 2007, BONDUKI, 2008; VALENÇA & BONATES, 2010).

Entre 2004 e 2005, sob a égide do Ministério das Cidades, foi criado o Sistema Nacional de Habitação que previa a organização da política habitacional em dois subsistemas: sistema de habitação de mercado e sistema de habitação de interesse social. No que diz respeito ao primeiro, buscou-se desbloquear a aplicação de recursos do SFH/SBPE no financiamento habitacional, por meio, por exemplo, da exclusão de volumes crescentes de direitos junto ao Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) da contabilização das exigibilidades (Resoluções n. 3.177/2004 e n. 3.347/2006) e da redução da rentabilidade dos recursos ociosos depositados no BCB (Resolução n. 3.177/2004). Já o sistema nacional de habitação de interesse social (SNHIS) exigiu a reconstituição de formas de articulação entre o Ministério e os governos estaduais e municipais para a formulação e execução das diretrizes da política nacional de habitação. Um dos elementos dessa estratégia foi a criação do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS) por meio da Lei n. 11.124 de 2005, com o objetivo de centralizar e gerenciar os recursos orçamentários para os programas habitacionais direcionados à população de menor renda definidos no âmbito do sistema nacional de habitação de interesse social. O FNHIS reúne, assim, recursos do Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social (FAS), receitas operacionais e patrimoniais decorrentes das operações do próprio Fundo, além dos recursos orçamentários da União. Vale lembrar que a política habitacional tem sido favorecida em função de alocações orçamentárias crescentes desde 2001, passando de R\$ 1,4 bilhões ou 0,02% do PIB para R\$ 48,5 bilhões ou 1,32% do PIB em 2010⁴ (IPEA, 2007; MARTINS *et al.*, 2008; BONDUKI, 2008).

(4) Estatísticas do Anuário Urbano 2011 (www.uqbar.com.br).

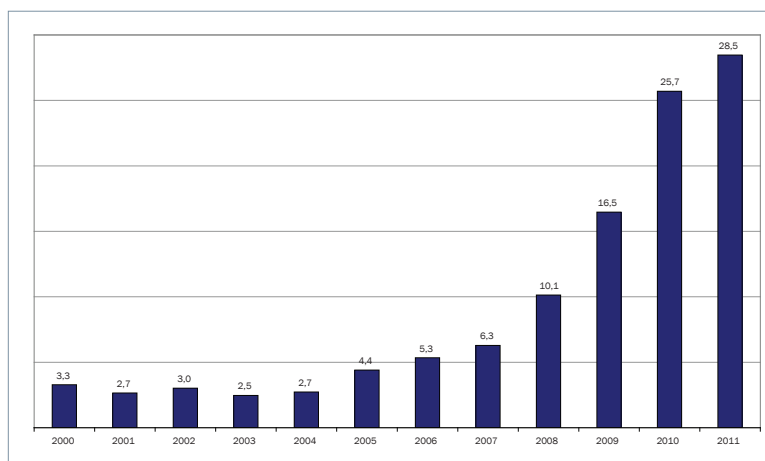
Ainda que os programas operados pelo FGTS tenham se mantido os mesmos, com a criação do SNHIS seus critérios foram alterados de maneira a favorecer as operações contratadas junto aos segmentos mais pobres da sociedade. Em 2004, a Resolução n. 460 do CCFGTS tornou possível, por exemplo, a concessão de subsídios aos tomadores com renda familiar bruta de até R\$ 1.500 ao mês. Os recursos assim alocados eram provenientes do rendimento obtido com as aplicações financeiras do FGTS, o que não implicava obrigatoriedade de retorno, liberando-os para serem utilizados a fundo perdido. Dependendo do nível de renda do tomador do principal programa de financiamento do FGTS, a Carta de Crédito, esses subsídios representavam de 5% a 20% das prestações mensais. Em 2010, o valor dos descontos concedidos atingiu o valor de R\$ 5,05 bilhões, ou seja, cerca de um terço do valor dos financiamentos concedidos sob o programa Carta de Crédito (R\$ 14,92 bilhões) (ROYER, 2009; VALENÇA & BONATES, 2010).

A Resolução n. 460 também estabeleceu que 60% dos recursos do FGTS devessem ser aplicados em habitação, 30% em saneamento básico, 5% em infraestrutura urbana e 5% para operações especiais. As operações especiais, que consistiam em financiamentos para tomadores com renda familiar entre R\$ 3.900 e R\$ 4.900, foram progressivamente reduzidas até sua extinção em 2008, sendo seus recursos realocados para a área de habitação popular. Os outros programas do FGTS, como o Pró-Moradia e o Apoio à Produção de Habitações, também sofreram alterações para ajustá-los às novas definições de público-alvo (IPEA, 2007; ROYER, 2009).

Em 2010, as operações de financiamento habitacional do FGTS contaram com R\$ 25,7 bilhões. O principal programa desenvolvido pelo Fundo representou nesse ano o valor de R\$ 14,6 bi-

lhões, sendo que 25% desses recursos atenderam famílias de até três salários mínimos, 57,21% para famílias entre três e cinco salários mínimos e 17,49% para aquelas com renda superior a 5 salários mínimos. Até dezembro de 2011, os recursos efetivamente utilizados na área de habitação somaram R\$ 28,5 bilhões (54,2% referente à Carta de Crédito Individual) (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA FGTS-HABITAÇÃO (REALIZADO) – 2000 A 2011 (R\$ BILHÕES)



Fonte: FGTS.

Um dos elementos mais recentes da institucionalidade do financiamento habitacional no Brasil foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), em 1997, pela Lei n. 9.514. Cabe, novamente, a distinção entre habitacional e imobiliário: o objetivo do novo sistema não é apoiar exclusivamente o setor habitacional, mas sim o conjunto de operações imobiliárias (imóveis comerciais, de escritórios, etc.), ainda que a necessidade de redução do déficit habitacional do país tenha sido usada como argumento retórico importante para a sua criação. Nesse sentido, o maior problema que se buscava gerir por meio da criação do SFI seria a dificuldade de fontes de financiamento de prazo mais longo, compatível com as necessidades das atividades imobiliárias; problema que na verdade não é exclusivo do setor imobiliário, mas que persiste como elemento estrutural da economia brasileira (ROYER, 2009).

A viabilização desse sistema se apoiou, em grande medida, na avaliação oficial de meados dos anos 1990 sobre desempenho do SFH, considerado como “(i) esgotado – em virtude das crescentes dificuldades com a captação líquida das suas fontes de recursos (notadamente o FGTS); (ii) regressivo – por ter beneficiado principalmente as camadas de renda média e média alta com elevados subsídios implícitos pagos com recursos do erário; (iii) insuficiente – porque durante trinta anos produziu apenas 5,6 milhões do total de 31,6 milhões de novas moradias produzidas no país”, em relatórios oficiais como “Política Nacional de Habitação”, de 1996, e “Política de Habitação: ações do Governo Federal de jan/95 a jun/98”, de 1998 (ROYER, 2009).

A proposta institucionalizada pelo SFI acompanhava uma tendência, presente em diversos países, de aproximação entre os mecanismos de financiamento habitacional e os mercados de capitais, a exemplo dos Estados Unidos, por meio de operações de securitização⁵. Nesse sentido, a Lei n. 9.514

(5) Para uma comparação internacional, ver, por exemplo, Diamond & Lea (1992), Lea (2010). Sobre o sistema americano de financiamento habitacional, ver Colton (2002), Hud (2006) e Cagnin (2009).

criou os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e seus emissores, as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários. Aos CRI, foram somados, posteriormente, novos instrumentos como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) (Medida Provisória n. 2.223/2001, transformada na Lei n. 10.931/2001).

Além disso, também foi introduzida, em 1997, a alienação fiduciária que, *grosso modo*, separa os ativos que funcionam como lastro das operações com CRI do patrimônio de seus emissores, aumentando a segurança dos investimentos nesses instrumentos. Em 2001, a Medida Provisória n. 2.221 (incorporada na Lei n. 10.931 de 2004) reforçou novamente a segurança jurídica das operações do sistema ao instituir o patrimônio de afetação, prevendo, assim, a separação dos recursos captados para o financiamento de um determinado projeto imobiliário do patrimônio da incorporadora responsável.

