

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“UM PARALELO ENTRE O MERCADO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E NOS  
ESTADOS UNIDOS”

Anderson Andrade da Costa  
No. de matrícula 0812890

Orientador: Vinicius Carrasco

Junho de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PROJETO DE MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“UM PARALELO ENTRE O MERCADO IMOBILIÁRIO NO BRASIL E NOS  
ESTADOS UNIDOS”

Anderson Andrade da Costa  
No. de matrícula 0812890

Orientador: Vinicius Carrasco

Junho de 2012

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

Sumário	
Introdução	3
2. Cenário Macroeconômico	5
2.1 EUA	5
2.2 Brasil	7
2.2.1. Período anterior ao "Milagre Econômico"	7
2.2.2 O "Milagre Econômico" de 1967 a 1973	10
2.2.3	12
2.2.4 O Plano Real	13
3. Interação entre Oferta e Demanda	15
3.1 O caso americano	15
3.2 Brasil	18
3.2.1 O Início Relevante	18
3.2.2 Fernando Henrique Cardoso	21
3.2.3. Lula e sua vertente Populista	23
4. Bolha	25
4.1 Características e Importância do tema	25
4.2 Exemplos históricos	26
4.2.1 Tulipas Holandesas	26
4.2.2 Setor Imobiliário Japonês	27
4.3 Como o governo pode proceder.	28
4.4 Debate a Respeito do Rio de Janeiro	30
5. O Pós-crise: Como os Governos Atuaram	32
5.1 O Pós-crise na Economia dos Estados Unidos	32
5.2 Pós-crise: Como o Brasil enfrentou as dificuldades	35
6. Conclusão	38
7. Bibliografia	41

Tabelas	Página
Tabela 1	5
Tabela 2	7
Tabela 3	17
Tabela 4	24

## 1. Introdução

O mercado imobiliário possui características que o diferem dos demais segmentos da economia. O valor despendido na compra de um imóvel costuma representar importante fatia do patrimônio familiar, pessoal ou empresarial. Mesmo quando nos referimos ao aluguel de tal bem, o planejamento envolvido por parte da demanda é elevado.

Os agentes preferem aplicar seus recursos adquirindo casas em momentos prósperos da economia, onde possuem maior estabilidade financeira e melhores expectativas futuras, o que demonstra como esse setor serve como um termômetro da atividade econômica local e de projeções de médio e longo prazo.

O estudo em questão aborda dois países especificamente: Brasil e Estados Unidos. Estas nações diferem em nível de riqueza, cultura e uma infinidade de outras variáveis. As economias seguiram rumos diferentes, com os americanos amadurecendo mais cedo e atingindo um grau de sofisticação antes inimaginável. Uma dessas heterogeneidades receberá atenção especial: o setor imobiliário.

Em 2008 o mundo se deparou com uma crise financeira de proporções jamais vistas anteriormente. O foco do problema estava nos Estados Unidos, mais precisamente no ramo de atividade que tratamos nesse trabalho. Diversos estudos ex-post tentaram explicar como um único segmento nacional poderia impactar fortemente a estabilidade financeira mundial. A resposta não parece óbvia, mas possivelmente passa pela complexidade e desregulação alcançadas em momentos de euforia e prosperidade. Grandes companhias de outros setores, como seguradoras e bancos, com capacidade para afetar todo o sistema, possuíam em carteira instrumentos financeiros ligados ao setor de imóveis, já contaminados pelo rompimento da bolha.

Mais recentemente, os mercados passaram a se questionar sobre até que ponto a escalada dos preços das casas no Brasil se justificaria pelo aquecimento econômico que passa o país. Certamente receber uma Copa do Mundo e uma Olimpíada estimula a demanda por imóveis, até mesmo por parte de estrangeiros investindo no país. O ponto crucial consiste em estudar a variação observada na prática e investigar se há algo de irracional no comportamento do consumidor (uma bolha), como faremos adiante.

A pesquisa se divide em 7 partes: a começar por esta introdução. A sessão 2, intitulada Cenário Macroeconômico, apontará decisões dos policy makers, assim como choques externos, que impactaram ao menos uma das nações no quesito moradias. O terceiro ponto, Interação entre Oferta e Demanda, falará a respeito de como consumidores e incorporadoras se relacionam. O número 4 tratará da questão "Bolha", citando alguns exemplos históricos, depois de uma breve introdução a respeito do conceito da palavra. Traremos a opinião de alguns economistas sobre a necessidade ou não de intervenção e prevenção estatal, além do caso do Rio de Janeiro, onde discutiremos a existência de uma bolha no mercado imobiliário. A quinta parte da monografia tratará do pós-crise de 2008. Como os governos atuaram na recuperação do crédito e outros indicadores importantes. A Conclusão fará paralelos entre Brasil e Estados Unidos, no sentido de apontar erros e acertos e tentar adaptar soluções de um país para o outro, sugerindo caminhos a serem tomados. Por fim, a bibliografia utilizada na pesquisa.

## 2. Cenário Macroeconômico

### 2.1 EUA

Para compreendermos melhor os movimentos recentes do setor imobiliário, devemos voltar um pouco no tempo para analisar algumas transformações econômicas. Nesse tópico falaremos dos norte americanos, começando pela década de 1960. A priori, alguns eventos podem parecer absolutamente desconectados da situação atual. Porém, veremos que tal pensamento não se aplica. Há uma linha de raciocínio a ser seguida, e a abordaremos aqui.

Nos anos 60, os Estados unidos eram relativamente menos competitivos em comparação ao que eram no passado. Em especial graças ao rápido crescimento dos Tigres Asiáticos, que investiram pesado em educação, e dada a pobreza local, possuíam mão-de-obra barata e capacitada, em função dos anos de estudo. Acrescente a essa perda de competitividade, juros altos e inflação crescente, culminando em variações pouco satisfatórias do Produto Interno Bruto.

Note que no ano de 1960, a taxa de inflação mensal na economia americana oscilou sempre entre 1 e 1.7%. Já em 1969, o intervalo esteve entre 4.4 e 6.2. Abaixo, seguem indicadores mensais da inflação americana na década de 60, retirados do site da US Inflation Calculator (veja a tabela completa no site, conforme o link ao final da monografia):

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
1960	1.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.0	1.4	1.4	1.4
<b>1961</b>	1.7	1.4	1.4	1.0	1.0	0.7	1.4	1.0	1.4	0.7	0.7	0.7
<b>1962</b>	0.7	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>1963</b>	1.3	1.0	1.3	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.3	1.6
<b>1964</b>	1.6	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3	1.0	1.3	1.0
<b>1965</b>	1.0	1.0	1.3	1.6	1.6	1.9	1.6	1.9	1.6	1.9	1.6	1.9
<b>1966</b>	1.9	2.6	2.6	2.9	2.9	2.5	2.8	3.5	3.5	3.8	3.8	3.5
<b>1967</b>	3.5	2.8	2.8	2.5	2.8	2.8	2.8	2.4	2.8	2.4	2.7	3.0
<b>1968</b>	3.6	4.0	3.9	3.9	3.9	4.2	4.5	4.5	4.5	4.7	4.7	4.7
<b>1969</b>	4.4	4.7	5.2	5.5	5.5	5.5	5.4	5.7	5.7	5.7	5.9	6.2
<b>1970</b>	6.2	6.1	5.8	6.1	6.0	6.0	6.0	5.4	5.7	5.6	5.6	5.6

Os economistas em geral concordam que quando os preços estão variando em

grande magnitude, fica mais difícil prevê-los, o que naturalmente eleva o grau de incerteza de relações comerciais, prejudicando o bom funcionamento da economia. Transações vantajosas para ambas as partes deixam de ocorrer, pois as pessoas não conseguem prever com razoável precisão o futuro.

Feito esse parêntese, veremos que os agentes diante de tal realidade, se movimentaram no sentido de buscar alternativas de rentabilidade, visto que o cenário era pouco apropriado a investimento e consumo. Ocorreu uma institucionalização da poupança: famílias aplicaram suas economias no mercado financeiro. Este, por sua vez, se expandiu fortemente, com destaque para derivativos e títulos da dívida, além da busca constante por inovações financeiras.

Como consequência dessa euforia, os ativos se valorizaram, o que estimulou o consumo, uma vez que os indivíduos se sentiram mais ricos. Além disso, com seus papéis melhor avaliados, as famílias experimentaram um salto na capacidade de endividamento, através do aumento da oferta de crédito.

O trecho a seguir, retirado de *O Ciclo dos Imóveis*, R. CAGNIN., ilustra outra mudança importante: "A participação dos ativos financeiros saiu de 25,8% dos ativos totais das empresas americanas, em 1970, para 49,3%, em 2005, enquanto o peso dos bônus nos instrumentos de dívida saiu de 46%, em 1970, para 57%, em 2005, e os empréstimos bancários caem de 29% para 12% no mesmo período."

