

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GUILHERME VIERO MARCHIORETTO

DESEMPENHO FINANCEIRO E OPERACIONAL DA CAIXA ECONÔMICA
FEDERAL NO PERÍODO 1995 E 2023 SOB A ÓTICA ECONÔMICA E
REGULATÓRIA

CURITIBA

2025

GUILHERME VIERO MARCHIORETTO

DESEMPENHO FINANCEIRO E OPERACIONAL DA CAIXA ECONÔMICA
FEDERAL NO PERÍODO 1995 E 2023 SOB A ÓTICA ECONÔMICA E
REGULATÓRIA

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Economia, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador(a): Prof(a). Dr(a). Rodrigo Leite Kremer

CURITIBA

2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Marchioretto, Guilherme Viero

Desempenho financeiro e operacional da Caixa Econômica Federal
no período 1995 e 2023 sob a ótica econômica e regulatória / Guilherme
Viero Marchioretto .- 2025.

1 recurso on-line: PDF.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Economia.
Orientador: Profe. Dr. Rodrigo Leite Kremer.

1. Economia. 2. Caixa Econômica Federal (Brasil). 3. Bancos estatais.
4. Política econômica. 5. Retorno sobre patrimônio líquido. I. Kremer,
Rodrigo Leite. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências
Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em
Economia. III. Título.

Bibliotecária: Kathya Fecher Dias – CRB-9/2198



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ECONOMIA -
40001016051P7

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **GUILHERME VIERO MARCHIORETTO**, intitulada: **Desempenho financeiro e operacional da Caixa Econômica Federal no período 1995 e 2023 sob a ótica econômica e regulatória**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO LEITE KREMER, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 16 de Abril de 2025.

Assinatura Eletrônica

17/04/2025 19:32:38.0

RODRIGO LEITE KREMER

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

17/04/2025 11:09:33.0

LUIS CLAUDIO KRAJEVSKI

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

29/04/2025 19:21:26.0

JOSÉ GUILHERME SILVA VIEIRA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

RESUMO

Esta dissertação analisa o desempenho financeiro e operacional da Caixa Econômica Federal (Caixa) no período de 1995 a 2023, à luz das transformações econômicas e regulatórias enfrentadas pelo sistema financeiro brasileiro. Utilizando abordagem qualitativa, baseada em revisão bibliográfica e dados secundários, o estudo investiga como o contexto macroeconômico, as reformas institucionais e as políticas públicas influenciaram os resultados da Caixa. A análise histórica contempla eventos como o Plano Real, crises econômicas, a Nova Matriz Econômica e a pandemia de Covid-19. Observou-se que, apesar de oscilações nos indicadores de rentabilidade — com destaque para o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) — a Caixa manteve papel estratégico como banco público, conciliando função social e sustentabilidade financeira. Conclui-se que sua performance está fortemente condicionada às decisões políticas e à conjuntura econômica nacional.

Palavras-chave: Caixa Econômica Federal; Bancos públicos; Retorno sobre o Patrimônio Líquido; Política econômica; Sistema financeiro.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the financial and operational performance of Caixa Econômica Federal (Caixa) from 1995 to 2023, considering the economic and regulatory transformations experienced by the Brazilian financial system. Based on a qualitative approach, grounded in literature review and secondary data, the study investigates how macroeconomic conditions, institutional reforms, and public policies influenced Caixa's outcomes. The historical analysis covers key events such as the Real Plan, economic crises, the New Economic Matrix, and the Covid-19 pandemic. The findings indicate that, despite fluctuations in profitability indicators — notably the ROE (Return on Equity) — Caixa has maintained a strategic role as a public bank, balancing its social mandate with financial sustainability. The study concludes that its performance is closely tied to political decisions and national economic dynamics.

Keywords: Caixa Econômica Federal; Public banks; Return on Equity; Economic policy; Financial system.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Evolução do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) da Caixa Econômica Federal (1995-2023).....	46
GRÁFICO 2 – Comparativo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido de bancos públicos brasileiros (2005-2023)	51

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) médio de bancos públicos brasileiros (2005-2023).....	52
--	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1 PROBLEMA	11
1.2 OBJETIVOS	11
1.2.1 Objetivo geral	11
1.2.2 Objetivos específicos.....	12
1.3 JUSTIFICATIVA	12
2. PLANO REAL E ECONOMIA BRASILEIRA	13
2.1 INFLACIONISMO NO BRASIL	13
2.1.1 A Superação do Inflacionismo: O Plano Real.....	13
2.1.2 O Legado do Plano Real	13
2.2 OS GANHOS COM FLOATING BANCÁRIO NO BRASIL PRÉ E PÓS-PLANO REAL	14
2.3 PROGRAMA DE ESTÍMULO À REESTRUTURAÇÃO E AO FORTALECIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (PROER) E PROGRAMA DE INCENTIVO À REDUÇÃO DO SETOR PÚBLICO ESTADUAL NA ATIVIDADE BANCÁRIA (PROES)	15
2.4 ANOS 1995 A 2002	17
2.4.1 O Plano Real e a Consolidação da Estabilização	18
2.4.2 Política Cambial e Crises Externas	18
2.4.3 Adoção do Regime de Metas de Inflação	19
2.4.4 Desafios Fiscais e a Crise da Dívida Pública	20
2.5 ANOS 2003 A 2010	21
2.5.1 Cenário Econômico Internacional e Nacional em 2003	22
2.5.2 Política Fiscal e de Responsabilidade Econômica	23
2.5.3 Crescimento Econômico e Políticas de Desenvolvimento	23
2.5.4 A Política Monetária e o Combate à Inflação	24
2.5.5 Distribuição de Renda e Políticas Sociais	24
2.5.6 Crise Financeira Global de 2008	26
2.5.7 O Legados dos Anos 2003-2010	27
2.6 ANOS 2011 A 2016	28
2.6.1 A Nova Matriz Econômica e Suas Primeiras Consequências	29