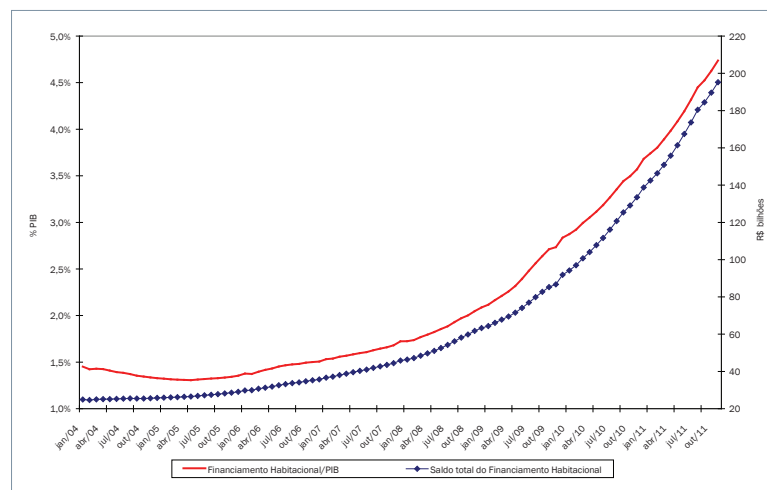
O volume de operações do SFI levou quase dez anos para deslançar: só a partir de 2008 o volume de emissões de CRI passou a crescer sistematicamente, levando o valor do seu estoque (registrado na Cetip) de R\$ 3 bilhões, em janeiro de 2008, para R\$ 27,8 bilhões em dezembro de 2011.

Além de constituírem aplicações dos próprios bancos, os CRI também compõem os ativos de fundos de investimentos, como dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC) e dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) que foram criados em 2001. No caso especialmente dos FDIC, mas também no caso dos FII, seus ativos compreendem uma gama relativamente diversificada de instrumentos não necessariamente vinculados a operações de financiamento habitacional. Apesar disso, assim como outros instrumentos do SFI, como os CRI, CCI e LCI, esses fundos também passaram a compor o conjunto de aplicações passíveis a serem realizadas pelos agentes financeiros para o cumprimento das exigibilidades do SFH.

A EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL ENTRE 2005 E 2011

Segundo o Banco Central do Brasil, o estoque de financiamento habitacional a pessoas físicas atingiu o patamar de R\$ 195,3 bilhões em novembro de 2011 (Gráfico 2), sendo que as operações

GRÁFICO 2. SALDO TOTAL DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL EM % DO PIB E EM R\$ BILHÕES – JAN/04 A NOV/11



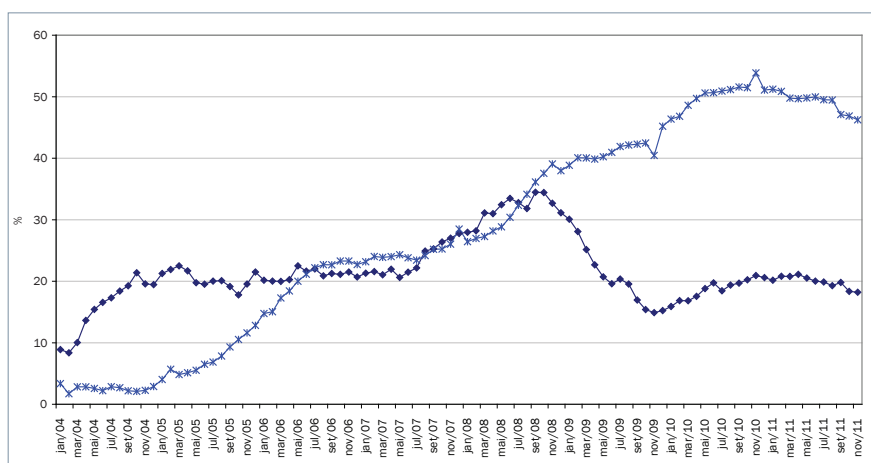
Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais.

contratadas no âmbito do SFH (a partir de recursos do SBPE e do FGTS), classificadas como financiamento habitacional com recursos direcionados, representaram 93,3% desse valor (R\$ 182,2 bilhões), enquanto a participação das operações livremente pactuadas se manteve marginal (6,7% do total ou R\$ 13 bilhões), apesar de seu forte crescimento no período recente (em média 42,2% ao mês na comparação 12 meses entre 2005 e 2011)⁶.

O financiamento habitacional vem apresentando forte crescimento desde o início de 2005, tendência que nem o aprofundamento da crise financeira internacional em meados de 2008 conseguiu reverter (Gráfico 3). Nesse período de maior instabilidade, diferentes fatores se somaram para garantir a sustentabilidade da trajetória de expansão do financiamento habitacional, como as estratégias anticíclicas dos bancos públicos⁷; o caráter mais estável das condições do crédito direcionado, contratado no âmbito do SFH; e programas específicos do governo federal para o setor de habitação, como o Minha Casa Minha Vida, lançado em abril de 2009⁸ (Quadro 1).

(6) Vale ressaltar, entretanto, que as operações classificadas como “operações com recursos livres” pelo BCB referem-se a financiamentos imobiliários, não se restringindo, assim, ao financiamento habitacional. Mas como levam em consideração apenas o crédito contratado por pessoas físicas, tais valores devem representar, em sua maior parte, financiamentos habitacionais.
(7) Ver, por exemplo, Freitas (2009 E 2011), Fundap (2010).
(8) Ver Cardoso & Leal (2010).

GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL (RECURSOS LIVRES + RECURSOS DIRECIONADOS) E DO CRÉDITO TOTAL DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – JAN/04 A NOV/11 (VAR. 12 MESES)



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais.

QUADRO 1. O PROGRAMA MINHA CASA, MINHA VIDA (MCMV)

Instituído pela Lei n. 11.977 de julho de 2009, o MCMV foi concebido no seio do Plano Nacional de Habitação e passou a integrar o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) lançado em janeiro de 2007. O programa alia dois objetivos: a ampliação do número de moradias para as camadas sociais de menor renda, buscando combater, dessa maneira, o déficit habitacional no país, e, ao mesmo tempo, impulsionar a criação de empregos e renda por meio do crescimento do setor de construção civil. Foi esse segundo aspecto que justificou a inclusão do programa no PAC, que procurava amenizar os efeitos sobre a economia brasileira da crise financeira internacional iniciada no mercado *subprime* das hipotecas americanas. Em sua primeira fase, a meta estabelecida era de 1 milhão de moradias construídas nos doze meses subsequentes ao lançamento do programa. Para isso, seriam necessários R\$ 28 bilhões, sendo R\$ 20,5 bilhões referentes a aportes provenientes do orçamento da União (usados como subsídios) e R\$ 7,5 bilhões de recursos do FGTS. Somando os investimentos em infraestrutura e os financiamentos à cadeia produtiva, o programa totalizaria R\$ 34 bilhões.

A concessão de subsídios estava organizada de acordo com três faixas de renda: de zero a até três salários mínimos (R\$ 1.395 na época), até seis salários mínimos (R\$ 2.790) e até dez salários mínimos (R\$ 4.650). Apesar de as famílias da primeira faixa de renda contarem com subsídios maiores, apenas 40% das unidades a serem construídas estavam associadas a essa faixa, onde se encontra a maior parte do déficit habitacional. Esse aspecto sugere a ênfase do caráter anticíclico do programa: o estímulo à aquisição de moradia nas faixas superiores de renda exige um menor volume de subsídios em função do melhor acesso ao crédito dessas famílias, já que os riscos associados são menores.

Segundo a CEF, até dezembro de 2010 foram contratados 1.005.028 financiamentos no âmbito do MCMV, superando, assim, por pouco, a meta estabelecida pelo governo. Dos 936.508 financiamentos contratados pela CEF, 57% foram contratados na faixa de renda entre zero e três salários mínimos. A entrega desses imóveis, contudo, tem demonstrado um dinamismo mais lento: até o mês de outubro de 2011 apenas 43,6% das unidades financiadas na primeira etapa do MCMV tinham sido efetivamente entregues. A complexidade do programa, que envolve a articulação das três esferas de governo, além da própria CEF, explica, em boa medida, a morosidade do processo de construção e distribuição das unidades.