Observamos como o mercado financeiro robusteceu-se no período supracitado. As decisões de firmas passaram a levar em conta o impacto acionário. Como ocorre naturalmente em momentos prósperos, os agentes demandaram um menor grau de regulação e intervenção estatal. Algo potencialmente perigoso, pois a evidência empírica demonstra que os mercados podem caminhar para abismos quando não recebem a atenção devida e há exacerbado otimismo.

De 1992 a 2000 o país obteve leve, porém regular crescimento econômico. Os juros estavam estáveis em consequência da inflação moderada. Houve bastante especulação no mercado acionário, devido ao alvoroço que se instalou, em função das condições favoráveis da economia. O crédito novamente se expandiu, como ocorrera nos anos 1960, em outro boom do mercado financeiro, motivado pela melhor avaliação patrimonial de famílias e empresas.

A branda recessão de 2001, após a quebra de empresas de tecnologia não foi suficiente para levar os agentes a reverem sua euforia. O que se testemunhou foi o contrário, posto que os juros pós-2001 mantinham-se baixos, incentivando o crédito residencial e reduzindo aversão ao risco. O que percebe-se na tabela abaixo, retirada de R. CAGNIN, "O Ciclo dos Imóveis e o Crescimento Econômico nos Estados Unidos 2002-2008":

Tabela 1 – Taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada – 2000 a 2008

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008				Ano
									I	II	III	IV	
PIB	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	0,9	2,8	-0,5	-6,3	1,1
Consumo das famílias	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,9	1,2	-3,8	-4,3	0,2
Investimento privado	5,7	-7,9	-2,6	3,6	9,7	5,8	2,1	-5,4	-5,8	-11,5	0,4	-23,0	-6,7
Não residencial	8,7	-4,2	-9,2	1,0	5,8	7,2	7,5	4,9	2,4	2,5	-1,7	-21,7	1,6
Residencial	0,8	0,4	4,8	8,4	10,0	6,3	-7,1	-17,9	-25,1	-13,3	-16,0	-22,8	-20,8
Exportações	8,7	-5,4	-2,3	1,3	9,7	7,0	9,1	8,4	5,1	12,3	3,0	-23,6	6,2
Importações	13,1	-2,7	3,4	4,1	11,3	5,9	6,0	2,2	-0,8	-7,3	-3,5	-17,5	-3,5
Gastos do governo (Consumo e investimento)	2,1	3,4	4,4	2,5	1,4	0,4	1,7	2,1	1,9	3,9	5,8	1,3	2,9

*Fonte:* Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

Notas: (1) Dados com ajuste sazonal.

(2) Os valores dos quatro trimestres de 2008 referem-se às taxas de crescimento anualizadas em relação ao trimestre anterior.

## 2.2 Brasil

### 2.2.1. Período anterior ao "Milagre Econômico"

Iniciaremos com um breve parêntese. Diversos acontecimentos enriqueceram a história econômica brasileira na segunda metade do século XX. Porém, tentaremos ser enxutos ao máximo e transgredir e comentar unicamente o que parecer de grande relevância para nossa pesquisa.

Experimentamos anos de forte crescimento econômico, em período conhecido como "Milagre Econômico", que durou de 1967 a 1973. Para um melhor entendimento da época, devemos voltar algum tempo na linha cronológica, para compreendermos o cenário nacional, e quais as motivações do governo, cujas ações criaram o ambiente para o milagre.

Em 1961, mais precisamente no último dia de janeiro, assumiu o poder Jânio Quadros, que renunciou após 6 meses, diante de uma delicada situação econômica, com indisciplina fiscal, inflação acelerando e balanço de pagamentos deficitário. Em combate a essas duas últimas questões, Jânio tomou algumas medidas cambiais, entre elas a adoção do mercado livre de câmbio.

No dia 7 de setembro, dias após a saída "espontânea" do antigo presidente, eis que João Goulart, o "Jango", assume o cargo. No ano seguinte, em dezembro de 1962, o governo apresenta o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, liderado por Celso Furtado. Entre as medidas, destacam-se a correção de preços defasados, corte de gastos públicos, limitação a expansão do crédito, desvalorização do câmbio e aumento dos depósitos compulsórios. De acordo com o esperado, houve grande recessão. A oferta monetária permaneceu relativamente estável até os primeiros meses do ano. Em seguida, houve grande expansão, culminando em inflação elevada.

No campo de política fiscal, buscou reduzir o déficit das empresas públicas e estimular a formação de capital bruto, além de melhorar a tributação indireta. Porém, ainda em 1962, no fim do ano, o controle dos gastos públicos foi perdido novamente.

Em 1964, o Estado declarou que a inflação originava-se na demanda, em função

da expansão monetária descontrolada. Nos dois anos seguintes, o governo adotou austeridade nas políticas fiscal e monetária, em uma tentativa de "arrumar a casa".

### 2.2.2 O "Milagre Econômico" de 1967 a 1973

Apesar da herança recessiva, as políticas do governo anterior, bem como controlar as contas do governo, contribuíram positivamente para o crescimento espantoso que se daria nos anos seguintes. As principais diretrizes do período foram conter inflação e estimular o crescimento da nação. Em relação ao primeiro item, o novo diagnóstico atribuiu aos custos a variação dos preços. A solução da questão passaria por uma melhor utilização da capacidade instalada, em um momento inicial, para depois expandi-la e melhorá-la.

Os investimentos públicos concentrariam-se em pontos estratégicos, como: infraestrutura, siderurgia e mineração (setores de elevados custos fixos e capazes de incentivar a oferta em outros segmentos), saúde, educação, agricultura e moradia.

Houve incentivos em diversos ramos diferentes, em especial as exportações, ao sistema financeiro de habitação, a entrada de investimento direto estrangeiro, subsídios para promover regiões e setores específicos. Por último, o compromisso em manter a política salarial anterior.

As medidas adotadas nesse estágio obtiveram êxito, com o Produto Interno Bruto variando a uma taxa média de 11,2% anual. Entre os demais indicadores de destaque, contribuindo para a explosão do PIB, a indústria cresceu 14% ao ano.

De 1968 a 1970, a formação bruta de capital fixo atingiu 18,9% do PIB. Já nos últimos 3 anos do "Milagre" chegou a bela marca de 20,5% do produto interno. Também acima da casa dos 20% estava o investimento estatal.

O governo tolerava algum nível de inflação, não por isso deixando de controlar os preços. Todos os reajustes recebiam o aval estatal e baseavam-se nos custos. A aceleração inflacionária decorreu da pressão gerada pela política monetária expansionista e pelo aumento da atividade econômica, que impactou a renda dos trabalhadores.

Pouco antes do "Milagre", em 1964, CMN e Banco Central passaram a regulamentar o redesconto. Ganhou-se um novo mecanismo de política monetária, importante tanto para afetar a liquidez do sistema, quanto para afetar a taxa de juros. Na verdade, os dois pontos caminham lado a lado.

Logo em 1967 o governo interpretou os custos do mercado financeiro como demasiadamente elevados e a taxa de juros seria um desses componentes, que deveria ser reduzido. Também estimulou a concentração bancária, para usufruir de ganhos de escala, decorrentes de se atender a uma grande fatia do mercado.

### 2.2.3 O Pós-Milagre

O período de forte crescimento criou uma falsa sensação de que poderíamos manter os dias de prosperidade indefinidamente. Geisel, nosso novo líder, chegou ao poder em meio a primeira crise do petróleo, que levou a uma desvalorização das exportações, e sem respaldo para medidas contracionistas que corrigissem os desequilíbrios internos e externos. Priorizou uma política de curto prazo, aceitando a inflação. Além desta, ocorreu uma elevação no ritmo de endividamento, em meio a crescimento econômico, que por vezes servia para disfarçar o caminho perigoso que trilhávamos.

O endividamento se deveu a manutenção da política de estímulos fiscais e cambiais, em nome do andamento da substituição de importações. Este, em parte bem sucedido, uma vez que conseguiu reduzir a necessidade de entrada de bens de capital em solo nacional, nos tornando menos dependentes.

#### 2.2.4 O Plano Real

Uma das grandes contribuições do plano, deu-se no campo inflacionário, e focaremos o tema ao falar desse período. Devemos ter em mente que variações de preços mais previsíveis levam os agentes a formarem melhores previsões do futuro e isso traz uma estabilidade importante em diversos aspectos. Entre eles, o planejamento do sonho da casa própria torna-se menos arriscado, incentivando a aquisição do bem.

Em 1994, com o Plano Real em vigor, o governo adota uma paridade para o câmbio, com alguma tolerância. Mais precisamente R\$/US\$ 0.93-1.00, podendo chegar a 0.85. A medida funcionou de outubro de 1994 a março do ano seguinte, quando por pressões externas o governo decidiu aumentar a banda cambial. Dessa vez fomos até 1999, não porém sem alguns sacrifícios. A balança comercial deteriorou-se no período, os juros reais estavam elevados e a política monetária demasiadamente apertada.