2.6.2 Política Fiscal e Monetária Durante o Primeiro Mandato de Dilma Rousseff (2011-2014).....	30
2.6.3 O Agravamento da Crise e a Recessão (2014-2015).....	31
2.6.4 Estagflação e Desorganização Fiscal (2015-2016).....	31
2.6.5 Impeachment e Consequências Políticas.....	32
2.6.6 O Legado da Crise dos anos 2011-2016.....	33
2.7 POLÍTICA FISCAL NO BRASIL 2010 A 2023	33
3. REGULAÇÃO E DESEMPENHO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	
37	
3.1 SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)	37
3.2 O BANCO NACIONAL DA HABITAÇÃO (BNH): ORIGEM, FUNÇÕES E INCORPORAÇÃO PELA CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	38
3.3 A ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA DE BENS IMÓVEIS	40
3.4 SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI), CRI E LCI	41
3.5 EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO	42
4. METODOLOGIA.....	44
5. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	45
5.1 O ROE.....	45
5.2 EVOLUÇÃO DO ROE CAIXA.....	45
5.3 ANÁLISE COMPARATIVA DO ROE DOS BANCOS: EFICIÊNCIA, RISCO E ESTRATÉGIAS	49
5.3.1 Os bancos analisados	49
5.3.2 Comparativo de ROE entre os bancos	50
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
REFERÊNCIAS.....	57

1. INTRODUÇÃO

A Caixa Econômica Federal desempenha um papel central no sistema financeiro brasileiro, sendo uma das principais instituições públicas responsáveis pela implementação de políticas públicas estratégicas, como financiamento habitacional, programas sociais e investimentos em infraestrutura. No entanto, sua trajetória ao longo das últimas décadas foi marcada por eventos externos que moldaram seu desempenho e sua atuação no mercado. Desde crises econômicas e mudanças regulatórias até transformações no cenário macroeconômico nacional e internacional, os fatores externos desempenharam um papel determinante na forma como a Caixa se adaptou e operou.

Entre 1995 e 2023, o Brasil vivenciou momentos de intensa transformação econômica. O Plano Real trouxe estabilidade monetária, mas também inaugurou uma nova era de desafios fiscais e financeiros. Crises internacionais, como a crise financeira global (2008) e a recessão de 2015-2016, colocaram à prova a resiliência do sistema financeiro nacional e das instituições públicas, como a Caixa. Paralelamente, reformas estruturais, mudanças no regime de metas de inflação, e o aumento da regulação financeira afetaram diretamente a operação e os indicadores de desempenho da Caixa.

Este estudo busca verificar se existe relação entre o contexto macroeconômico e regulatório e o desempenho da Caixa, utilizando indicadores financeiros como o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) para avaliar a influência desses fatores sobre sua sustentabilidade financeira e eficácia.

A análise proposta não apenas permitirá compreender como a Caixa respondeu aos desafios externos, mas também fornecerá uma perspectiva crítica sobre a interação entre políticas públicas, ambiente econômico e o desempenho da empresa. Dessa forma, a dissertação contribui para uma reflexão dos impactos das mudanças do ambiente macroeconômico no qual a empresa está inserida como também das ações do acionista controlador que impactaram o desempenho no período em análise.

1.1 PROBLEMA

Entre 1995 e 2023, o Brasil enfrentou uma série de eventos econômicos e regulatórios que impactaram profundamente o sistema financeiro nacional. A estabilização monetária promovida pelo Plano Real, as sucessivas crises econômicas internacionais e as mudanças nas políticas fiscal e monetária alteraram significativamente o ambiente em que a Caixa Econômica Federal opera. Como instituição financeira pública, a Caixa não apenas é influenciada por esses fatores externos, mas também desempenha um papel crucial na execução de políticas públicas e na sustentação de programas sociais.

Assim, compreender como esses fatores externos impactaram a performance financeira e operacional da Caixa contribui com a literatura econômica do tema. Em que medida as crises econômicas e mudanças regulatórias influenciaram os indicadores de desempenho da Caixa, como o ROE? Como a instituição conseguiu equilibrar sua função social e seu papel como agente financeiro em um contexto de instabilidade e mudanças?

Essas questões são fundamentais para entender a dinâmica entre o contexto externo e o desempenho das instituições financeiras públicas. Assim, o problema central desta pesquisa pode ser resumido na seguinte pergunta: de que forma os fatores externos — econômicos e regulatórios — influenciaram o desempenho financeiro e operacional da Caixa Econômica Federal entre 1995 e 2023?

Responder a essa pergunta permitirá explorar a complexa relação entre o ambiente externo e a atuação da Caixa, contribuindo para o desenvolvimento de estratégias mais eficazes e adaptativas para o futuro da instituição em um cenário de incertezas.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Compreender como os fatores externos à Caixa Econômica Federal — econômicos e regulatórios — afetaram seu desempenho financeiro e operacional entre 1995 e 2023, utilizando como base a análise dos indicadores de ROE.

1.2.2 Objetivos específicos

Contextualizar o Cenário Macroeconômico: identificar os principais eventos econômicos e regulatórios ocorridos no Brasil entre 1995 e 2023, como crises financeiras, mudanças nas políticas monetária e fiscal, e transformações no sistema regulatório.

Analisar o Impacto dos Fatores Externos nos Indicadores da Caixa: verificar se as flutuações do ROE podem ser explicadas pelos eventos macroeconômicos e mudanças regulatórias, identificando como a Caixa foi impactada em diferentes períodos.

Identificar Períodos de Maior e Menor Vulnerabilidade: mapear os momentos em que a Caixa apresentou maior resiliência ou fragilidade financeira e operacional, destacando os fatores externos que contribuíram para tais condições.