Na segunda fase do programa (MCMV2), cresceu o número de moradias a serem construídas e foi reforçado o foco do programa no combate ao déficit habitacional: foram previstos dois milhões de moradias, a serem construídas até 2014, sendo que a primeira faixa de renda responderia por 60% delas. Nessa fase, as faixas de renda foram ajustadas (de zero a R\$ 1.600, até R\$ 3.100 e até R\$ 5.000) e as características dos imóveis reformuladas, contando com a ampliação da área construída e o aumento do valor médio das unidades de R\$ 42.000 para R\$ 55.188. Além de refletir as novas definições do aspecto físico dos imóveis, essa elevação do valor médio também esteve condicionada à pressão das construtoras diante da valorização dos terrenos urbanos dos últimos anos. Os investimentos previstos nessa fase somam R\$ 125,7 bilhões, sendo R\$ 72,6 bilhões de recursos da União e R\$ 53,1 bilhões do FGTS. Até o mês de outubro de 2011, já haviam sido contratados 336 mil financiamentos no âmbito do MCMV2.

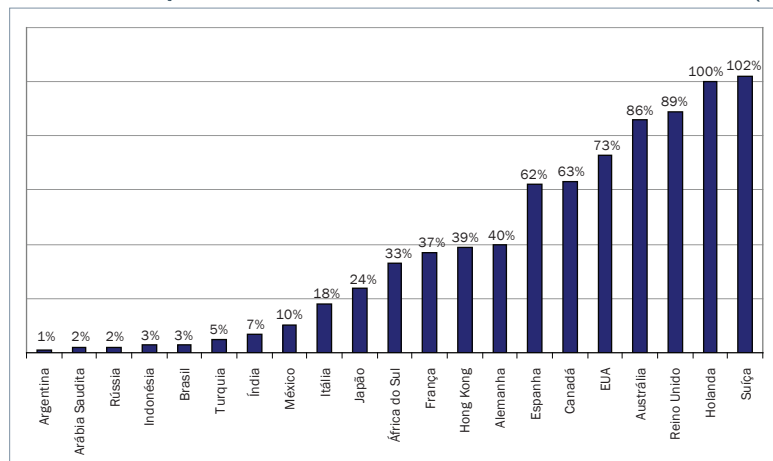
Fonte: Ministério das Cidades – Secretaria de Habitação; Caixa Econômica Federal; SANTOS & DUARTE (2010); MAIA (2011).

O segundo semestre de 2008 marcou, assim, o início de uma trajetória divergente entre a evolução do estoque de financiamento habitacional e do crédito total do sistema financeiro nacional: enquanto o crédito total se desacelerou a partir de setembro de 2008, o financiamento habitacional manteve sua expansão, atingindo uma taxa de crescimento em 12 meses de 54% em novembro de 2010 (Gráfico 3). Em 2011, as taxas de crescimento do financiamento habitacional mantiveram-se elevadas, em torno de 50% na comparação em 12 meses, desacelerando-se apenas a partir do mês de agosto. No acumulado entre os meses de janeiro e novembro de 2011, o estoque de financiamento habitacional cresceu 40,7% e na comparação em 12 meses, 46,2%.

Essa evolução elevou a relação crédito/PIB do segmento habitacional de 1,3% em janeiro de 2005 para 4,7% do PIB em novembro de 2011. Apesar de ter quase quadruplicado em seis anos, essa relação ainda é muito baixa se comparada à de outros países. Dados do Banco

Mundial para o ano de 2009 mostram que o patamar do financiamento habitacional no Brasil, como proporção do PIB, era inferior ao dos países desenvolvidos e ao de vários países emergentes, como Turquia, Índia, México e África do Sul (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. COMPARAÇÃO INTERNACIONAL: FINANCIAMENTO HABITACIONAL EM % DO PIB (2009)



Fonte: Banco Mundial *apud* Financial Stability Board (2011).

Nota: Dados de 2009, exceto para a Arábia Saudita, cuja informação é referente a 2007, e Rússia e Indonésia, cujos dados são de 2008.

Na origem dessa evolução encontram-se fatores de naturezas distintas. Entre os condicionantes de ordem macroeconômica, pôde ser verificada uma melhoria do mercado de trabalho, com a queda da taxa de desemprego e o crescimento dos salários e do emprego formal, o que tende a qualificar um número maior de indivíduos a tomar financiamento habitacional. Entre janeiro de 2005 e novembro de 2011, o rendimento médio real (deflacionado pelo INPC) para o total dos trabalhadores do país aumentou 23,4%, passando de R\$ 1.315,52 para R\$ 1.623,40, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. No mesmo período, a taxa de desocupação caiu de 10,2% para 5,2% e o número de empregados com carteira assinada subiu 46,2%, de 7,63 milhões para 11,15 milhões. Outro fator importante foi a redução das taxas de juros, condicionadas pela queda da meta Selic de 18,25%, em janeiro de 2005, para 11,5%, no final de 2011.

Fatores de ordem regulamentar parecem, entretanto, ter ocupado um papel central para a evolução do financiamento habitacional. Já em 1996, o governo federal sinalizou o equacionamento do crescente passivo acumulado no FCVS desde a década de 1980. A Medida Provisória n. 1.520/1996, convertida na Lei n. 10.150, em 21 de dezembro de 2000, autorizou a novação das dívidas do FCVS pela União, após a prévia compensação entre débitos originários de contribuições devidas pelos agentes financeiros ao Fundo e créditos decorrentes dos resíduos apurados dos contratos, condicionado, ainda, ao pagamento das demais dívidas no âmbito do SFH. Foi definido um prazo de 30 anos para a liquidação da dívida, calculada, em dezembro de 2001, em R\$ 62,6 bilhões. Em 2002, foi alterada a forma de contabilização desses créditos novados dos agentes financeiros junto ao FCVS para fins de cumprimento das exigibilidades do SFH: a Resolução n. 3.005 do CMN estabeleceu que tais créditos deveriam ser deduzidos à taxa de 1/100 ao mês. Posteriormente, os agentes financeiros do SFH foram obrigados a excluir mais rapidamente esses créditos da contabilização das exigibilidades, à

taxa de 1/50 ao mês a partir de 2004 (Resolução n. 3.177/2004) e à taxa de 1/36 ao mês a partir de 2006 (Resolução n. 3.347/2006). Essas medidas significaram a necessidade de ampliar as carteiras de financiamento habitacional, compensando a queda da participação dos créditos junto ao FCVS, de forma a garantir o cumprimento das exigências de aplicação dos recursos da poupança. Ademais, a Resolução n. 3.177/2004 reforçava esse movimento à medida que previa uma queda da rentabilidade dos recursos ociosos do SFH – isto é, os recursos não direcionados às aplicações pré-definidas e que eram depositados no BCB – de 100% para 80% da Taxa Referencial (TR). A partir de então, manter recursos ociosos implicava, assim, um custo adicional aos agentes financeiros, dada a obrigatoriedade de remunerar os saldos de poupança.

Alterações na regulamentação, como a criação da figura jurídica da alienação fiduciária (Leis n. 9.514/1997 e 10.406/2002), que conserva o imóvel financiado sob propriedade do credor até a liquidação do financiamento, também ocasionaram maior segurança jurídica e reduziram o custo de execução hipotecária. Em 2006, a Lei n. 10.931 aperfeiçoou a aplicação desse instrumento jurídico aos contratos de financiamento habitacional e definiu a obrigatoriedade de pagamento do principal durante ações judiciais de contestação de juros e outros encargos cobrados nesse tipo de financiamento.

Ao se somarem, os fatores macroeconômicos e regulamentares criaram uma condição favorável à expansão do financiamento habitacional, acirrando a concorrência bancária. Esse contexto resultou no desenvolvimento de novos produtos e novos canais de distribuição dos financiamentos, como os “Feirões da Casa Própria” realizados pela CEF, além da melhoria dos modelos de avaliação de risco aplicados nesse segmento do mercado de crédito (FREITAS, 2007; MARTINS *et al.*, 2008). É importante ressaltar que, devido a seus prazos mais longos, o financiamento habitacional representa o estabelecimento de uma relação mais duradoura com o cliente, criando oportunidades para que os credores vendam produtos financeiros adicionais. Como resultado, verificou-se a ampliação da parcela do valor do imóvel coberta pelo financiamento (*loan-to-value* ou LTV) de 47,9%, em 2005, para 63%, no primeiro semestre de 2011. Em 2011, o valor máximo dessa fração chegou a 90% para a CEF e o Banco do Brasil, em função de financiamentos em condições especiais para tomadores de baixa renda, e a 80% para os bancos privados⁹. Outro aspecto decorrente dessa maior concorrência foi a ampliação do prazo dos financiamentos. Para as operações com recursos livres, por exemplo, o prazo médio saltou de cerca de três anos, em 2005, para 13 anos, em 2011.