De positivo, em 1996 o Congresso aprovou uma redução de preços e indexação de salários, levando a inflação de 22,4%, em 1995 para 9,6% no ano da aprovação.

Tivemos um processo de privatização dos bancos estaduais, incentivados pelo próprio poder público. Lembrando que o fato do Estado administrar ou não as principais instituições bancárias afeta diretamente o fator crédito, e no nosso caso, o crédito imobiliário também.

O ajuste fiscal teve que esperar a reeleição de Fernando Henrique Cardoso, pois manda a cartilha do bom político que medidas antipopulistas não devem ser adotadas em períodos eleitorais.

O ano de 1997 iniciou bem para o governo, com a emenda constitucional permitindo a reeleição presidencial. O risco país beirava os 4 pontos percentuais, com fluxo elevado de investimentos. Os desequilíbrios macroeconômicos, então, não pareciam requerer cuidados imediatos. Perigoso engano, pois a situação agravou-se, com o déficit público tornando-se alarmante e deteriorização das contas externas.

O ataque especulativo contra a moeda sobrevalorizada na época do povo ir as urnas contribuiu para considerável perda de reservas. Em dezembro de 1998, o Congresso aprovou a reforma da Previdência Social, elevando as dúvidas sobre a capacidade do poder público em honrar suas contas. Para agravar a situação, tivemos

em 1999, ano da reeleição de Fernando Henrique, o governo do estado de Minas Gerais decretando moratória em sua dívida externa. Para evitar a desvalorização exagerada, a banda cambial tornou-se maior. A corrida contra o real, porém, não foi evitada, com a redução das reservas na casa dos US\$ 14 bilhões em apenas dois dias. Passou-se a aceitar a desvalorização cambial, com a cotação no início do ano seguinte beirando os R\$ 2,00 por dólar.

Ainda no decorrer de 1999, o novo plano de estabilização estava anunciado, seguindo as diretrizes acordadas pouco antes com o Fundo Monetário Internacional. Focou-se em contas externas, endividamento público e inflação. Os mercados recuperaram a confiança no cenário macroeconômico, dando início a um ciclo virtuoso. O câmbio então se valorizou, com entrada de capitais estrangeiros. Visando reduzir os incentivos a esse influxo, o governo levou os juros de 45% em março para menos de 20% em julho.

O início de 2000 foi de inflação controlada, na casa dos 6%, dentro do estipulado pelo Banco Central, caminhando relativamente bem no restante do governo Fernando Henrique Cardoso.

Com a ascensão de Lula, a inflação apesar de um ou outro momento negativo, manteve-se no geral controlada.

### 3. Interação entre Oferta e Demanda

#### 3.1 O caso americano

Diante da situação econômica explicada nas páginas anteriores, somada ao teto de juros de empréstimos e depósitos a prazo, as empresas de Saving & Loan, enfrentavam dificuldades de captação de recursos. E eram essas companhias que representavam grande fatia do crédito imobiliário. Com a dificuldade apresentada, surgiu espaço para que o governo americano intervisse. Tivemos a criação de algumas instituições governamentais, voltadas para o negócio de securitização - transformação de carteiras de crédito em títulos negociáveis. Essas agências captavam a custo baixo, em função do respaldo estatal, responsável por oferecer cobertura, caso fosse necessário.

As hipotecas eram reunidas, tendo o imóvel como garantia oferecida pelo indivíduo, e vendidas a investidores. Devido ao sucesso da atividade, aparentemente benéfica a todas as partes, tivemos uma importante expansão. Nos estágios iniciais, o crédito destinava-se predominantemente aos compradores com perfis de ótimos pagadores. Já em 1968, o Fannie Mae, agência do governo, recebeu permissão para comprar papéis não garantidos pelo Estado. Ou seja, de qualidade um pouco menor. Bancos comerciais passaram também a securitizar, entrando onde não existia interesse estatal: nos títulos de qualidade média ou baixa.

Destacamos 4 tipos de hipotecas, comuns na economia americana:

\*Interest-Only Mortgage (IO) - durante algum tempo predeterminado pode pagar apenas os juros.

\*Negative Amortization Mortgage - parecida com a anterior. Durante um período o cliente pode pagar apenas os juros, pagar normalmente, ou um valor inferior ao referente aos juros, o que seria uma amortização negativa. Nesse último caso há um alívio ainda maior inicial por parte do comprador. Importante em casos de dificuldades financeiras no presente e expectativas auspiciosas no futuro. Por exemplo, para estudantes recém-formados.

\*Hybrid-Arm: os juros começam fixos e depois variam, mas sempre com amortização inclusa.

\*Hybrid IO-Arm: semelhante a Hybrid-Arm, mas com uma importante melhoria do ponto de vista da demanda: os juros fixos do início podem ser pagos sem a amortização.

Além desses tipos de financiamento imobiliário, tornou-se popular a segunda hipoteca, visto que a inicial nem sempre incluía 100% do imóvel. Destacam-se duas modalidades: Home Equity Loan (HEL) e Home Equity Lines of Credit (HELOC). A primeira, uma linha de crédito com fim específico, como uma melhoria na residência ou outra razão. Quanto a HELOC, o dinheiro emprestado ao cliente não precisava de justificativas.

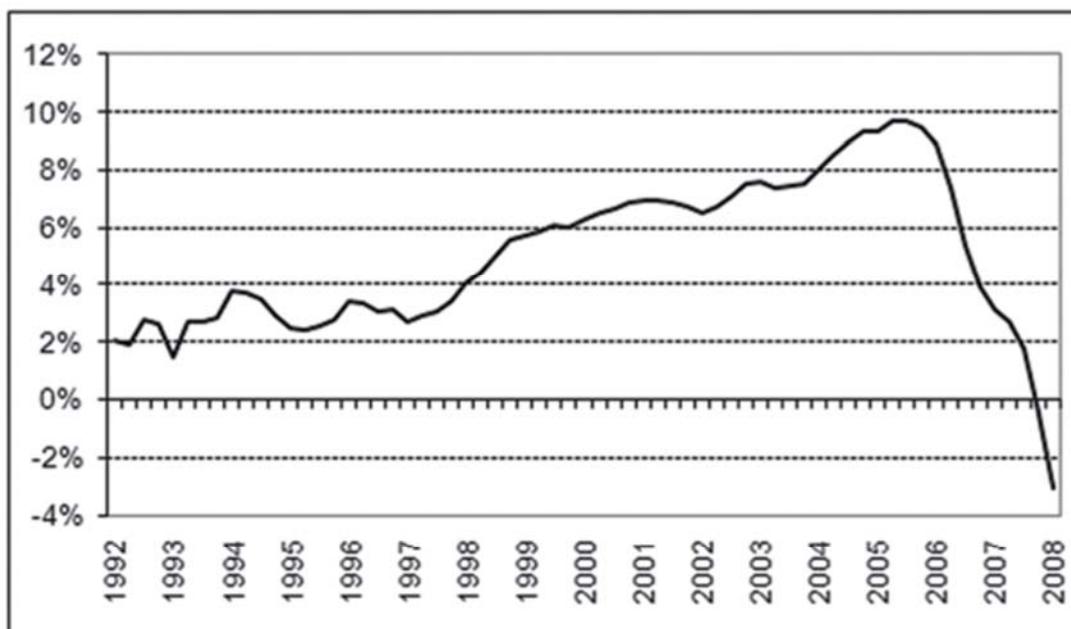
No mercado secundário, as hipotecas eram agrupadas, de acordo com as classes. Ou seja, divididas por qualidade. Em geral tínhamos sênior, mezzanine e equity. Com a sofisticação ascendente, os agentes enfrentavam dificuldades em estimar os verdadeiros riscos existentes nas operações. Os papéis, logo de início, pareciam ser seguros. Inclusive, recebiam bons ratings das agências de avaliação de risco. Com a inovação de separar os papéis em três categorias, criava-se investimentos com a sensação de possuir ainda menos risco. A inadimplência não preocupava os agentes. Além disso, os papéis sênior seriam pagos primeiro, o que lhes rendia uma ilusão de risco zero, pois apenas com um salto no número de default essas classes não receberiam pagamento.

Os ganhos com os papéis do mercado imobiliário alcançaram tal nível, que os bancos começaram a jogar crédito a todos os lados, com critérios cada vez mais frouxos. Carteiras de qualidade bastante questionável, como o Alt-A (consumidores sem históricos de pagamento) e subprime (os de pior avaliação e histórico de inadimplência) tornaram-se recorrentes.

Nota-se aqui uma característica marcante: a existência de financiamento imobiliário em grande parte das aquisições. Algo compreensível, levando-se em conta o abismo existente entre a renda mensal ou mesmo anual de um indivíduo e o valor do imóvel. Por essa razão, ao tratarmos da interação entre oferta e demanda, batemos fortemente no assunto crédito, pois sem esse, praticamente não haveria demanda.