1.3 JUSTIFICATIVA

Relevância Macroeconômica: a Caixa Econômica Federal, como um dos principais agentes financeiros públicos do Brasil é um elo essencial entre o governo e a população. Analisar como fatores externos moldaram seu desempenho fornece entendimento sobre a relação entre políticas públicas, contexto econômico e instituições financeiras.

Abordagem Centrada nos Fatores Externos: este estudo se diferencia ao focar nos efeitos das condições macroeconômicas sobre a Caixa, em vez de suas estratégias internas, destacando como eventos externos e decisões governamentais impactaram seus resultados financeiros e operacionais.

Abrangência Histórica: o período de 1995 a 2023 abrange marcos econômicos fundamentais, como o Plano Real, crises econômicas globais e nacionais (1999, 2008, 2015), mudanças no regime cambial e monetário, além de reformas estruturais e avanços regulatórios, oferecendo uma perspectiva rica e multifacetada.

Importância para Políticas Públicas e Planejamento: o estudo contribui para o entendimento do papel das condições externas no desempenho de instituições financeiras públicas, fornecendo subsídios para gestores e formuladores de políticas na criação de estratégias mais robustas para enfrentar crises e cenários adversos.

2. PLANO REAL E ECONOMIA BRASILEIRA

2.1 INFLACIONISMO NO BRASIL

O Brasil viveu um longo período de convivência com a inflação, onde alguns economistas, políticos e pensadores enxergaram nela um instrumento funcional, uma maneira de financiar investimentos públicos e promover o crescimento econômico. A inflação, durante várias décadas, esteve associada ao desenvolvimento brasileiro, sendo tratada por alguns como necessária. A relação entre inflação e desenvolvimento variou ao longo do tempo, com diferentes interpretações sobre o papel da inflação no crescimento do país (Franco, 2004).

A inflação, apesar de ser identificada como uma violência contra a cidadania, especialmente na década de 1980, era frequentemente vista como uma externalidade negativa do crescimento econômico. A responsabilidade por sua existência era atribuída ao Estado, ao capitalismo, aos bancos ou até à ganância dos sindicatos e atravessadores. (Franco, 2004, 66-81). Neste contexto, o inflacionismo no Brasil assumiu uma dimensão política e econômica complexa com implicações sociais e distributivas que marcaram a história do país.

2.1.1 A Superação do Inflacionismo: O Plano Real

A estabilização da inflação no Brasil só foi alcançada com o Plano Real, lançado em 1994. Ao contrário dos planos anteriores, o Plano Real adotou uma abordagem mais gradual e focada em atacar as causas estruturais da inflação. O plano introduziu a Unidade Real de Valor (URV), uma moeda de conta que permitiu uma transição suave para a nova moeda, o Real (Franco, 2004).

A URV foi fundamental para a desindexação da economia, rompendo com a lógica inflacionária que havia dominado o país por décadas. Além disso, o Plano Real combinou políticas fiscais e monetárias restritivas, ancoradas em um regime de câmbio flutuante, o que conferiu credibilidade ao programa de estabilização (Bacen, 2025).

2.1.2 O Legado do Plano Real

O sucesso do Plano Real representou o fim do inflacionismo no Brasil. O país passou a conviver com uma moeda estável e com níveis de inflação comparáveis aos das demais economias mundiais (Franco, 2004). No entanto, o Plano Real também trouxe novos desafios às instituições financeiras.

2.2 OS GANHOS COM FLOATING BANCÁRIO NO BRASIL PRÉ E PÓS-PLANO REAL

Durante os primeiros anos da década de 1990, o Brasil enfrentava um cenário de hiperinflação, com taxas anuais superiores a 2.000% em 1993. Nesse ambiente, os bancos brasileiros obtinham expressivos lucros com uma prática conhecida como floating, caracterizada pelo rendimento obtido a partir de valores temporariamente disponíveis para as instituições financeiras antes de serem repassados aos destinatários finais. Essa prática permitia que os bancos obtivessem lucros significativos devido à alta inflação, como destacado no trecho a seguir:

A inflação alta e persistente e a grave crise da dívida externa não conduziram a crises financeiras graves no Brasil e foram acompanhadas por um amplo sistema institucional que protegeu os bancos das situações adversas e ampliou suas possibilidades de lucros (Carvalho, 2003, p.1).

Além disso, existem relatos de que:

Naquela época, uma simples transferência bancária demorava dias para ser concluída. Enquanto isso, a hiperinflação corroía o valor real da moeda. Quando os recursos chegavam à conta do credor, já valiam menos do que no dia em que haviam saído do bolso do devedor. Essa demora era estratégica para os bancos, que aproveitavam o período em que o dinheiro estava em trânsito para aplicá-lo em operações de curtíssimo prazo, remuneradas pela inflação e por juros, e embolsavam os ganhos (Veja, 2024).

Esse mecanismo era potencializado pela lentidão do sistema de compensação bancária da época, que permitia que recursos ficassem sob controle dos bancos por até dois ou três dias úteis.

O BACEN (1995) reconheceu que os depósitos à vista, então não remunerados, eram uma das principais fontes de spread bancário, pois forneciam liquidez imediata para aplicações de curto prazo. Em um ambiente de inflação

elevada, mesmo rendimentos diários sobre esses recursos representavam ganhos significativos.

Contudo, a implementação do Plano Real, em julho de 1994, alterou profundamente esse cenário. A estabilização da moeda e a redução drástica da inflação — que caiu de 2.477,15% em 1993 para 916,43% em 1994 e 22,41% em 1995 (IBGE, 1996) — reduziram substancialmente os ganhos inflacionários que alimentavam o floating. Como explica Lopes (1999, p. 100), “com a queda da inflação, as receitas com float desaparecem e o sistema bancário fica, então, superdimensionado. [...] Para manter a lucratividade nesse novo ambiente de inflação baixa, os bancos tentam criar novas fontes de receita, em vez de cortar custos dramaticamente”.