Por fim, um aspecto próprio do financiamento imobiliário, em geral, e do habitacional, em específico, também esteve em operação. Trata-se do efeito cumulativo da relação entre a expansão do crédito e a valorização dos imóveis: a maior disponibilidade de crédito imobiliário amplia a demanda por imóveis que, frente à oferta relativamente inelástica, típica desse mercado de ativos, têm seus preços elevados; por sua vez, quanto maior os preços dos imóveis, maior deve ser o valor do empréstimo tomado para sua aquisição. Decorrem, então, dessa dinâmica, evoluções de mesmo sentido para o estoque de financiamento habitacional e para o preço dos imóveis residenciais. Segundo o Índice Fipe-Zap¹⁰, somente para o período de janeiro de 2008 a novembro de 2011, a valorização dos apartamentos da cidade de São Paulo foi de 120,8% e de 152,7% no caso da cidade do Rio de Janeiro.

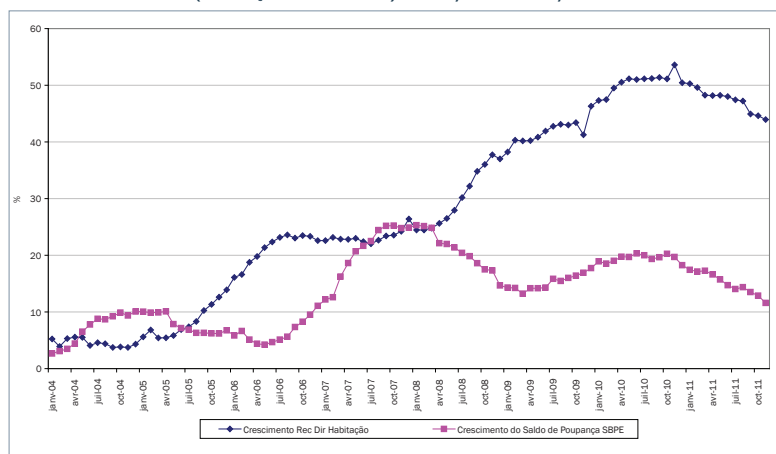
A valorização dos imóveis e a ampliação da parcela do valor do imóvel financiada ajudam, assim, a compreender o crescimento do montante médio dos financiamentos por imóvel desde 2005. No que se refere às operações no âmbito do SFH, o valor médio dos financiamentos saiu de R\$ 75.752 em 2005 para R\$ 161.712 em 2011 (+113,5%).

(9) Estatísticas da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecim) disponíveis em www.abecim.org.br. (10) O Índice Fipe-Zap utiliza as informações sobre os preços contidas em anúncios de venda veiculados pelo portal de classificados Zap, criado a partir de uma parceria entre os jornais *O Estado de São Paulo* e *O Globo*. O índice compreende apenas apartamentos residenciais. Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada no índice Fipe-Zap, ver <http://www.fipe.org.br/web/index.asp>. É importante ressaltar, contudo, que o Brasil ainda não possui índices oficiais de preço de imóveis que compreendam todas as principais áreas urbanas, sob uma mesma metodologia. Atualmente, os índices disponíveis são calculados por instituições privadas associadas às atividades imobiliárias. Diante da expressiva valorização imobiliária dos últimos anos, a Presidência da República editou o Decreto n.º 7.565, em 15 de setembro de 2011, incumbindo o IBGE, em parceria com a CEF, da criação de índice de preços de imóveis no Brasil.

O desempenho favorável do financiamento habitacional em 2011 contou ainda com a exclusão desse tipo de crédito das medidas tomadas pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central do Brasil no sentido de arrefecer o crescimento do crédito a pessoas físicas. Assim, não foi aplicada sobre o financiamento habitacional¹¹ a elevação do capital mínimo de 11% para 16,5% para as operações de crédito a pessoas físicas com prazo superior a 24 meses que foi estipulada pela Circular n. 3.515 do CMN de dezembro de 2010¹². O financiamento habitacional também passou ileso da elevação de 1,5% para 3% da alíquota de IOF sobre operações de crédito a pessoas físicas de abril de 2011, determinada pelo Decreto n. 7.458/2011 do Ministério da Fazenda. O crédito habitacional permaneceu, assim, isento do pagamento de IOF¹³. Apesar disso, a taxa de crescimento do estoque de financiamento habitacional se reduziu a partir do mês de agosto de 2011, em resposta à desaceleração da economia buscada pelo governo federal, ao aprofundamento da crise financeira internacional e às incertezas quanto a seus desdobramentos sobre o mercado doméstico e, por fim, à acomodação do próprio mercado imobiliário. Segundo o Sindicato de Habitação de São Paulo (Secovi), o volume de vendas de imóveis residenciais novos da região metropolitana de São Paulo, acumulado em 12 meses, apresentou uma queda de 14,8% no mês de outubro em relação ao mês de janeiro de 2011¹⁴.

Esse desempenho do financiamento habitacional entre 2005 e 2011 explicita, contudo, os limites do SFH, sobretudo, ao se verificar que o ritmo de expansão do funding do sistema, isto é, do saldo da caderneta de poupança, vem se mostrando sistematicamente inferior ao crescimento do financiamento habitacional desde meados de 2005, exceção feita ao curto período de julho de 2007 a março de 2008. Em novembro de 2011, enquanto as operações de financiamento habitacional com recursos direcionados apresentaram uma taxa de crescimento de 44% em relação ao mesmo período do ano anterior, a expansão do saldo da poupança tinha sido de apenas 12% (Gráfico 5).

Gráfico 5. EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL (REC. DIR.) E SALDO DA POUPANÇA SBPE (VARIÇÃO 12 MESES) – JAN/04 A NOV/11



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais.

De fato, segundo as estatísticas do SFH publicadas pelo BCB, a relação entre as exigibilidades exclusivamente habitacionais do sistema (52% do saldo de poupança)¹⁵ e a aplicação efetiva dos recursos no âmbito do SFH¹⁶ já superava 100% desde o mês de abril de 2011. Em setembro de 2011

(11) Também foram isentas da elevação de capital mínimo outras modalidades de crédito, como o crédito rural, o financiamento a veículos de carga e os empréstimos consignados com prazo inferior a 36 meses.

(12) A Circular n. 3.563 do CMN, de 11 de novembro de 2011, reverteu em parte essa elevação de requerimento de capital mínimo do final de 2010.

(13) Sobre as medidas de caráter macroprudencial adotadas pelo BCB e sobre as ações do Ministério da Fazenda para reduzir o ritmo de expansão do crédito a pessoas físicas e, conseqüentemente, do endividamento das famílias, ver Fundap (2011).

(14) Ver <http://www.secovi.com.br/pesquisas-e-indices/indicadores-do-mercado/>.

(15) Não está considerada aqui a exigibilidade referente a financiamentos habitacionais à taxa de mercado. A base de cálculo é definida com o menor dos seguintes valores: média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança do mês sob referência ou a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos 12 meses antecedentes ao mês de referência. Ver <http://www.bcb.gov.br/?SFH>.

(16) Os dados compreendem financiamentos habitacionais para aquisição, produção, desembolsos futuros, financiamentos compromissados, aquisição de material de construção e cartas de crédito formalizadas, mas não consideram outras aplicações legais. Não estão contabilizados os empréstimos a taxas de mercado, aquisição de CRI, etc. Ver <http://www.bcb.gov.br/?SFH>.

(último dado disponível), essa relação chegou a 109,23%. Nesse cenário, ganha importância o desenvolvimento de instrumentos alternativos de obtenção de *funding* para as operações de financiamento habitacional reunidos no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

A CONTRIBUIÇÃO DO SFI AO FINANCIAMENTO HABITACIONAL

(17) A quase totalidade dos instrumentos do SFI é registrada na Cetip, sendo que uma pequena parcela desses títulos são registrados na BM&FBovespa.