O cenário próspero começou a se reverter, deteriorando a capacidade de honrar com os compromissos dos clientes de baixa renda. Os juros experimentaram subida considerável, ao lado de uma queda abrupta dos preços. As casas passaram a valer

menos que a dívida referente a estas. As taxas de juros dos indivíduos do Alt-A e Subprime foram de 2 ou 3% a.a. para 10 a 15%, tornando inviável a quitação da dívida. Ocorreram, por consequência, diversas execuções de hipotecas. A contaminação para outros mercados veremos adiante em nosso trabalho. Por ora vejamos em outra tabela do mesmo paper de Cagnin a reversão do ciclo de preços dos imóveis por volta de 2006:



Fonte: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (Ofheo).

Nota: Variação do índice para preço de compra (*Purchase-Only Index*) com ajuste sazonal.

Gráfico 1 – Preço dos imóveis residenciais nos Estados Unidos – 1992 a 2008  
(variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior).

## 3.2 Brasil

### 3.2.1 O Início Relevante

Em termos nacionais, o mercado de moradias demorou a se aquecer. Apenas a partir da década de 1960 percebemos uma mudança significativa. O governo criou em 1964 o Banco Nacional de Habitação, e dois anos depois, o Sistema Nacional de Habitação. Em um período de pouco mais de 20 anos, cerca de 5 milhões de casas foram construídas, um número considerável para a época.

Os recursos para aquisição de moradias dividiam-se basicamente em três vias:

\*Os empregadores depositavam parte do valor dos salários na poupança, a serem utilizados pelo BNH.

\*O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo corrigia a inflação e rendia mais 6% a.a. para a classe média adquirir a casa própria. Utilizado por bancos, instituições de poupança e sociedades de crédito imobiliário.

\*através dos lucros dos reembolsos de hipotecas concedidas.

No primeiro momento, o foco do financiamento estava nas construtoras e não no esforço de pessoas físicas para adquirir um imóvel. Mais um motivo para o mercado em questão se desenvolver lentamente estava na falta de tradição em oferecer crédito para moradias compradas para serem alugadas a terceiros.

As fontes de financiamento supracitadas sofreram com a crise econômica dos anos 1980. Desemprego e renda seguiram trajetórias insatisfatórias. Para agravar o quadro, reajustaram os salários abaixo da inflação (perda de valor real), enquanto as hipotecas corrigiam integralmente a inflação. Apenas em 1984, com Nelson da Matta, lançou-se uma espécie de bônus para compensar a perda de poder de compra decorrente dos ajustes diferentes entre salários e hipotecas.

Na década de 1970 surgiu o Fundo da Compensação da Variação Salarial (FCVS), um fundo que recebia contribuições de indivíduos envolvidos com hipotecas, e em caso de necessidade esse FCVS arcava ou ajudava a arcar com as dívidas. Porém, com a diferença nos indexadores praticados na economia, a diferença entre dívida e capacidade de pagamento tornou-se considerável, tornando o fundo insuficiente.

Sarney, em 1986 decide fechar o BNH, deixando sem trabalho 10.000 indivíduos, a serem realocados para outras instituições, entre elas a Caixa Econômica Federal. Esta, inclusive, que assumiu algumas funções do agora extinto banco. Apesar do fim do BNH, na prática pouca coisa se alterou.

O governo fundou a Secretaria Especial de Assuntos Comunitários, com o intuito de construir casas com recursos limitados, também na Era Sarney. As 500.000 moradias idealizadas pela secretaria se transformaram em apenas 20.000.

Durante o período Collor, deu-se atenção as camadas mais pobres da população. A ideia inicial consistia em um subsídio para a compra da casa própria. Tempo depois o discurso se modificou. Em vez de subsidiar, o poder público priorizou a criação de mecanismos que incentivassem a geração de poupança, a ser utilizada como fonte de recursos financeiros. Além disso, a partir de 1994 os Fundos de Investimento Imobiliário, inspirados nas experiências britânicas e norte-americanas, já estavam em operação. Tal medida acrescentou algum grau de sofisticação ao nosso ainda insipiente mercado de imóveis.

O governo federal decidiu incentivar que os municípios tivessem maior participação e autonomia no segmento imobiliário, estimulando a criação de Fundos Municipais de Habitação. Ainda com Collor no poder, foi aprovada a nova lei do FGTS, desenvolvida no governo anterior. Explicitava os casos em que o fundo poderia ser utilizado para saneamento e para compra de moradia, visando estimular as classes mais pobres. As demais fontes de recurso, excluindo o FGTS não eram muito significativas.

Itamar Franco alcançou o poder, após o impeachment de Fernando Collor, com um cenário preocupante no mercado de habitação. Desde o final de 1991 os recursos para financiar novas casas estavam cancelados, pelos seguintes motivos: havia cenário recessivo na economia pelo fim forçado do mandato de Collor e além disso, as aprovações de financiamento superavam os recursos disponíveis. Havia também 260.000 casas inacabadas como herança de governo. Outras 200.000 não encontravam compradores, apesar de concluídas. Em geral estas eram pequenas, mal construídas e de preço elevado, pois os ofertantes tinham liberdade para escolher preços.

Com recursos limitados, padrão dominante no setor imobiliário brasileiro ao longo da história, o Ministério da Previdência Social deu início aos programas Habitar

Brasil e Morar Município, voltados para novas moradias para indivíduos de baixa renda. Uma das diferenças entre os dois, consistia no fato de o primeiro focar em cidades com mais de 50.000 habitantes, com capital advindo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Com ambos programas, além das moradias para os mais necessitados, houve melhoria das favelas, desenvolvimento da terra, legalização de loteamentos clandestinos, entre outros fatores positivos, incluindo facilidades ao acesso a materiais de construção.

### 3.2.2 Fernando Henrique Cardoso

Com Cardoso, em seu primeiro mandato, a Secretaria Especial do Desenvolvimento Urbano, a SEPURB, tomava conta da política habitacional, vinculada aos Ministérios do Planejamento e Orçamento. Com a reeleição, esse controle passou as mãos da Secretaria Especial de Desenvolvimento Urbano – SEDU, ligada ao gabinete presidencial.

O FGTS continuou como importante fonte de recursos para habitação. Como uma das maneiras de aproveitar esses recursos, surgiu o Pró-Credi, que mais tarde se tornaria Programa Carta de Crédito. O governo concedeu 300.000 cartas de crédito (promessas de hipoteca) a indivíduos com o perfil de renda baixa. O auxílio variou de 3 a 12 salário mínimos e podia, inclusive, ser usado para outros fins, ainda que não ligados a moradia.

O Pró-Moradia surgiu em 1995, também com recursos do FGTS. Parecido com programas anteriores, visava a construção de casas para os menos favorecidos, bem como compra de material de construção e obras de melhoria na infraestrutura dos imóveis. Até 1998, mais de 170.000 casas foram construídas. O governo, algum tempo depois, apareceu com o Poupanção da CEF, que futuramente seria rebatizado para PCI, ou Poupança de Crédito Imobiliário. Em suma, os trabalhadores mantinham certo nível de poupança na conta da Caixa Econômica pelo prazo de 12 meses. Após esse prazo, o poupador era contemplado com uma hipoteca, para adquirir sua casa própria, e utilizada nos pagamentos o dinheiro economizado.

Apesar dos esforços do Pró-Moradia, além do antigo Habitar-Brasil, não se obteve nos primeiros 4 anos avanços consideráveis no sentido de alocar subsídios as classes de menor renda. Somado a isso, ambos programas apresentaram rombos em seus orçamentos. Preocupado com o lado do consumo, FHC diferenciou-se de seus antecessores por não priorizar a produção de imóveis.

Determinado tópico chama bastante a atenção: como vimos nas páginas anteriores, os Estados Unidos possuem considerável experiência no negócio de securitização de papéis de habitação, ao contrário do Brasil. Como marco inicial, em 1997 aconteceu a aprovação do Sistema de Financiamento Imobiliário, o SFI, conforme interesse dos empresários do setor. Companhias de securitização receberam permissão

para operar com crédito imobiliário. O crescimento desse novo negócio deu-se de maneira lenta e gradual no início.

De 1999 a 2002 vivenciamos o segundo mandato de Fernando Henrique, iniciado em meio a uma crise econômica e em busca de uma maior disciplina na política fiscal. Buscou favorecer investimentos lucrativos e uso mínimo de orçamento. Como ponto favorável, subiu o teto de renda exigido para um indivíduo ser contemplado pelos programas financiados pelo FGTS. Antes em 12 salários mínimos, o limite passou para 20.

Cabe citar também o Programa de Arrendamento Social, uma espécie de aluguel social. Por volta de 15 anos, o comprador pagava o imóvel, que só seria considerado seu após a quitação do compromisso. Com esse fator, o Estado controlava melhor os custos e qualidade das obras. Para ser beneficiado com o programa, municípios deveriam investir em infra-estrutura na região.