Além disso, a modernização dos sistemas de pagamento e a progressiva digitalização dos processos bancários — culminando com a criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) — tornaram as transações mais rápidas e transparentes, eliminando os atrasos que sustentavam o floating como prática rentável.

A partir desse novo contexto, os bancos passaram a adotar estratégias comerciais mais estruturadas, como a reconfiguração de sua atuação no mercado, a busca por novas fontes de receita e o fortalecimento da intermediação financeira. O setor bancário foi compelido a se adaptar a um ambiente mais competitivo e menos dependente da instabilidade macroeconômica como fonte de lucro (BARBOSA, 2017).

Em síntese, o fim do regime inflacionário e a reforma monetária promovida pelo Plano Real não apenas eliminaram os ganhos com floating, como também representaram um divisor de águas na estrutura do sistema financeiro brasileiro, impulsionando sua modernização e eficiência.

2.3 PROGRAMA DE ESTÍMULO À REESTRUTURAÇÃO E AO FORTALECIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (PROER) E PROGRAMA DE INCENTIVO À REDUÇÃO DO SETOR PÚBLICO ESTADUAL NA ATIVIDADE BANCÁRIA (PROES)

O PROER e o PROES foram marcos importantes na reestruturação do sistema bancário brasileiro durante a década de 1990, contribuindo para a

modernização e estabilização do setor em um período de grandes transformações econômicas. Ambos os programas foram respostas diretas às vulnerabilidades expostas no sistema financeiro após o Plano Real, que, ao estabilizar a moeda e controlar a inflação, revelou a fragilidade de muitas instituições financeiras.

O PROER, lançado em 1995, teve como principal objetivo lidar com a crise de insolvência que ameaçava o sistema bancário privado. O Banco Central, por meio deste programa, interveio nas instituições bancárias que não conseguiam cumprir as exigências de capital mínimo ou que enfrentavam dificuldades de liquidez. O PROER permitiu que essas instituições fossem adquiridas por bancos financeiramente saudáveis, facilitando a transferência de ativos problemáticos e protegendo os depósitos dos clientes. Uma das grandes contribuições do PROER foi evitar um efeito dominó no sistema bancário, em que a falência de um banco poderia comprometer a estabilidade de outros, levando a uma crise financeira sistêmica. Esse programa foi fundamental para restaurar a confiança no sistema bancário, mas teve um custo significativo para o Tesouro Nacional, estimado em cerca de R\$ 22 bilhões até 1999, refletindo os subsídios e os incentivos oferecidos para a reestruturação das instituições (Kremer, 2003).

Em paralelo, o PROES, instituído em 1996, visava especificamente a redução da presença do setor público estadual na atividade bancária. Naquele momento, muitos bancos estaduais enfrentavam graves problemas de gestão e ineficiência, além de serem usados frequentemente para financiar déficits públicos, o que contribuía para a fragilidade financeira dessas instituições. O PROES promoveu a privatização de bancos estaduais e concedeu incentivos fiscais aos bancos privados que adquirissem essas instituições, como créditos tributários e isenções de impostos. O programa também ofereceu apoio financeiro para a reestruturação dessas instituições antes da venda, o que facilitou sua adaptação aos padrões de mercado. Como resultado, até o final de 1998, cinco grandes bancos estaduais haviam sido privatizados, marcando um passo importante na modernização do sistema bancário brasileiro e na redução do papel do Estado no setor (KREMER, 2003).

Ambos os programas – PROER e PROES – contribuíram significativamente para a concentração do setor bancário brasileiro. Com a privatização dos bancos estaduais e a fusão de instituições privadas insolventes com outras mais fortes, houve uma diminuição no número de instituições financeiras em operação, ao

mesmo tempo em que grandes grupos bancários consolidaram sua posição no mercado. Além disso, o processo facilitou a entrada de bancos estrangeiros no Brasil, um movimento incentivado pela nova estrutura regulatória que favorecia a competição e a abertura ao capital estrangeiro. Em muitos casos, as fusões e aquisições resultantes do PROER e PROES permitiram a criação de instituições bancárias mais robustas e eficientes, que passaram a dominar o mercado brasileiro, promovendo um ambiente mais estável (Kremer, 2003).

Do ponto de vista macroeconômico, o impacto dessas reformas foi profundo. Elas não apenas contribuíram para a estabilização do setor bancário em um período de incertezas econômicas, mas também foram decisivas para a modernização do sistema financeiro brasileiro, trazendo práticas de gestão mais rigorosas e transparentes. A consolidação bancária, resultante dessas políticas, foi vista como um passo necessário para aumentar a competitividade e a resiliência do setor, permitindo que os bancos brasileiros competissem em um ambiente globalizado. No entanto, essas mudanças também levantaram debates sobre a concentração excessiva no setor bancário, o que poderia limitar a concorrência e elevar os custos de crédito para os consumidores, um dilema que permanece presente no debate sobre as reformas bancárias no Brasil (Kremer, 2003).

2.4 ANOS 1995 A 2002

Sob a liderança de Fernando Henrique Cardoso (FHC), o país passou por transformações que moldaram seu desenvolvimento econômico nas décadas seguintes. Após o sucesso do Plano Real, lançado em 1994, tendo como um dos objetivos controlar a inflação, o desafio dos primeiros anos do governo FHC foi consolidar essa estabilização e implementar reformas econômicas que garantissem crescimento sustentável e integração no cenário internacional (Giambiagi et al., 2011).

Esses anos foram marcados por uma política econômica focada em três pilares principais: a estabilização monetária, as reformas estruturais e a modernização da economia por meio de privatizações. Contudo, o caminho trilhado foi árduo, pois crises econômicas internacionais, problemas fiscais internos e o crescimento da dívida pública ameaçaram os objetivos. A trajetória do Brasil nesse período foi caracterizada pela necessidade constante de ajustes e pela adoção de

políticas que, em muitos casos, tiveram impactos sociais controversos, como o aumento do desemprego e a ampliação da desigualdade social (Giambiagi et al., 2011).