Ao longo da primeira década de existência do SFI, foram poucos os negócios efetivamente realizados com seus instrumentos. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que surgiram junto com o próprio SFI (1997), acumularam um estoque superior a R\$ 1 bilhão de reais somente no mês de outubro de 2005 segundo as estatísticas da Cetip¹⁷, o que representava 1,3% do estoque total de financiamento habitacional concedido pelo sistema bancário.

Em função desse desempenho pouco expressivo em seus primeiros anos, algumas medidas foram adotadas pelo governo federal, em conjunto ao CMN, com o objetivo de encorajar o deslanche das operações do SFI. Entre essas medidas, tiveram grande importância aquelas referentes à melhoria da segurança jurídica das operações: além do regime fiduciário de 1997, foi instituído o patrimônio de afetação, que segrega os recursos captados para o financiamento de uma obra do patrimônio da incorporadora, pela Medida Provisória n. 2.221 em 2001. Nesse mesmo ano, a Medida Provisória n. 2.223 criou novos instrumentos, como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) (Quadro 2).

QUADRO 2. INSTRUMENTOS DO SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI)

Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI): são títulos de renda fixa de longo prazo (geralmente superior a 5 anos), lastreados em fluxos de pagamentos futuros de prestações de aquisição de imóveis ou de aluguéis. Sua emissão é exclusiva das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, como a Brazilian Securities, Cibrasec, RB Capital, etc. Os CRI contam com alienação fiduciária e garantias dadas por cotas subordinadas, que são as primeiras a absorverem as perdas em caso de inadimplência. Inicialmente, exigia-se dos investidores montante em torno de R\$ 300 mil para aquisição desses títulos; depois de 2011, a isenção do pagamento de imposto de renda sobre o rendimento desses títulos e o aumento da demanda por títulos de renda fixa incentivaram a colocação dos CRI no segmento de varejo, reduzindo o valor do investimento mínimo para algo como R\$ 10 mil.

Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI): são títulos representativos de créditos mobiliários emitidos pela instituição credora, podendo ser integrais, quando representarem a totalidade do crédito, ou fracionárias, quando representarem parte dele. Podem ou não contar com alienação fiduciária. As CCI são muitas vezes cedidas às companhias securitizadoras que, em seguida, as utilizam como ativos subjacentes de CRI.

Letras de Crédito Imobiliário (LCI): são títulos de renda fixa emitidos por agentes financeiros com carteira de crédito imobiliário e garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária. Contam, ainda, com a cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). São instrumentos de captação de curto prazo, geralmente entre 2 meses e 2 anos, com rendimentos isentos de imposto de renda. Suas vantagens frente a outros instrumentos de captação consistem na isenção do IR, diferentemente dos CDB (Certificados de Depósitos Bancários), e por contarem com alienação fiduciária, em oposição às Letras Hipotecárias.

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC): consistem na comunhão de recursos que destina uma parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido (acima de 50%) para a aplicação em direitos creditórios. Podem assumir a forma de condomínio fechado ou aberto. A natureza das aplicações dos FIDC não é, então, exclusivamente imobiliária. No final de 2010, segundo o Anuário Estatístico da Uqbar, o patrimônio líquido dos FIDC-Imobiliário somava apenas R\$ 430,4 milhões, representando apenas 0,86% do patrimônio líquido total dos FIDC.

Fundos de Investimentos Imobiliários (FII): permitem o fracionamento do capital exigido para realização de investimento imobiliário. Apesar de associadas ao setor imobiliário, suas aplicações são bastante diversificadas: direitos reais sobre bens imóveis, títulos imobiliários de renda fixa, ações, debêntures, notas promissórias e outros valores de emissores cujas atividades preponderantes são permitidas aos FII, certificados de potencial adicional de construção, cotas de outros fundos do tipo FII ou FIDC, etc. Têm a forma “condomínio fechado”, ou seja, suas cotas não têm resgate. Em caso de necessidade de liquidez deve-se recorrer ao mercado secundário de cotas. No final de 2010, a capitalização de mercado desses fundos chegou a R\$ 8 bilhões, mas apenas 2,7% desse valor se referiam ao segmento habitacional. Tanto os FIDC como os FII não são instrumentos dos SFI, mas agentes participantes desse sistema.

Fonte: Cetip, Carneiro & Goldfajn (2000), Royer (2009), Faria (2011).

Em 2004, a Lei n. 10.931 incorporou as duas MP de 2001, inseriu a alienação fiduciária no Novo Código Civil e isentou as pessoas físicas do pagamento de imposto de renda sobre os rendimentos dos títulos imobiliários a partir do mês de agosto de 2004. Essa lei estabeleceu, ainda, vínculos formais entre o SFI e o SFH com a autorização da securitização das carteiras de crédito contratadas no âmbito do SFH.

Apesar da criação do SFI estar associada à avaliação negativa do desempenho do SFH, o estímulo ao seu desenvolvimento contou, crescentemente, com o apoio dos recursos do antigo sistema. Assim, em 2002, o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou, por meio da Resolução n. 2.623, a contabilização de aplicações em CRI, a um limite máximo de 10%, para efeito de cumprimento da exigibilidade do direcionamento dos 52% do saldo de depósitos do SBPE a serem aplicados no financiamento habitacional. Posteriormente, a Resolução n. 3.005 de 2002 e a Resolução n. 3.347 de 2006 ampliaram a gama de instrumentos do SFI que poderiam ser considerados no cálculo das exigibilidades do SFH, passando a incluir, além dos CRI, as letras de crédito imobiliário (LCI) e os depósitos interfinanceiros imobiliários, garantidos ou lastreados por operações contratadas no âmbito do SFH. Tais medidas previam ainda a elevação do limite máximo de aplicação nesses instrumentos de 10% para 50% da parcela de 52% da poupança a ser aplicada em habitação. Em fevereiro de 2010, a Resolução n. 3.841 retirou os limites quantitativos impostos à compra de LCI e Letras Hipotecárias.

Em dezembro de 2010, com a divulgação das medidas de incentivo ao desenvolvimento do financiamento privado de longo prazo pelo Ministério da Fazenda¹⁸, estreitaram-se os laços entre SFH e SFI: a Resolução n. 3.932 do CMN estabeleceu que os créditos securitizados permaneçam válidos para o cálculo das exigibilidades do SFH por três anos, estando sua contabilização sujeita à redução de 1/36 por mês (Art. 1º e 2º). À medida que tais carteiras deixam de ser contabilizadas, elas são substituídas no cálculo das exigibilidades pelos CRI emitidos à taxa mensal de 1/36. O artigo 12 dessa resolução também favoreceu o mercado de CRI ao determinar que sobre as aplicações de uma

(18) Em 16 de dezembro de 2010, o governo federal anunciou um pacote de medidas para estímulo ao financiamento privado de longo prazo, regulamentadas pela Medida Provisória n.º 517 e normativos do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O diagnóstico oficial que fundamentou a adoção dessas medidas enfatizava os seguintes aspectos: 90% da carteira de crédito com prazo superior a 5 anos tem lastro em linhas oriundas de bancos públicos (62% referente ao BNDES), a captação primária dos mercados de capitais é pouco expressiva (2,5% a 3% do PIB), o mercado de título de dívidas é fortemente concentrado no curto prazo e indexado a índices de curto prazo (Depósitos Interbancários – DI, ou Selic), para que o Brasil apresente uma taxa média de crescimento superior a 5% ao ano entre 2010 e 2013 seriam necessários investimentos da ordem de R\$ 1,3 trilhão. O pacote conta, entre outras medidas, com desoneração fiscal de R\$972 milhões nos dois primeiros anos sobre o financiamento de projetos de infraestrutura, de investimentos de longo prazo, sobre fundos de investimento em participação e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, e com a criação de fundo de liquidez para títulos privados para o desenvolvimento de mercados secundários.

instituição financeira em CRI de terceiros deve ser aplicado um fator de 1,2, sendo que o montante do acréscimo não deve ultrapassar o limite de 5% do volume de financiamento habitacional do SFH (52% dos depósitos de poupança). Em setembro de 2011, 6,4% dos recursos do SFH estavam aplicados em operações com instrumentos do SFI (CRI, CCI, LCI e letras hipotecárias).