O Programa de Subsídio de Habitação atacou uma bela deficiência de Cardoso em sua política de moradias: a falta de subsídios aos mais necessitados, como já citado acima. O PSH atendeu aos compradores que recebiam até 3 salários mínimos. Dependia bastante de doações de estados e municípios.

Com um grau modesto de aprovação pública, FHC decidiu que o novo foco do mercado imobiliário seria alterado para o lado da construção. Buscou de diversas maneiras gerar novos postos de trabalho em mercados em geral, e criou pequenos programas para estimular as indústrias de construção de casas.

### 3.2.3. Lula e sua vertente Populista

O novo presidente adotou a cautela no início de seu governo, ao manter linha semelhante a de FHC. Criou o Ministério das Cidades, para lidar com questões urbanas, como saneamento, transporte e habitação. Ainda de acordo com este Ministério, cerca de R\$30 BI foram gastos em habitação entre 2003 e 2006.

Independentemente da escolha por vezes basear-se na criação de novos programas ou adaptação de outros existentes, a verdade é que o governo de Luis Inácio atacou o quanto pode a pobreza ao tratar do mercado imobiliário. Subsídios de 5 a 20% foram concedidos com o novo formato da Carta de Crédito, beneficiando indivíduos com renda até 5 salários. Outros programas agiram completando a renda dos trabalhadores, em geral priorizando as camadas inferiores da pirâmide de renda.

A tabela abaixo, retirada de The trajectory of social housing policy in Brazil: From the National Housing Bank to the Ministry of the Cities, ilustra os principais programas desde Collor, até o fim do primeiro governo de Lula:

Summary of main housing programs.

Government period	Programs	Source of resources
Collor (1990-1992)	Plano de Ação Imediata para a Habitação (PAIH); Programa Cooperativas; Programa Empresário Popular (PEP) Programa de Habitação Popular	FGTS
Itamar (1993-1994)	"Completion of houses started during the Collor period" Habitar-Brasil Morar-Município	FGTS, FDS and budget
FHC (1995-1998)	Habitar-Brasil Morar Melhor (and Ação Social em Saneamento) Carta de Crédito Individual e Associativo Pró-Moradia	budget FGTS
FHC (1999-2002)	Programa de Conclusão de Empreendimentos Habitacionais Habitar-Brasil Morar Melhor Programa de Subsídio à Habitação (PSH) Carta de Crédito Individual e Associativo; Pró-Moradia	budget FGTS
Lula (2003-2006)	Programa de Arrendamento Residencial (PAR) Habitar-Brasil Morar Melhor (Apoio ao Poder Público para Construção Habitacional destinada a Famílias de Baixa Renda and Apoio à Melhoria das Condições de Habitabilidade de Assentamentos Precários) Programa de Subsídio à Habitação (PSH) Carta de Crédito Individual e Associativo Pró-Moradia Carta de Crédito (operações coletivas) - Resolução n. 460 Programa de Arrendamento Residencial (PAR) Crédito Solidário	FAR budget FGTS FAR FDS

Todos os governos citados até aqui, em maior ou menor escala enfatizaram um padrão empresarial para as políticas de moradia. Grande parte das casas foi construída pela iniciativa privada, o que encarecia os valores aos quais o público se deparava. Lula também recebeu uma herança um tanto quanto ingrata: a política ambiental na década anterior estava cada vez mais se voltando para compradores que podiam pagar altos

juros reais, o que obviamente foge das características das parcelas mais carentes. Indicamos o principal candidato a vilão da história: o fechamento do BNH, em 1986. Dessa data em diante, diversos programas e ministérios herdaram as funções do extinto banco. Apenas o Ministério das Cidades remediou a situação.

O governo petista expandiu consideravelmente os subsídios aos mais necessitados e o orçamento para moradias. O que nem de perto poderia solucionar nosso déficit habitacional no curto prazo, porém mudou a vida de milhões de contribuintes.

Citamos como um dos sucessos da era Lula o Plano de Aceleração do Crescimento, o PAC, de 2007. Sua atuação dividia-se estrategicamente em três partes: a logística de infraestrutura, incluindo pontes, ferrovias e quaisquer empreendimentos que melhorassem o deslocamento de pessoas e mercadorias, servindo de suporte para demais empresas, como indústrias. Fontes de energia também receberam atenção, com preocupação com a capacidade de geração da mesma, seja petróleo, eletricidade ou afins. Por último, a infraestrutura urbana, incluindo saneamento e habitação.

Chegando para se unir ao PAC no âmbito de habitação social, surgiu o programa Minha Casa Minha Vida, que colocou o então presidente Luis Inácio definitivamente no coração da massa brasileira. Assim como o primeiro projeto, desejava majoritariamente o crescimento econômico. Diante da importância do desafio de revolucionar o mercado imobiliário nacional, o governo entendeu que o controle do MCMV ficaria a cargo dos ministérios econômicos, e não do Ministério das Cidades como poderíamos concluir. Com subsídios superando facilmente a casa dos R\$ 30 bi, os investimentos ocorreram proporcionalmente ao tamanho do rombo habitacional de cada estado, priorizando as camadas menos abastadas da população.

#### 4. Bolha

#### 4.1 Características e Importância do tema

Encontramos menor grau de dificuldade em apresentar uma definição simples de bolha e seus problemas do que propriamente apontar soluções a serem tomadas em casos específicos. Pela hipótese dos Mercados Eficientes, os preços refletem os fundamentos, o próprio histórico e carregam a melhor previsão futura. Não há possibilidade para arbitragem. Ou seja, os preços estão sempre corretos. Porém, ao nos afastarmos da teoria, observamos que isso nem sempre ocorre. A fixação de um valor para uma mercadoria, serviço ou um papel advem da interação de forças de demanda e oferta. As firmas e famílias formam expectativas, e estas, as levam a tomar decisões no mercado. Em geral, não observamos grandes anomalias resultantes desse processo. Vez ou outra, entretanto, o número escrito nas etiquetas ou nos contratos não parece se justificar pelos fundamentos econômicos. E a essas exceções damos o nome de bolha. O diagnóstico pode ser controverso, pois os economistas costumam interpretar os fundamentos de maneira diferente entre si. Inclusive alguns defendem o conceito de "bolha racional", em que os consumidores entendem a situação, mas acreditam que o rompimento não se dará no curto prazo, e assim sendo, continuam apostando que os preços subirão mais.

Nos últimos anos o assunto voltou a atrair debates calorosos após a crise iniciada no Subprime americano. A explosão de uma bolha no mercado imobiliário do país, contaminou diversos outros mercados e economias por todo o planeta, tornando-se a maior crise desde a Grande Depressão nos anos 1930. Nos próximos tópicos, veremos 2 casos interessantes, a seguir como os economistas julgam a necessidade de atuação estatal e por último traremos a pauta a discussão sobre uma possível bolha imobiliária no estado do Rio de Janeiro.

## 4.2 Exemplos históricos

### 4.2.1 Tulipas Holandesas

Um caso rápido e de controvérsia entre os economistas ocorreu entre janeiro e fevereiro de 1637, na Holanda. Trata-se das tulipas holandesas. As flores foram infectadas e se tornaram listradas, com uma beleza extremamente exótica. Os preços apreciaram rapidamente. Diversos investidores apostaram na continuidade da valorização e compraram em larga escala o produto. Indústrias tradicionais perderam espaço e demanda para o novo bem local. Logo no mês seguinte, fevereiro, as pessoas acharam prudente vender e se apropriar dos lucros. Houve pânico, os preços despencaram, e a atividade econômica encolheu de forma considerável. Como as economias no século XVII não estavam tão interconectadas como atualmente, o contágio foi algo desprezível. Alguns economistas não consideram esse fenômeno de proporção suficiente para atrair estudos, ou mesmo não chamam o ocorrido de bolha, em partes pelo argumento de que supostamente não teria ocorrido tanta irracionalidade por parte dos agentes durante o episódio das tulipas.

#### 4.2.2 Setor Imobiliário Japonês

A experiência do subprime nos Estados Unidos, onde os imóveis valorizaram rapidamente, seguidos por uma queda abrupta, não foi algo totalmente inédito. Voltando cerca de duas décadas no tempo, mais precisamente nos anos 1980, o Japão enfrentou situação semelhante.

A bolsa de valores local, a Nikkei Stock Market, bateu próxima aos 40.000 pontos, aproximadamente 500% de valorização na década. Inclusive, em dezembro de 1989 as ações nacionais valiam 1,5 vezes mais que as americanas e 45% de todo o valor mundial.

No mercado imobiliário, a anomalia excedeu os números do mercado acionário. Em 1990, uma casa poderia comprar 75 casas aos preços de 1955. Ainda no ano de 1990, as moradias japonesas valiam US\$ 20 bilhões, nada mais nada menos que 5 vezes o valor nos Estados Unidos.