2.4.1 O Plano Real e a Consolidação da Estabilização

Ao assumir a presidência, Fernando Henrique Cardoso encontrou uma economia que começava a se estabilizar após décadas de hiperinflação. O Plano Real, implementado no governo Itamar Franco, foi bem-sucedido em seu objetivo de controlar a inflação, diferentemente de planos anteriores, como o Cruzado (1986) e o Collor (1990), que também propuseram a introdução de novas moedas e, devido à falta de reformas estruturais nos sistemas fiscal e econômico, falharam em fornecer uma solução de longo prazo para o problema (GIAMBIAGI et al., 2011, p. 165). Portanto, o novo presidente precisava consolidar essa vitória e evitar que o Brasil caísse novamente em uma espiral inflacionária.

Durante os primeiros anos do governo FHC, a principal política adotada foi a manutenção da âncora cambial, uma estratégia que vinculava o real ao dólar para garantir estabilidade nos preços. Essa política foi fundamental para manter a inflação sob controle, mas também gerou uma série de problemas para a economia brasileira. A paridade cambial fez com que o real se valorizasse artificialmente, prejudicando as exportações e aumentando a dependência do Brasil por importações (Giambiagi et al., 2011).

A estabilização proporcionada pelo Plano Real criou um ambiente favorável para reformas estruturais. O governo FHC procurou aproveitar o momento de relativa estabilidade monetária para modernizar a economia brasileira e implementar medidas de ajuste fiscal. No entanto, a adoção dessas políticas foi frequentemente prejudicada por crises econômicas internacionais que abalaram os mercados emergentes durante a década de 1990.

2.4.2 Política Cambial e Crises Externas

A política de câmbio fixo adotada no início do governo FHC foi uma extensão do Plano Real, que utilizava o real atrelado ao dólar para controlar a inflação. Nos primeiros anos, essa política foi bem-sucedida em conter a inflação, mas resultou em

sérios desequilíbrios nas contas externas do Brasil. A valorização da moeda nacional tornou os produtos brasileiros menos competitivos no mercado internacional, o que gerou déficits comerciais crescentes (Giambiagi et al., 2011).

Além disso, a política cambial expôs o Brasil às flutuações do mercado financeiro global. Nos anos 1990, o mundo foi assolado por várias crises financeiras que afetaram diretamente o Brasil, como a crise mexicana em 1994, a crise asiática em 1997 e a crise russa em 1998. Essas crises provocaram uma fuga de capitais dos mercados emergentes, forçando o governo brasileiro a adotar medidas drásticas para defender o real e evitar uma desvalorização abrupta da moeda (Giambiagi et al., 2011).

A crise asiática, em particular, teve um impacto devastador sobre as economias emergentes, incluindo o Brasil. A retirada massiva de capitais estrangeiros pressionou as reservas internacionais brasileiras, que se esgotavam rapidamente à medida que o governo tentava manter a paridade cambial. Em resposta, o governo aumentou as taxas de juros para atrair capital estrangeiro, o que, por sua vez, teve efeitos negativos sobre o crescimento econômico e o desemprego (Giambiagi et al., 2011).

A crise russa, em 1998, agravou ainda mais a situação. A desvalorização do rublo e o calote da dívida russa fizeram com que os investidores internacionais perdessem a confiança nas economias emergentes, provocando mais fuga de capitais do Brasil. Diante dessa nova crise, o governo FHC foi forçado a buscar ajuda financeira do Fundo Monetário Internacional (FMI), que impôs uma série de condições de austeridade fiscal para conceder o empréstimo (Giambiagi et al., 2011).

Em janeiro de 1999, diante de sucessivos ataques especulativos, o Brasil finalmente abandonou o regime de câmbio fixo e adotou o câmbio flutuante. A desvalorização do real foi um passo inevitável para restaurar o equilíbrio nas contas externas e recuperar a competitividade das exportações brasileiras. No entanto, essa medida também trouxe desafios, pois a inflação voltou a subir e o governo precisou adotar uma nova política monetária para manter a estabilidade econômica (Giambiagi et al., 2011).

2.4.3 Adoção do Regime de Metas de Inflação

Após a desvalorização cambial de 1999, o governo FHC implementou o regime de metas de inflação como a nova âncora nominal para a política monetária brasileira. Este regime foi introduzido para substituir a âncora cambial e fornecer previsibilidade ao mercado. No regime de metas de inflação, o Banco Central estabelece metas anuais de inflação e utiliza a taxa de juros como principal instrumento para garantir que essas metas sejam alcançadas (Giambiagi et al., 2011).

A adoção do regime de metas de inflação representou uma mudança significativa na política econômica brasileira, e foi amplamente elogiada por economistas e pelo mercado financeiro. Segundo Giambiagi et al. (2011), o novo regime aumentou a transparência e a previsibilidade da política monetária, contribuindo para o fortalecimento da confiança dos investidores. Além disso, ao permitir maior flexibilidade no câmbio, o governo conseguiu evitar as distorções causadas pela política de câmbio fixo, que havia prejudicado a competitividade das exportações brasileiras.

No entanto, o regime de metas de inflação também trouxe desafios significativos. A principal ferramenta para o controle da inflação passou a ser a taxa básica de juros (Selic), que foi mantida em níveis elevados para conter a demanda e evitar a subida dos preços. Isso teve um impacto negativo sobre o crescimento econômico, pois o custo do crédito aumentou e os investimentos produtivos foram reduzidos (Giambiagi et al., 2011).