A expansão do SFI foi ainda apoiada pelo Conselho Curador do FGTS a partir de 2001 por meio das Resoluções n. 375/2001 e n. 390/2002, que autorizaram o uso dos recursos do FGTS para a aquisição de CRI, desde que os créditos subjacentes a esses títulos respeitassem os critérios de financiamento de compra de imóveis já concluídos, em produção ou na planta com recursos do Fundo. Apesar da autorização concedida no início da década, apenas em 2011 o volume de operações realmente efetivadas pelos agentes financeiros atingiu um elevado percentual (98,15%) do orçamento previsto para essa finalidade. Em 2011, o orçamento autorizado para compra de CRI totalizou R\$ 2,84 bilhões. Além dos CRI, desde 2008, a gama de títulos do SFI autorizados a serem adquiridos com recursos do FGTS foi ampliada com a Resolução n. 578, passando a incluir Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC).

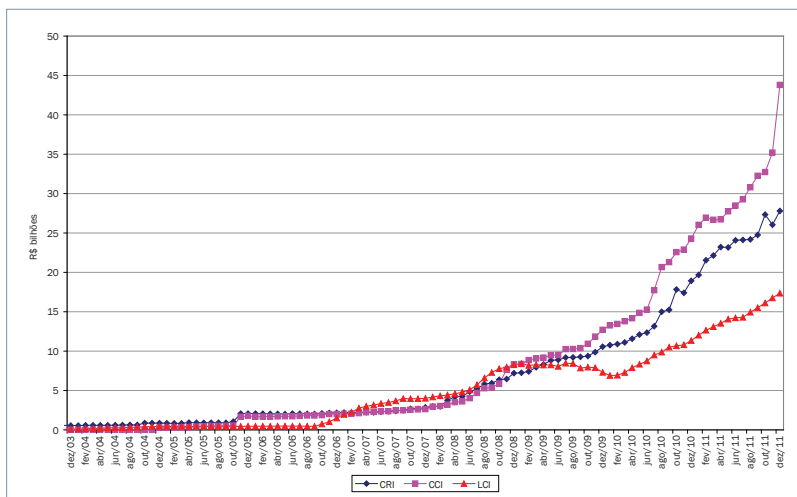
Com esse conjunto de medidas e o crescimento do setor imobiliário, o estoque de instrumentos do SFI cresceu sistematicamente depois do início de 2008, especialmente no caso dos CRI e dos CCI que funcionam como lastro deles. Outro fator importante na expansão desses mercados foi a disseminação da vendas desses títulos no segmento de varejo dos bancos. Inicialmente restritas a clientes de *private banking*, as aplicações em CRI exigiam um valor mínimo de R\$ 300 mil. Em 2011, o valor da aplicação mínima foi reduzido como forma de ampliar a distribuição desses títulos no varejo. A estratégia foi ensejada pela maior demanda de títulos de renda fixa diante da trajetória de queda das taxas de juros. Em janeiro de 2011, a CEF vendeu R\$ 232,7 bilhões em CRI a seus correntistas, com lote mínimo de R\$ 10 mil (ROSA, 2011).

Já as operações com LCI cresceram, sobretudo, a partir do início de 2010, quando foram extintos os limites de aplicação nesses papéis para efeito de contabilização das exigibilidades do SFH. As LCI contam ainda com a isenção de IR e com cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), ampliando sua atratividade junto aos investidores. O ano de 2011 se encerrou, então, com estoques de R\$ 43,79 bilhões em CCI, R\$ 27,8 bilhões em CRI e R\$ 17,3 bilhões de LCI (Gráfico 6). Apesar do desempenho positivo desses instrumentos, é importante ressaltar que apenas uma parcela minoritária das operações concerne o setor habitacional. Segundo dados do Anuário Estatístico da Uqbar¹⁹, do total das emissões de CRI no ano de 2010 apenas 15% estavam associadas a financiamentos habitacionais.

Dessa maneira, ainda que o SFI represente uma oportunidade de diversificação do *funding* das operações de financiamento habitacional no país, o que o torna cada vez mais importante diante dos indícios de esgotamento do SFH e diante da ampliação das operações de financiamento classificadas como “livres”, a efetiva contribuição desse sistema ainda é bastante restrita. Nesse sentido, cabe enfatizar dois aspectos. Em primeiro lugar, parte dos recursos mobilizados por meio dos instrumentos do SFI provém dos circuitos direcionados SFH/SBPE e FGTS e, desse ponto de vista, representa menos uma injeção de novos recursos às operações de financiamento habitacional e mais uma transformação dos instrumentos financeiros utilizados. Diante do esgotamento da capacidade de financiamento do SFH, torna-se imperativo atrair novos capitais por meio do SFI à habitação. Em segundo lugar, o desenvolvimento dos mercados dos instrumentos do SFI não significa necessariamente resposta à

(19) Dados disponíveis em http://uqbar.com.br/institucional/oque/Publicacoes_eletronicas.jsp.

GRÁFICO 6. EVOLUÇÃO DOS ESTOQUES DE INSTRUMENTOS DO SFI (CRI, CCI E LCI) – DEZ/03 A DEZ/11.



Fonte: Cetip.

expansão do financiamento habitacional. É sempre importante manter clara a distinção entre “imobiliário” e “habitacional”. Até o presente, parece que o SFI e seu principal instrumento, o CRI, respondem de forma mais satisfatória à demanda de recursos do segmento corporativo, onde as operações costumam ser de maior volume, facilitando a montagem das operações de securitização.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ainda que a relativa desaceleração do financiamento habitacional contratado no âmbito do SFH a partir de agosto de 2011, adie o esgotamento da capacidade desse sistema, a problemática continua na ordem do dia. Frente ao desenvolvimento ainda incipiente do SFI, o financiamento habitacional permanece dependente dos circuitos de crédito direcionado, exigindo uma melhoria da capacidade de resposta do SFH ao crescimento da demanda de financiamentos.

Alguns fatores podem, contudo, colaborar na redução do ritmo de esgotamento do SFH. No âmbito macroeconômico, a manutenção da trajetória de queda das taxas de juros capitaneada pelo BCB deverá reforçar a atratividade da caderneta de poupança como aplicação financeira. Nesse cenário, possíveis mudanças na sua fórmula de remuneração devem levar em consideração a importância dessa aplicação financeira para a evolução favorável da capacidade de financiamento à habitação no país.

O próprio avanço da “bancarização” da sociedade brasileira pode também colaborar com o crescimento do saldo da caderneta de poupança. Por se tratar da forma mais simples e barata de aplicação financeira, as famílias de renda mais baixa, à medida que obtêm acesso ao sistema bancário, devem optar por esse tipo de aplicação para constituir sua poupança financeira. Segundo a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN, 2011), entre 2005 e 2010, o número de cadernetas de poupança passou de 0,4 para 0,5 por habitante, devendo se ampliar ainda mais face ao crescimento da renda das famílias mais modestas.

Medidas de caráter regulamentar podem, entretanto, apresentar impactos mais imediatos. A preservação da capacidade de financiamento do SFH pode compreender ações em duas frentes: referente à parcela de recursos da poupança a ser direcionada ao sistema e referente à própria composição das aplicações autorizadas no seio do SFH. Dessa maneira, os 35% do saldo da poupança, que constituem atualmente disponibilidades, de livre aplicação dos agentes financeiros, e depósitos compulsórios, poderiam vir a ser incorporados ao *funding* do SFH. A exemplo da isenção do financiamento habitacional da elevação do capital mínimo exigido pelo BCB dos credores em 2010 e do aumento do IOF em 2011 – que explicitam o caráter de excepcionalidade dessa modalidade de crédito para as diretrizes de política econômica –, a parcela de recolhimento compulsório sobre os depósitos de poupança poderia ser reduzida diante da forte demanda por financiamento habitacional. O direcionamento das aplicações do SFH à habitação implicaria um reduzido impacto desse afrouxamento monetário sobre os níveis de preço de bens e serviços.

Paralelamente, parte da flexibilização das aplicações dos recursos do sistema poderia ser revista de maneira a privilegiar as operações de financiamento habitacional contratadas no âmbito do SFH. Em setembro de 2011, por exemplo, cerca de 17% da aplicação dos recursos eram referentes a operações habitacionais a taxas de mercado, 9% referentes a créditos junto ao FCVS e 6,4% referentes a títulos emitidos no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (CRI). Diante da perspectiva de esgotamento da capacidade de financiamento do SFH, as operações habitacionais *stricto sensu*, cujas condições estão estipuladas pela regulamentação do sistema, poderiam ser privilegiadas.