O Bacen do Japão interveio na situação, elevando juros e cortando crédito. Como resultado, a bolsa em agosto de 1992 caiu 63%, atingindo os 14.309 pontos.

Longos anos se passaram até que outra bolha chamasse a atenção mundial como a japonesa o fizera no ramo imobiliário.

### 4.3 Como o governo pode proceder.

Quando uma bolha se rompe, a economia local, e por vezes, todo o mundo sofre com seus impactos. Tende a ocorrer descontrole nos preços de uma maneira geral e nos salários. A estagnação econômica impera, podendo perpetuar por um longo tempo. Porém, diagnosticar ex-ante o problema não é algo trivial. Mesmo os melhores modelos cometem falhas grosseiras nas previsões. Além disso, nem sequer ex-post em algumas circunstâncias os economistas conseguem chegar a um acordo sobre a existência ou não de bolha, como ocorreu com as tulipas holandesas.

Caloroso debate envolve duas correntes distintas: a primeira crê que o governo deve agir prevenindo bolhas. Outro grupo defende que as autoridades devem aguardar que o cenário deteriore.

Cecchetti, autor de Geneva Report on the World Economy, No. 2 (2000) argumenta que o Banco Central deve prevenir esse malefício. Porém não aponta nada fora do convencional para manter a estabilidade. Basta, para ele, perseguir com vigor uma meta de inflação. Assim sendo, traria não apenas estabilidade inflacionária e no hiato do produto, como também manteria dentro dos fundamentos os preços em cada setor.

Lansing (2008), apoiado no trabalho de Taylor sugere que o Bacen atue de forma a antecipar movimentos de preços, crescimento do PIB, bem como variações nos valores das ações. Borio e Lowe (2002) e Bordo e Olivier (2002) enxergam a problemática de forma semelhante. Concluem algo que observamos nas páginas anteriores: as bolhas costumam se associar a cenários de investimento elevado e forte endividamento.

Veremos agora o outro lado da moeda. Existem ricos trabalhos expondo a ideia de que o governo não deve intervir antes da bolha estourar. Como dito anteriormente, há reconhecidamente uma dificuldade em prever os casos. Levando isso em conta, muitos economistas argumentam que as autoridades devem agir com cautela, e não tentar combatê-las de forma antecipada. Até porque diversos tipos de choques podem afetar preços. Por vezes não identificamos se estamos diante de um choque tecnológico ou financeiro, permanentes ou temporários.

Supondo uma boa capacidade de predição, algo potencialmente utópico, surge uma dificuldade adicional: como sabemos, as ações de política monetária funcionam com lags. O governo pode até aumentar a volatilidade dos papéis, ao tentar intervir, além de observar suas medidas surtirem efeito tardiamente.

Stock and Watson (2001) pensam ser difícil estabelecer uma relação com pequena margem de erro entre preço das ações hoje e inflação futura. Bernanke e Gertler (2001), seguindo na mesma direção, acreditam que o Banco Central deve se preocupar com variações no valor das ações apenas como um componente da expectativa de inflação. E a economia, de acordo com os experimentos de Bernanke e Gertler terá um desempenho melhor se trabalhar baseando-se em expectativas futuras de preços, e não propriamente nas mudanças de preços atuais.

Para contêm a especulação, argumenta-se a criação de medidas como exigir um capital mínimo para atuar no mercado acionário, algo absolutamente condenado por Hsieh e Miller (1990) ou taxar negociações de curto prazo. Hsieh e Miller em sua obra, dizem que não há evidência empírica para supor que pré-requisitos de capital sejam capazes de afetar preços dos papéis. Westerfall (2003, 2006) defende a ideia de taxar as operações de prazo mais curto, algo com potencial para em diversos casos aumentar ainda mais a volatilidade, por reduzir a liquidez dos agentes.

#### 4.4 Debate a Respeito do Rio de Janeiro

Em 2010, o Brasil figurou em terceiro lugar em um ranking de valorização imobiliária, perdendo apenas para os tigres Hong Kong e Singapura. Nesse ano, financiou-se mais de um milhão de casas, o dobro que em 2008. Um prédio nas grandes metrópoles leva apenas 4 meses para ser integralmente vendido, contra um ano inteiro, na metade da década passada.

Há claramente um descompasso entre oferta e demanda. Os lançamentos de residências dobraram em um espaço curto de 36 meses. Algo ainda insuficiente, diante da energia dos consumidores. A Fundação João Pinheiro, um órgão ligado ao governo mineiro, constatou que existem várias pessoas com dinheiro em todas as faixas de renda, porém sem casa própria. Para os indivíduos com renda acima de 10 salários mínimos por mês, por exemplo, faltam 170.000 casas.

A boa fase da economia, em acréscimo a expansão do crédito, criaram os alicerces para o boom do mercado imobiliário local. Com isso, novos bairros surgiram nas capitais brasileiras. Estes, desde o início já com boa valorizações.

Atualmente a cidade mais cara do Brasil, e conseqüentemente uma das mais caras do mundo, é o Rio de Janeiro. O metro quadrado em média custa R\$6.528,00, chegando a impressionantes R\$ 40 mil no Leblon. O cenário tende a se agravar no curto prazo, em função das Olimpíadas e Copa do Mundo (esta última ocorrerá em todo o país, e não apenas no Rio). Áreas como Barra e Recreio tendem a se valorizar ainda mais com a melhoria na infraestrutura programada para os próximos anos.

Os dados acima têm o objetivo de introduzir a seguinte discussão: passa o Rio de Janeiro por uma bolha no mercado de habitação? Do ponto de vista do Relatório do banco J. P. Morgan, não. Utiliza-se um ranking relacionando a renda média anual dos indivíduos com o valor de um imóvel. Entre 94 países participantes do relatório, o Brasil ocupa a posição número 65 apenas, com muito espaço para valorização das casas, levando-se em conta que a renda costuma não flutuar tanto no curto prazo. Outra maneira de observar a questão, ainda que com a mesma opinião, consiste em analisarmos o crédito como percentual do PIB. Apesar de ter crescido em números absolutos 10 vezes em apenas 5 anos, representa apenas 4% do produto, um dos menores índices no mundo.

Passando ao outro ponto de vista, temos previsões de menor crescimento econômico e pressão inflacionária, cenário desestimulante a compra de imóveis. Além disso, o crédito imobiliário se expande a taxas maiores que a poupança. Em pouco tempo precisaremos de outras fontes para abastecer o crédito.

Uma última abordagem pensa em termos de rendimento do imóvel. Em São Paulo, de 6 a 8% do valor investido na compra, retorna quando o proprietário aluga o imóvel por um ano, contra em média 5 ou 6% no Rio de Janeiro. Notas do tesouro nacional tipo B, por exemplo, pagam de 5,5 a 6,5% a.a. aproximadamente. Como estes papéis possuem risco consideravelmente menor, apenas compensa comprar um imóvel do ponto de vista da locação quando o retorno for bem superior aos 6,5% pagos pelos títulos públicos. Considerando, claro, que a valorização dos imóveis apenas acompanhe a variação da inflação. Ou seja, ponderando valor de aluguel e de compra, não compensa comprar uma casa atualmente no Rio de Janeiro pelos preços que são praticados.

## 5. O Pós-crise: Como os Governos Atuaram

### 5.1 O Pós-crise na Economia dos Estados Unidos

Como sabemos, a crise iniciada no suprime americano, ganhou incríveis proporções. E a reação do governo local deveria ser igualmente pesada. O que realmente aconteceu. Veremos mais detalhadamente como o FED interviu na economia nos parágrafos adiante.

Estudo do Nacional Bureau of Economic Research (Nber) coloca os Estados Unidos em condição recessiva já em dezembro de 2007. Como resposta, e em meio ao caos, o mundo presenciou um período de participação ativa do Banco Central do país. As medidas a grosso modo podem ser divididas em duas partes: destinadas a reaquecer a demanda agregada e juntar os cacos no mercado financeiro.

Ainda com Bush, o Congresso no início de 2008 aprovou um pacote de US\$ 168 bilhões, concentrado nos impostos. Tanto em restituições, quanto em incentivos para firmas comprarem maquinário.

As empresas de hipotecas com garantias estatais, receberam permissão para comprar mais carteiras do mercado imobiliário, tentando evitar que os números das aquisições de moradias caíssem vertiginosamente.

Poucos meses depois, tendo em vista a persistência e força da crise, um pacote ainda mais generoso passou com sucesso pelo Congresso. Dessa vez, na casa dos US\$ 700 bilhões. Com o foco no crédito, não atingia apenas instituições bancárias, mas outras instituições, como as de financiamento estudantil ou companhias de cartão de crédito.

Superando o número 700 de George W. Bush, o governo Barack Obama testemunhou um pacote de US\$ 787 bilhões, ao qual o novo presidente denominou como sendo "o mais amplo pacote de ajuda econômica de nosso tempo". Entre os setores contemplados temos: infraestrutura, saúde e educação.