A inflação foi mantida sob controle nos primeiros anos do regime de metas, mas em 2002, durante o período eleitoral, a inflação ultrapassou o teto da meta, alcançando 12,5%. Esse aumento foi atribuído às incertezas políticas e à volatilidade dos mercados internacionais, que geraram pressões inflacionárias adicionais. Ainda assim, o regime de metas de inflação foi considerado um sucesso, pois ajudou a consolidar a estabilização econômica no Brasil (Giambiagi et al., 2011).

2.4.4 Desafios Fiscais e a Crise da Dívida Pública

O governo FHC também enfrentou sérios desafios fiscais durante seus dois mandatos. O Brasil tinha uma longa história de déficits públicos e endividamento, e a década de 1990 não foi exceção. Durante o primeiro mandato de FHC, o déficit

público nominal ultrapassou 6% do PIB, e a dívida pública continuou a crescer a uma taxa alarmante (Giambiagi et al., 2011).

A combinação de juros altos, câmbio fixo e baixa competitividade das exportações agravou a situação fiscal do Brasil. Para enfrentar esse problema, o governo adotou uma série de medidas de ajuste fiscal, incluindo a criação de superávits primários e a renegociação de dívidas com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Esses ajustes foram necessários para estabilizar a economia e evitar um colapso fiscal, mas também impuseram sacrifícios significativos à população, com cortes de gastos públicos em áreas sociais e aumento da carga tributária (Giambiagi et al., 2011).

Além das medidas de austeridade fiscal, o governo FHC implementou a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000, que foi um marco na gestão das finanças públicas no Brasil. A LRF estabeleceu limites rigorosos para o endividamento dos estados e municípios, e criou regras para o controle dos gastos públicos. A lei foi amplamente elogiada por economistas e políticos, pois trouxe maior transparência e disciplina fiscal ao setor público (Giambiagi et al., 2011).

Apesar dos esforços do governo, a dívida pública continuou a crescer ao longo do segundo mandato de FHC. A política de juros altos, adotada para controlar a inflação e atrair capital estrangeiro, aumentou o custo da dívida e dificultou o equilíbrio fiscal. Em 2002, a dívida pública brasileira ultrapassou 50% do PIB, gerando preocupações sobre a sustentabilidade das finanças públicas a longo prazo (Giambiagi et al., 2011).

2.5 ANOS 2003 A 2010

O período de 2003 a 2010 foi marcado por transformações significativas na economia brasileira, principalmente com a ascensão de Luiz Inácio Lula da Silva à presidência. O governo Lula, dividido em dois mandatos (2003-2006 e 2007-2010), e trouxe uma nova abordagem à gestão do Brasil, por exemplo, através de: políticas de redistribuição de renda e de geração de emprego, expansão dos parceiros comerciais e exportações, estabelecimento do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), expansão do acesso ao ensino superior (Teixeira; Pinto, 2012). No

entanto, manteve várias das diretrizes econômicas estabelecidas durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, como o compromisso com a responsabilidade fiscal e o regime de metas de inflação (Giambiagi et al., 2011).

A economia brasileira enfrentou uma transição importante nesse período, em que conseguiu combinar estabilidade macroeconômica com crescimento especialmente a partir da metade da década de 2000. Programas sociais, como o Bolsa Família, foram fundamentais para reduzir a pobreza e a desigualdade, contribuindo para a expansão da classe média e o aumento do consumo interno (Giambiagi et al., 2011; Singer, 2009).

Lula assumiu a presidência em um contexto de alta desconfiança por parte dos mercados financeiros, dada sua trajetória sindicalista e as posições históricas de seu partido, o Partido dos Trabalhadores (PT). No entanto, a manutenção de uma política econômica ortodoxa no início do seu governo, com ênfase no controle da inflação, no superávit fiscal e na manutenção do regime de câmbio flutuante, ajudou a tranquilizar investidores e assegurar um ambiente estável para o crescimento econômico (Giambiagi et al., 2011; Singer, 2009).

2.5.1 Cenário Econômico Internacional e Nacional em 2003

O início do governo Lula foi marcado por incertezas, tanto no cenário econômico internacional quanto no contexto interno. O mundo ainda sentia os efeitos da crise financeira da virada do milênio, agravada pelos ataques de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos e suas consequências globais (Giambiagi et al., 2011). Além disso, a economia brasileira enfrentava desequilíbrios fiscais e um histórico recente de crise cambial, que havia atingido o país no final do governo FHC, forçando a adoção de um regime de câmbio flutuante em 1999.

Entre os principais desafios herdados estavam o alto nível da dívida pública, as elevadas taxas de juros, a necessidade de consolidar o ajuste fiscal e a recuperação do crescimento econômico em um cenário internacional adverso. O governo Lula, no entanto, conseguiu reverter boa parte desse quadro ao adotar políticas que mantinham os pilares da estabilidade econômica, mas com maior ênfase nas políticas sociais e no crescimento inclusivo (Giambiagi et al., 2011).

2.5.2 Política Fiscal e de Responsabilidade Econômica

Uma das grandes questões do início do governo Lula foi como equilibrar a necessidade de manter a responsabilidade fiscal com as demandas por maior gasto social e investimento em infraestrutura. O governo optou por manter uma política fiscal conservadora, focando no superávit primário, ou seja, a diferença positiva entre as receitas e as despesas do governo, excluídos os pagamentos de juros. Esse superávit era considerado essencial para reduzir a dívida pública e manter a confiança dos investidores (Giambiagi et al., 2011).

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), aprovada em 2000, também continuou a ser um pilar fundamental da política econômica. Ela impunha limites rigorosos ao endividamento dos estados e municípios, obrigando as administrações a manter um rigoroso controle sobre suas finanças (Giambiagi et al., 2011). Essa política fiscal responsável foi essencial para garantir que o Brasil mantivesse uma posição estável no cenário internacional, atraindo investimentos e reduzindo o risco de crises fiscais.