REFERÊNCIAS

- BONDUKI, Nabil (2008). Política habitacional e inclusão social no Brasil: revisão histórica e novas perspectivas no governo Lula. *Revista Eletrônica de Arquitetura e Urbanismo*, n. 1. Disponível em http://www.usjt.br/arq.urb/numero_01.html.
- CAGNIN, Rafael F. (2009). Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3 (115), julho-setembro.
- CARDOSO, Adauto L. & LEAL, José A. (2010). Housing Markets in Brazil: recent trends and governmental responses to the 2008 crisis. *International Journal of Housing Policy*, n. 10, v. 2, p. 191-208.
- CARNEIRO, Dionísio D. & GOLDFAJN, Ilan (2000). A securitização de hipotecas no Brasil. PUC-Rio, *Texto para Discussão* n. 426.
- CARNEIRO, Dionísio D. & VALPASSOS, Marcus V. (2003). *Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas e desafios e propostas para a ação futura*. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- CINTRA, Marcos Antonio M. (2007). Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório 2 do Subprojeto IX Crédito Direcionado e Desenvolvimento Econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE/Unicamp. Disponível em http://www.ieecon.net/bndes/Sub_proj_%208_%20re2_%20MarcosCintra.pdf

- COLTON, Kent W. (2002). Housing finance in the United States: the transformation of the U.S. housing finance system. *Joint Center for Housing Studies*, Harvard University, julho.
- DIAMOND, Douglas B. & LEA, Michael J. (1992) The decline of special circuits in developed country housing finance. *Housing Policy Debate*, v. 3, n. 3, p. 747-777.
- FARIA, Amarildo P. (2011). Securitização imobiliária: uma opção de funding para o financiamento habitacional. ESALQ/USP, Dissertação de Mestrado.
- FEBRABAN – FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS (2011). Relatório Anual 2010. Disponível em <http://www.febraban.org.br/RelatorioAnual2010/relatorio.pdf>
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2011). Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices. *FSB Peer Review Report*. Disponível em http://hofinet.org/upload_docs/Thematic%20Review%20on%20Mortgage%20Underwriting%20and%20Origination%20Practices.pdf.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2007). Evolução e determinantes do crédito bancário no período 2001-2006. Relatório 2 do Subprojeto VIII Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE/Unicamp. Disponível em <http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoVIIIRelat2BNDES.pdf>.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2009). Os efeitos da crise no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, n. 23, v. 66, p. 125-145.
- FREITAS, Maria Cristina P. (2011). Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise. *Boletim de Economia da Fundap*, n. 6.
- FUNDAP (2010). O mercado de crédito em 2009: a força dos bancos públicos. *Nota Técnica do Grupo de Conjuntura*, Fundap, junho. Disponível em: http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/credito_2009.pdf
- FUNDAP (2011). Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e no mercado de câmbio. *Boletim de Economia da Fundap*, n. 3. Disponível em http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Bol3_CE_Intervencoes_macroprudenciais_no_mercado_de_credito_cambio.pdf
- HUD – U.S. DEPARTMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT (2006). Evolution of the U.S. housing finance system: a historical survey and lessons for emerging mortgage markets. Disponível em: http://www.huduser.org/publications/hsgfin/US_evolution.html
- IPEA – Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada (2007). *Políticas sociais: acompanhamento e análise, Habitação*, n. 14. Disponível em http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=5779&Itemid=9.
- LEA, Michael (2010). International comparison of mortgage product offerings. Special Report to Mortgage Bankers Association & Research Institute for Housing America. Disponível em http://www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf
- MAIA, Samantha (2011). “Minha Casa” entregou até outubro 44% das moradias da primeira fase. *Valor Econômico*, 7 de novembro de 2011.

- MARTINS, Bruno S.; LUNDBERG, Eduardo L. e TAKEDA, Tony (2008). Crédito habitacional no Brasil: aperfeiçoamentos institucionais e avaliação da evolução recente. Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária e Crédito, p. 79-104.
- ROSA, Silvia (2011). Apetite imobiliário. *Valor Econômico*, 11 de julho de 2011.
- ROYER, Luciana de Oliveira (2009). *Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas*. FAU/USP, Tese de Doutorado.
- SANTOS, Angela M. S. P. & DUARTE, Sandro M (2010). . Política Habitacional no Brasil: Uma nova abordagem para um velho problema. In: Octavio Augusto Fontes Tourinho; Léo da Rocha Ferreira; Luiz Fernando de Paula. (Org.). *Os desafios atuais para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: EDUERJ, 2010, v. , p. 231-256.
- UQBAR (2011). Anuário: Securitização e Financiamento Imobiliário – 2011. Disponível em http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_FI_11.jsp
- VALENÇA, Márcio M. & BONATES, Mariana, F. (2010). The trajectory of social housing policy in Brazil: from the National Housing Bank to the Ministry of the Cities. *Habitat International*, n. 2, v. 34, p.1-9.

ANEXO ESTATÍSTICO

TABELA 1. PRODUTO INTERNO BRUTO

Produto Interno Bruto	Em R\$ milhões			Em US\$ milhões ¹			Variações do índice de volume (último dado: 3º trimestre/2011) Em %		
	2009	2010	2011 (3ºtri)	2009	2010	2011 (3ºtri)	Trimestre anterior com ajuste sazonal	Mesmo trimestre do ano anterior	Acumulada em quatro trimestres
PIB	3.239.404	3.770.085	3.052.307	1.598.397	2.089.829	1.809.489	0,0	2,1	3,7
Consumo das Famílias	1.979.751	2.248.625	1.850.661	976.855	1.246.455	1.097.121	-0,1	2,8	5,4
Consumo do Governo	687.001	797.333	591.911	338.982	441.977	350.901	-0,7	1,2	2,3
Formação Bruta de Capital Fixo	585.317	733.713	593.993	288.809	406.711	352.135	-0,2	2,5	7,0
Agropecuária	157.232	171.177	155.254	77.582	94.887	92.039	3,2	6,9	2,7
Indústria	749.699	905.852	719.503	369.919	502.131	426.541	-0,9	1,0	2,9
Serviços	1.887.448	2.150.151	1.727.835	931.311	1.191.869	1.024.307	-0,3	2,0	3,6

Fonte: IBGE, BCB. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

(1) Taxa de câmbio de mercado, compra, média.

TABELA 2. EMPREGO E RENDIMENTO

EMPREGO – BRASIL Principais regiões metropolitanas ⁴	Valores e taxas					Variações ² (último dado: nov./2011)			
	2009	2010	set./11	out./11	nov./11	Mês anterior	Mesmo mês do ano anterior	Média acumulada no ano	Média acumulada nos últimos 12 meses
População Ocupada (mil pessoas) ³	21.816	22.449	22.652	22.682	22.829	0,6	1,9	2,1	2,2
População Desocupada (mil pessoas) ³	1.592	1.251	1.451	1.385	1.252	-9,6	-7,9	-10,5	-11,4
População Economicamente Ativa (mil pessoas) ³	23.407	23.702	24.102	24.066	24.081	0,1	1,4	1,3	1,3
Taxa de desocupação (% PEA)	6,8	5,3	6,0	5,8	5,2	-0,6	-0,5	-11,4	-0,8
Rendimento médio real (R\$)	1.511	1.600	1.622	1.621	1.623	0,1	0,7	2,7	3,0
Massa Real de Rendimentos (mil R\$)	32.962	35.926	36.731	36.773	37.061	0,8	2,6	4,9	5,2
Caged ^{4,5}	995.110	2.136.947	209.078	126.143	42.735	0,1	4,3	5,4	5,5

Fonte: IBGE, Ministério do Trabalho. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

(1) São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife e Salvador.

(2) Em pontos percentuais para a taxa de desocupação e % para as demais variáveis.

(3) Estoque. Para 2009 e 2010, estoque referente a dezembro.

(4) Saldo entre admissões e demissões.

(5) Variações referentes ao índice de emprego formal.