Com o pânico instaurado após o anúncio da quebra do Lehman Brothers, o governo americano reviu seu "modus operandi", e no dia seguinte aportou US\$ 85 bilhões em troca de 80% das ações da gigante do ramo de seguros AIG. Mais do que salvar essa companhia especificamente, a principal motivação consistia em transmitir aos mercados a mensagem de que não havia necessidade de pânico. Obviamente nem todas as companhias mereciam tamanha atenção da máquina estatal. Apenas instituições

consideradas grandes demais para falir receberiam auxílio semelhante se preciso.

Em momentos críticos da economia, os agentes retiram seus recursos de papéis que aparentem ser minimamente perigosos e as empresas de crédito reduzem os empréstimos ao público. Como consequência, surge a necessidade de recolocar liquidez nos mercados.

Em março de 2008 o FED ajudou o J. P. Morgan Chase a comprar o Bear Stearns, atolado até o pescoço em papéis do subprime. Em setembro, Freddie Mac e Fannie Mae, ambas que possuíam garantias estatais, receberam intervenção.

No último mês do mesmo ano, a taxa básica de juros americana atingiu seu menor patamar na história, ficando abaixo de 0,25% a.a., contra 1% anteriormente.

O FED chamou para si a responsabilidade de prestador de última instância, algo crucial em momentos de incerteza e aversão ao risco. Desejava que as instituições tivessem condições de honrar seus compromissos sem a necessidade de vender seus ativos, transmitindo alguma segurança aos mercados. Mas em troca esperava que os contemplados não reduzissem os empréstimos destinados ao público em geral.

Outra maneira de estimular a economia deu-se pela provisão de crédito a setores específicos. Por exemplo, os incentivos a compra de comercial papers de validade de três meses. Havia o interesse em tornar esse mercado mais líquido, uma vez que os retornos baixos e maturidades mais longas tornavam esses papéis desinteressantes. Capital também foi injetado, quando o FED emprestou para esses investidores com uma maturação de três anos. Vemos aqui uma tentativa de induzir os agentes a reduzirem as taxas de juros e aumentar o crédito disponível, visto que seus balanços, com o auxílio estatal, apresentaram importante melhora.

O Bacen então, tentava diminuir o spread bancário, uma vez que a taxa básica de juros já se encontrava próxima de zero. O FED vendeu em larga escala títulos do governo, com o compromisso de recomprá-los em uma data futura. Esses papéis serviriam como garantia ou colateral em transações no mercado monetário. Além disso, poderia controlar melhor a taxa de retorno dos títulos públicos, ao trabalhar como ofertante.

As reservas colocadas pelo Bacen americano nos bancos, não surtiram o efeito

esperado. Primeiramente, aqueles escolhidos para receber reservas, não precisavam de tal capital, e em geral o mantinham como uma espécie de demanda por precaução. Enquanto que bancos em piores condições continuavam em dificuldade inclusive para arcar com os compromissos mais importantes.

Novas maneiras de melhorar a liquidez e estimular os mercados começaram a surgir de todos os lados, nem sempre obtendo resultados animadores.

## 5.2 Pós-crise: Como o Brasil enfrentou as dificuldades

Nossa economia, cabe destacar logo de início, repercutiu menos severamente a crise recente dos Estados Unidos quando comparada com nações européias e asiáticas, entre outras. Ainda assim, o episódio de 2008, que mudou o mundo, não passou por

nosso território como uma breve chuva de verão.

O Banco Central brasileiro foi chamado a agir pesadamente, mas não sem antes colocar na mesa algumas diretrizes importantes a serem seguidas. Em primeiro lugar, os esforços para abrandar a crise não poderiam atrapalhar o comprometimento do Bacen com meta de inflação e a preocupação com um câmbio razoavelmente estável. Outro ponto, um tanto quanto subjetivo consistia em reduzir a exposição do Banco Central a decisões erradas de agentes privados. Somado aos pontos anteriores, não incentivar que o setor privado tivesse interesse em assumir risco demais, para evitar o problema de risco moral, que ocorre quando os incentivos encontram-se desalinhados. Por exemplo, quando os gestores dos bancos recebem remuneração de acordo com os lucros, mas não são punidos em cenários negativos, esses gestores buscarão o lucro assumindo mais risco do que o desejado pelos acionistas. Por último, precisávamos reconhecer a incerteza em volta do futuro da economia. Nuvens cinzas impediam que nossos formuladores de política pudessem precisar a duração da crise.

Leilões de venda de dólares com opção de recompra possuíam diversas motivações: o governo demonstrava ao público seu interesse em jogar liquidez no mercado, por outro lado reduzindo consideravelmente sua margem de risco, se protegendo de cenários mais extremos devido a opção de recompra com preço fixado e, não menos importante, conseguia manipular o câmbio.

Preocupado com a falta de liquidez externa, e o reflexo disso no nosso comércio exterior, o Brasil adotou como política o empréstimo de reservas. No total, o valor empregado chegou a casa dos US\$12,6 bilhões.

O Federal Reserve, Banco Central dos Estados Unidos, demonstrando confiança no bom momento da economia tupiniquim, anunciou em 29 de outubro de 2008 o acordo do swap de moeda com o Brasil. Havia um objetivo secundário, que seria nos colocar em igualdade de condições com outros países que já tinham acordo semelhante com o Fed, visto que instituições brasileiras enfrentavam alguma dificuldade em captar recursos internacionalmente. Mas a verdadeira beleza do acordo, advinha de transmitir a imagem de que a economia local fluía bem, gozando do respaldo norte americano.

Outro swap comum no pós-crise foi o cambial. Pouco antes do episódio de 2008 o Brasil possuía uma posição comprada em dólares, atingindo os US\$23,4 bilhões em

junho. Tivemos problemas com instituições brasileiras não financeiras apostando fortemente no câmbio, como a Sadia. Após reduzir a rolagem dos swaps, voltamos a oferecer swaps tradicionais, passivas em dólares. Inclusive o Bacen anunciou um programa de venda em swaps cambiais atingindo os US\$50 bilhões, valor elevado, porém não a ponto de confundir os investidores, passando a falsa imagem de que o Brasil estaria comprometido em evitar que o câmbio seguisse seu rumo naturalmente. Como conversamos, visava evitar problemas de nossas companhias com derivativos.

Quanto a liquidez interna, cabe citar os depósitos a prazo. Não enfrentamos em solo nacional corridas bancárias. Ao contrário, no que diz respeito aos maiores bancos, os depósitos apresentaram considerável crescimento. Não apenas nas principais instituições, como também de uma maneira geral, apesar do movimento inverso nos menores bancos. Entre os motivos, diversos investidores, devido as incertezas impostas aos mercados, movimentaram-se no sentido de tirar dinheiro de papéis financeiros e colocá-los nos bancos sob a forma de depósitos, elevando o volume total.

Nos últimos anos, por todo o mundo, os compulsórios tornaram-se importante medida de política monetária. Quando percebiam os bancos com excesso de alavancagem, os Bacens elevavam as taxas obrigatórias de reservas em compulsórios. E em tempos de estimular a economia, como ocorrera pós-2008, reduziam as reservas forçadas. Para diferenciar os dois cenários, o primeiro sempre funcionará de acordo com o desejo do Banco Central: instituições muito alavancadas, ao se depararem com requisitos maiores, acabarão por reduzir suas alavancagens. Quanto a redução dos compulsórios, os bancos podem sempre escolher não reduzir suas reservas, uma vez que o nível de compulsórios exigido se constitui em um piso apenas.

Pouco acima da casa dos R\$250 bilhões recolhidos, imediatamente antes do rompimento da bolha norte americana, os compulsórios chegariam a R\$295 bilhões caso tudo o mais se mantivesse constante. Entretanto, com a intervenção estatal, o montante caiu para R\$179 bilhões, representando cerca de 4% do PIB a diferença entre os 295 que teríamos e os 179 observados na prática. Com bilhões de dólares a mais para aplicar, as instituições investiram mais em papéis de bancos menores, devido aos incentivos criados pelo governo, colocando liquidez onde havia pouca. Dólares se apresentaram como mais um destino do dinheiro devolvido pelo Bacen.

Medidas envolvendo as regras do redesconto, taxa que o Banco Central cobra para emprestar dinheiro aos bancos, vieram a melhorar a regulamentação do setor. A Lei 11.882 e a Resolução 3.622 da CMN definiu critérios para a injeção de recursos via redesconto, bem como critérios para apreçamento de ativos.

Em suma, as medidas colocaram liquidez no mercado em tempos difíceis, além de aumentarem a regulamentação das instituições, algo demandado em momentos de incerteza e crise.

## 6. Conclusão

Sem dúvidas existe uma distância quase que incomensurável entre Brasil e Estados Unidos em termos de mercado de habitação. Utilizando os conceitos e informações vistos ao longo dessa pesquisa, podemos compreender melhor a situação.