Ao longo dos dois mandatos de Lula, o governo conseguiu gerar superávits primários consistentes, o que permitiu uma significativa redução da relação dívida/PIB. Em 2003, a relação da dívida herdada ao assumir a presidência estava em torno de 60%, caindo progressivamente ao longo da década, à medida que a economia crescia e o governo mantinha o controle sobre os gastos públicos, chegando a cerca de 35% ao final do segundo mandato em 2011 (Giambiagi et al., 2011; IPEA, 2025).

2.5.3 Crescimento Econômico e Políticas de Desenvolvimento

O crescimento econômico foi uma das marcas do governo Lula, especialmente a partir de 2004, quando o Brasil começou a registrar taxas de crescimento mais robustas, impulsionadas tanto por fatores internos quanto externos. O PIB brasileiro cresceu a uma média de 4% ao ano entre 2003 e 2010, com destaque para o ano de 2010, em que o crescimento atingiu 7,5% (Giambiagi et al., 2011).

Um dos principais instrumentos do governo Lula para impulsionar o crescimento foi o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC),

em 2007. O PAC visava aumentar os investimentos em infraestrutura, como transportes, energia e saneamento básico, além de modernizar setores estratégicos da economia (Giambiagi et al., 2011). O programa também tinha como objetivo criar um ambiente mais favorável ao investimento privado, através da concessão de incentivos fiscais e da simplificação da burocracia.

O PAC teve impactos importantes no crescimento econômico, gerando empregos e melhorando a infraestrutura do país. Segundo Giambiagi et al. (2011), o programa foi responsável por alavancar o setor da construção civil, que se tornou um dos motores do crescimento durante o governo Lula. Além disso, o aumento dos investimentos públicos e privados ajudou a estimular o consumo interno, que já vinha crescendo com a expansão da classe média.

2.5.4 A Política Monetária e o Combate à Inflação

Ao longo dos dois mandatos de Lula, o Banco Central manteve o regime de metas de inflação, que havia sido adotado no final do governo FHC, como o principal instrumento de controle da inflação. O Comitê de Política Monetária (Copom) ajustava a taxa básica de juros (Selic) para garantir que a inflação ficasse dentro das metas estabelecidas (Giambiagi et al., 2011).

A inflação, que era uma grande preocupação no início do governo Lula, foi mantida sob controle durante a maior parte do período, com exceção de alguns momentos de alta devido a fatores externos, como o aumento dos preços das commodities. Em 2003, a inflação estava em 9,3%, mas caiu para níveis mais baixos nos anos seguintes, ficando em torno de 4% a 6% durante o segundo mandato (Giambiagi et al., 2011).

O controle da inflação foi um dos grandes trunfos do governo Lula, pois permitiu que a economia brasileira mantivesse a confiança dos investidores, enquanto crescia de maneira mais equilibrada. No entanto, o custo desse controle foi uma política de juros elevados, que limitou o crescimento em alguns setores, especialmente no início do governo (Giambiagi et al., 2011; Teixeira; Pinto, 2012).

2.5.5 Distribuição de Renda e Políticas Sociais

Um dos legados mais significativos dos governos Lula foi a melhoria dos indicadores sociais, principalmente no que diz respeito à distribuição de renda, redução da pobreza e da desigualdade social. As políticas sociais, centradas em programas de transferência de renda como o Bolsa Família, tiveram um papel fundamental nesse processo, permitindo que milhões de brasileiros saíssem da pobreza extrema e entrassem na classe média (Giambiagi et al., 2011).

O Bolsa Família, criado em 2003, consolidou e expandiu os programas de transferência de renda iniciados em governos anteriores. O objetivo do programa era fornecer uma renda mínima às famílias em situação de vulnerabilidade, vinculada à contrapartida de manter as crianças na escola e cumprir os requisitos de saúde básica, como a vacinação. De acordo com Giambiagi et al. (2011), o programa rapidamente se tornou o maior programa de transferência de renda do mundo, beneficiando mais de 12 milhões de famílias.

O impacto do Bolsa Família foi amplamente documentado, com resultados expressivos na redução da pobreza e da desigualdade. Segundo dados do IBGE, a taxa de pobreza caiu de 22% da população em 2003 para 7% em 2010, em grande parte devido ao sucesso das políticas de redistribuição de renda (Giambiagi et al., 2011). Além disso, no período de 2001 a 2015, houve a diminuição do coeficiente de Gini do Brasil cerca de 0,032 pontos (de 0,593 para 0,561) associada à consolidação do programa (IPEA, 2019).

As políticas sociais também impulsionaram o consumo interno, especialmente entre as camadas mais pobres da população, que agora tinham mais acesso a crédito e bens de consumo. O crescimento da classe média durante o governo Lula foi um dos motores do crescimento econômico, com a expansão do consumo sendo responsável por boa parte do dinamismo da economia (Giambiagi et al., 2011).

Além do Bolsa Família, outras iniciativas voltadas para o desenvolvimento social incluíram o aumento do salário mínimo, que teve um crescimento real significativo durante o governo Lula. Entre 2003 e 2010, o salário mínimo acumulou uma valorização real de mais de 50%, o que também contribuiu para a redução da pobreza e o aumento do poder de compra das classes mais baixas (Giambiagi et al., 2011).

No entanto, o governo enfrentou críticas por parte de alguns economistas que argumentavam que o aumento dos gastos sociais, embora necessário, poderia

ser insustentável a longo prazo. Alguns temiam que a expansão dos programas de transferência de renda e o aumento do salário mínimo pudessem gerar pressões inflacionárias ou desequilíbrios fiscais no futuro (Giambiagi et al., 2011).

A Caixa Econômica Federal atua como pagadora do Bolsa Família e isso se dá por ser uma instituição financeira pública federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, com reconhecimento na execução de políticas sociais e de transferência de renda. A escolha da Caixa se justifica pela sua ampla capilaridade territorial, com presença em todos os municípios brasileiros, o que facilita o acesso dos beneficiários aos recursos.