TABELA 3. INFLAÇÃO

Indicadores de Inflação	Variação anual		Taxas mensais de variação			Variações (último dado: dez./2011) Em %	
	2009	2010	out./11	nov./11	dez./11	Acumulada no ano	Acumulada nos últimos 12 meses
IPCA	4,31	5,91	0,43	0,52	0,50	6,50	6,50
INPC	4,11	6,47	0,32	0,57	0,51	6,08	6,08
IGP – DI	-1,44	11,31	0,40	0,43	-0,16	5,01	5,01
IPA – DI	-4,09	13,83	0,48	0,34	-0,55	4,12	4,12
IPA (indústria)	-3,47	7,37	0,51	0,32	-0,01	3,14	3,14

Fonte: IBGE, FGV. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

TABELA 4. RESULTADO FISCAL — BRASIL

Resultado Fiscal	12 meses				Acumulado no Ano	
	2009	2010	nov./10	nov./11	jan.-nov./10	jan.-nov./11
Resultado Fiscal (acima da linha)						
Receita Primária do Governo Central (% do PIB)	22,82	24,40	24,10	23,97	23,98	23,56
Transferências a E & M (% do PIB)	3,94	3,73	3,69	4,12	3,62	4,05
Despesa Primária do Governo Central (sem FSB - % do PIB)	17,66	18,58	18,64	17,30	18,48	17,09
Primário do Governo Central (acima da linha/sem ajustes - % do PIB)	1,22	2,09	1,78	2,56	1,88	2,41
Resultado Fiscal / NFSP ¹						
Primário do Setor Público (% do PIB)	-2,03	-2,77	-2,49	-3,34	-2,72	-3,36
Juros Nominais do Setor Público (% do PIB)	5,37	5,32	5,21	5,72	5,26	5,72
Nominal do Setor Público (% do PIB)	3,34	2,55	2,72	2,38	2,54	2,36
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	42,78	39,15	38,78	36,60	–	–
PIB estimado Bacen (posição final período - R\$ bilhões)	3.239,4	3.770,1	3.740,8	4.121,1	3.427,4	3.778,4

Fonte: BCB. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

(1) (-) = **superávit**; (+) = déficit

TABELA 5. TAXA DE CÂMBIO

Taxas de Câmbio	Valores					Variações (último dado: nov./2011) Em %	
	2009	2010	set./11	out./11	nov./11	Mês anterior	Mesmo mês do ano anterior
Taxa de câmbio (R\$/US\$) – média	1,75	1,69	1,85	1,69	1,81	7,2	5,5
Taxa de câmbio (R\$/US\$) – fim do período	1,74	1,67	1,75	1,77	1,79	1,0	4,5
Índice da taxa de câmbio real efetiva – R\$/US\$ (deflator IPA)	–	–	–	–	–	0,6	6,6
Índice da taxa de câmbio real efetiva – R\$/US\$ (deflator IPC)	–	–	–	–	–	0,1	2,1
Índice da taxa de câmbio real efetiva – R\$/US\$ (deflator IPCA)	–	–	–	–	–	0,1	1,3

Fonte: Funcex, BCB. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

TABELA 6. SETOR EXTERNO

Setor Externo	Valores (US\$ milhões)					Variações (último dado: nov./2011) Em %	
	2009	2010	set./11	out./11	nov./11	Mês anterior	Mesmo mês do ano anterior
Balanco de Pagamentos	46.651	49.101	808	372	1.150	208,9	-61,6
Transações Correntes	-24.302	-47.365	-2.158	-3.109	-6.803	118,8	43,7
Balança Comercial (saldo)	25.290	20.221	3.074	2.355	583	-75,3	90,7
Exportações	152.995	201.915	23.285	22.140	21.773	-1,7	23,1
Importações	-127.705	-181.694	-20.212	-19.785	-21.191	7,1	21,9
Rendas de Investimento	-34.287	-40.065	-2.478	-2.343	-4.782	104,1	87,8
Conta Financeira	70.172	98.543	3.236	3.021	7.476	147,5	-3,0
Fluxo de capitais estrangeiros	86.183	157.533	7.475	6.277	11.674	86,0	60,8
Investimento Direto Estrangeiro	46.159	67.795	6.324	5.550	4.056	-26,9	8,7
Investimento Estrangeiro de Portfólio	37.071	37.684	-933	397	3.320	735,6	94,9
Outros Investimentos Estrangeiros	14.076	41.301	2.084	330	4.298	1.203,2	135,4
Reservas internacionais (caixa)	238.520	288.575	349.708	352.928	352.073	-0,2	25,6
Movimento de câmbio	27.821	24.354	8.484	-134	1.207	-1.002,0	-45,7
Comercial	10.919	-1.650	8.758	1.868	1.399	-25,1	178,6
Financeiro	16.902	26.004	-274	-2.002,12	-191	-90,4	-111,1

Fonte: BCB. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

TABELA 7. TAXA DE JUROS NOMINAIS BRASIL E PAÍSES SELECIONADOS

Países Seleccionados	Taxas					Variações (último dado: jan./2012) Em %	
	2009	2010	nov./11	dez./11	jan./12	Mês anterior	Mesmo mês do ano anterior
Países Desenvolvidos							
Estados Unidos	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,00	0,00
Japão	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
Zona do Euro	1,00	1,00	1,25	1,00	1,00	0,00	0,00
Países Emergentes							
Brasil	8,75	10,75	11,00	11,00	11,00	0,00	-0,25
Chile	0,50	3,25	5,25	5,25	5,25	0,00	2,00
México	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0,00	0,00
China	5,31	5,56	6,56	6,56	6,56	0,00	1,00
Coreia do Sul	2,00	2,50	3,25	3,25	3,25	0,00	0,50
Índia	4,75	6,25	8,50	8,50	8,50	0,00	2,00
Indonésia	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	0,00	-0,50
Malásia	2,00	2,75	3,00	3,00	3,00	0,00	0,25
Tailândia	1,25	2,00	3,25	3,25	3,25	0,00	1,00
Hungria	6,50	5,50	6,50	7,00	7,00	0,00	1,00
Polônia	3,50	3,50	4,50	4,50	4,50	0,00	1,00
República Tcheca	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,00	0,00
Turquia	6,50	6,50	5,75	5,75	5,75	0,00	-0,50
Rússia	8,75	7,75	8,25	8,00	8,00	0,00	0,25
Ucrânia	10,25	7,75	7,75	7,75	7,75	0,00	0,00
África do Sul	7,00	5,50	5,50	5,50	5,50	0,00	0,00

Fonte: BCB, IPEA, Bancos Centrais, Institutos de Estatísticas Nacionais. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap.

TABELA 8. TAXA DE JUROS REAIS BRASIL E PAÍSES SELECIONADOS

Países Seleccionados	2008	2009	2010	2011 (inflação 12 meses até agosto) ¹	2011 (expectativa de inflação) ²
Países Desenvolvidos					
Estados Unidos	0,2	-2,6	-1,3	-3,5	-2,8
Japão	-0,3	1,8	0,0	-0,1	0,4
Reino Unido	-1,1	-2,3	-3,1	-3,8	-3,7
Zona do Euro	0,9	0,1	-1,2	-1,5	-1,8
Países Emergentes					
Brasil	7,4	4,3	4,6	4,4	4,2
Chile	1,1	1,9	0,2	1,9	0,8
México	1,6	0,9	0,1	1,3	1,2
China	4,1	3,3	0,9	0,3	0,9
Coreia do Sul	-1,1	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9
Índia	-2,9	-8,9	-3,9	-0,7	-0,5
Indonésia	-0,9	3,6	-0,5	2,1	2,1
Malásia	-1,1	0,9	0,5	-0,3	-0,3
Tailândia	2,3	-2,2	-1,0	-0,5	-0,3
Hungria	6,3	1,0	0,9	2,4	3,0
Polônia	1,5	-0,2	0,3	0,2	0,6
República Tcheca	-1,3	0,0	-1,5	-0,9	-1,1
Turquia	4,5	0,0	0,1	-0,4	-4,2
Rússia	-0,2	0,0	-1,0	1,0	1,9
Ucrânia	-8,4	-1,8	-1,2	1,7	3,0
África do Sul	2,0	0,7	1,9	0,2	0,5

Fonte: Bancos Centrais, Institutos Nacionais de Estatísticas, *The Economist*. Elaboração: Grupo de Economia / Fundap

(1) Inflação de dezembro para Zona do Euro, Brasil, Chile, Coreia do Sul, Indonésia, Tailândia, Turquia, Rússia e Ucrânia.

(2) Expectativa de inflação *The Economist*. Para os países que já divulgaram os dados de dezembro de 2011, utilizou-se a inflação real de 2011.