Vimos que o setor de moradias depende diretamente do momento econômico do país. Olhando para a última metade de século, a terra do "Tio Sam" passou por longos períodos de estabilidade e inflação controlada, com breves rupturas. Ao contrário de nossa nação, que por décadas lutou contra a inflação, até a chegada do Plano Real nos anos 1990. Esse contraste responde em parte porque nosso mercado imobiliário demorou tanto para desenvolver minimamente.

Outro fator determinante encontra-se nas disparidades de renda encontradas no Brasil. As classes mais humildes, até algum tempo atrás nem sequer tinham geladeiras em casa, quanto mais um lar comprado. Apenas as classes A e B de uma maneira geral, atingiam o sonho da casa própria. O que começou a mudar de fato no governo Lula, com enfoque em programas redistributivos como o Bolsa-Família.

Citemos também o interesse do povo americano pelo mercado financeiro, algo que se potencializou na década de 1960, quando as famílias criaram o hábito de investir suas economias em ações ou títulos. Ainda nos anos 1960, a securitização chegou ao ramo imobiliário nos Estados Unidos. Os bancos apresentavam interesse em financiar o público por meio de hipotecas. Estas, eram facilmente vendidas para instituições com garantias estatais. O negócio, extremamente atraente em cenários prósperos da economia, se difundiu, estimulando o crescimento imobiliário do país. Quanto ao Brasil, por outro lado, mesmo nos tempos atuais, vemos uma dificuldade de criar nas famílias brasileiras a tradição de investir, até mesmo em ações na bolsa. Da mesma forma quando nos referimos a papéis do mercado imobiliário. A securitização mesmo, passou a funcionar por aqui nesse mercado apenas cerca de três décadas depois da experiência americana e ainda não se popularizou.

Fator crédito: com o boom a meio século atrás do mercado de ações americano, as famílias experimentaram um salto na renda e com isso na capacidade de endividamento, visto que seus colaterais passaram a receber melhor avaliação por parte dos credores. Ao contrário, em nosso país, os recursos tanto para subsidiar a demanda,

quanto para financiar as incorporadoras vinham de programas com verba escassa. E nesse tipo de bem, a maioria das compras necessita de crédito.

Os mesmos motivos que levaram o mundo a invejar a complexidade e desenvolvimento do setor imobiliário dos vizinhos do Canadá, também criaram as bases para a crise do subprime. Após anos e anos de prosperidade, surge implicitamente a mentalidade de que tudo dará certo para sempre. Setores ligados ao mercado financeiro não recebiam nenhum tipo de regulação. Carteiras detentoras de ótima avaliação de risco circulavam livremente por seguradoras, fundos de pensão, bancos de investimentos e afins. Quando a economia enfrentou dificuldades, culminando em elevação dos juros, os indivíduos, especialmente os de baixa renda enfrentaram problemas para pagar suas dívidas. As execuções de hipotecas tornaram-se mais frequentes, e deram origem a uma crise de confiança que se espalhou para diversos mercados, visto que os papéis contaminados pelo subprime estavam por toda a parte.

Apesar do exemplo recente observado no outro hemisfério, por aqui discutimos se o Rio de Janeiro passa ou não por uma bolha imobiliária. Os preços definitivamente mudaram bruscamente de patamar. Verificamos argumentos interessantes defendendo uma bolha no Rio e outros tantos contrários a essa teoria. A pesquisa no entanto conclui que a situação carece de mais observação antes de veredito final. Existem fatores subjetivos a serem tratados. As pessoas derivam utilidade em possuir uma casa própria e vimos que nos últimos anos milhões de famílias tiveram acesso inédito a esse mercado, ajudando a explicar o salto da demanda. Porém, com a tendência de valorização se mantendo nos níveis atuais, a monografia em questão não hesitará em diagnosticar a cidade do Rio de Janeiro como portadora de uma bolha, baseada especialmente no fato de nos últimos o retorno esperado por um proprietário que aluga seu imóvel ser menor do que o retorno esperado de diversos outros investimentos menos arriscados.

Partindo para análise ex-post, notamos alguns pontos negativos na conduta de governantes no Brasil e Estados Unidos. Neste último, a desregulação em mercados importantes merece destaque. Em solo nacional, lamentamos a falta de períodos longos de combate realmente persistente a inflação, o que verificamos apenas a partir dos anos 1990. Somado a isso, falta de compromisso por parte da máquina estatal com o crédito imobiliário até a virada do século.

Durante a última grande crise econômica mundial, os americanos fazedores de política levaram algum tempo para entender que o cenário demandava medidas extremadas. Manobras tradicionalmente eficazes, como reduzir os compulsórios não surtiriam o efeito desejado. Após compreender a magnitude da situação o governo passou a intervir com a mão mais pesada, buscando introduzir liquidez e confiança. O Brasil fez o mesmo, obviamente que em proporções menores e com menos foco em pacotes de estímulo.

De agora em diante, sugerimos que nos próximos anos exista uma continuidade em termos de políticas macroeconômicas, visando a manutenção da estabilidade, que já dura aproximadamente uma década e meia em solo local. Em acréscimo, o governo deve se reinventar em termos de fontes de recursos ao mercado imobiliário para continuar se expandindo e reduzindo o déficit de moradias. Por último, o negócio de securitização necessita se popularizar.

Do lado de lá do hemisfério, temos conselhos diferentes a dar. Primeiramente, recuperar a confiança de anos atrás, e dessa vez com regulação em todos os setores ligados ao mercado financeiro, o que inclui um maior controle de preços para evitar novas anormalias. Garantir aos agentes uma taxa de juros oscilando em níveis baixos pelos próximos anos no segmento imobiliário. Trabalhando nesses pontos, os Estados Unidos voltarão a inspirar outras nações em termos de estrutura e funcionamento do mercado imobiliário.

## 7. Bibliografia

Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Republicana 1889 - 1989

Marcelo De Paiva Abreu

U.S. Inflation Calculator

<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>

D'Agostini, L., Artigo: "A bolha imobiliária no Brasil está formada"

[http://www.anoreg.org.br/index.php?option=com\\_content&view=article&id=16125:artigo-a-bolha-imobiliaria-no-brasil-esta-formada&catid=3:jurisprudencia&Itemid=22](http://www.anoreg.org.br/index.php?option=com_content&view=article&id=16125:artigo-a-bolha-imobiliaria-no-brasil-esta-formada&catid=3:jurisprudencia&Itemid=22)

SEVERO, T., "A Origem das Recentes Bolhas nos Preços dos Ativos "

<http://economics.sas.upenn.edu/~costam/bolhas.pdf>

ABREU, M., "THE BRAZILIAN ECONOMY FROM CARDOSO TO LULA AN INTERIM VIEW"

<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td504.pdf>

MARIO MESQUITA Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008

<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf>

UMA AVALIAÇÃO DA ATUAÇÃO DO FED NA RECENTE CRISE FINANCEIRA AMERICANA A LUZ DO DEBATE SOBRE A ENDOGENIA DA OFERTA MONETÁRIA, CLARA SIQUEIRA NEVES DA ROCHA

<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/32.pdf>

Imóvel próprio: alugar ou comprar?

Dr. Money

<http://www.drmoney.com.br/investimentos/imovel-proprio-alugar-ou-comprar/>

D'Agostini, L., "A bolha imobiliária no Brasil está formada"

[http://www.anoreg.org.br/index.php?option=com\\_content&view=article&id=16125:artigo-a-bolha-imobiliaria-no-brasil-esta-formada&catid=3:jurisprudencia&Itemid=22](http://www.anoreg.org.br/index.php?option=com_content&view=article&id=16125:artigo-a-bolha-imobiliaria-no-brasil-esta-formada&catid=3:jurisprudencia&Itemid=22)

MALKIEL, B.G., 2010. "Bubbles in Asset Prices", Working Paper no 200, Princeton University

<http://princeton.edu/ceps/workingpapers/200malkiel.pdf>

NAPOLITANO, G., "A maior alta do mundo", Revista Exame, 18/05/2011.

[http://www.cte.com.br/site/noticias\\_gestao\\_ler.php?id\\_noticia=4061](http://www.cte.com.br/site/noticias_gestao_ler.php?id_noticia=4061)

GREENSPAN, A., 2010, "THE CRISIS"

<http://economics.kenyon.edu/melick/Econ391/J-Monetary%20Policy%20Before/GreenspanBPEA.pdf>

CAGNIN, R.F. , "O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008"

[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-40142009000200012&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142009000200012&lng=en&nrm=iso)

VALENÇA, M., "The trajectory of social housing policy in Brazil: From the National Housing Bank to the Ministry of the Cities"

[http://repositorio.ufrn.br:8080/jspui/bitstream/1/3078/1/2009Atr\\_marciomvalenca\\_trajectory.pdf](http://repositorio.ufrn.br:8080/jspui/bitstream/1/3078/1/2009Atr_marciomvalenca_trajectory.pdf)