Além disso, a Caixa já possui infraestrutura tecnológica e operacional consolidada para administrar programas sociais, como o próprio Bolsa Família e Auxílio Emergencial e outros anteriores, como o Bolsa Escola. Essa estrutura permite a gestão dos pagamentos com controle, rastreabilidade e integração aos dados do Governo Federal, especialmente aos cadastros utilizados pelo Ministério do Desenvolvimento e Assistência Social, Família e Combate à Fome.

A centralização dos pagamentos na Caixa também se relaciona com sua função institucional de agente operador de políticas públicas voltadas à inclusão social, financeira e bancária, o que reforça seu papel no contexto de programas de transferência condicionada de renda.

2.5.6 Crise Financeira Global de 2008

A crise financeira global de 2008 representou um grande teste para a economia brasileira e para as políticas econômicas adotadas durante o governo Lula. Originada no mercado imobiliário dos Estados Unidos, a crise se espalhou rapidamente pelo sistema financeiro global, provocando recessões em várias economias avançadas e emergentes (Giambiagi et al., 2011).

No entanto, o Brasil conseguiu resistir à crise de maneira surpreendentemente eficaz. Enquanto muitos países enfrentavam quedas acentuadas no PIB, o Brasil registrou apenas uma contração modesta de 0,3% em 2009, e voltou a crescer de maneira robusta já em 2010, com uma taxa de crescimento de 7,5% (Giambiagi et al., 2011). Esse desempenho foi atribuído à combinação de fatores internos e externos, incluindo a política de reservas

internacionais acumuladas durante os anos anteriores e a rápida resposta do governo à crise.

Uma das primeiras medidas adotadas pelo governo Lula em resposta à crise foi a injeção de liquidez no sistema financeiro, a fim de garantir que os bancos brasileiros continuassem a conceder crédito e que a economia não paralisasse. Além disso, o governo expandiu o crédito público, por meio de bancos estatais, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, para compensar a retração do crédito privado (Giambiagi et al., 2011).

Outra medida importante foi o corte nas taxas de juros. O Banco Central reduziu a taxa Selic de 13,75% em 2008 para 8,75% em 2009, na tentativa de estimular a economia e evitar uma recessão mais profunda. Ao mesmo tempo, o governo adotou políticas fiscais expansionistas, aumentando o investimento público em infraestrutura e oferecendo incentivos fiscais para setores estratégicos, como a indústria automobilística (Giambiagi et al., 2011).

Essas medidas foram eficazes em mitigar os impactos da crise sobre a economia brasileira, permitindo uma recuperação rápida e robusta. Além disso, o fato de o Brasil ter acumulado reservas internacionais significativas durante os anos de boom das commodities foi essencial para evitar uma crise cambial, como as que ocorreram em crises anteriores (Giambiagi et al., 2011).

O desempenho positivo do Brasil durante a crise de 2008 fortaleceu a imagem do país no cenário internacional, consolidando sua posição como uma das principais economias emergentes. O Brasil foi um dos primeiros países a se recuperar da crise, o que gerou otimismo quanto às perspectivas econômicas para a década seguinte (Giambiagi et al., 2011).

2.5.7 O Legados dos Anos 2003-2010

O período de 2003 a 2010 corresponde aos dois primeiros mandatos de Luiz Inácio Lula da Silva. Durante esses anos, o país conseguiu consolidar a estabilidade econômica, impulsionar o crescimento e reduzir significativamente a pobreza e a desigualdade social. A combinação de políticas econômicas responsáveis, com foco na manutenção da estabilidade fiscal e monetária, e a ênfase em programas sociais inclusivos, como o Bolsa Família, foram fundamentais para alcançar esses resultados (Giambiagi et al., 2011; Singer, 2009).

O crescimento econômico sustentado durante o governo Lula foi impulsionado por uma série de fatores, incluindo o aumento do consumo interno, os investimentos em infraestrutura e a expansão do comércio exterior, especialmente com a China. Além disso, o Brasil se beneficiou de um ambiente internacional favorável, com a valorização das commodities e a maior integração dos países emergentes na economia global (Giambiagi et al., 2011; Teixeira; Pinto 2012).

No entanto, o período também trouxe desafios, especialmente no que diz respeito à valorização cambial e à necessidade de aumentar a competitividade da indústria brasileira. Embora o governo tenha adotado medidas para mitigar esses problemas, a dependência crescente do Brasil em relação às commodities e o impacto da valorização do real sobre o setor manufatureiro continuaram a ser temas de debate para os economistas (Giambiagi et al., 2011).

Em termos de política social, o governo Lula deixou um legado duradouro, com programas como o Bolsa Família sendo responsáveis por uma das maiores reduções de pobreza da história recente do país. Além disso, o aumento do salário mínimo e a expansão do crédito contribuíram para o crescimento da classe média, consolidando um novo padrão de consumo e de desenvolvimento social (Giambiagi et al., 2011; Teixeira; Pinto, 2012).

Ao final de 2010, o Brasil se encontrava em uma posição privilegiada no cenário internacional, com uma economia robusta, reservas internacionais elevadas e uma sociedade mais igualitária. No entanto, os desafios que se colocavam para o período seguinte incluíam a necessidade de manter o ritmo de crescimento, enfrentar as pressões inflacionárias e aumentar a competitividade da indústria brasileira (Giambiagi et al., 2011).

2.6 ANOS 2011 A 2016

O início do governo de Dilma Rousseff, em janeiro de 2011, marcou um momento de transição na economia brasileira. O país havia experimentado um crescimento expressivo durante o governo de Luiz Inácio Lula da Silva, beneficiando-se da alta nos preços das commodities e de uma série de políticas sociais que promoveram inclusão e crescimento do mercado consumidor interno. Ao fim de 2010, o Brasil tinha alcançado um crescimento de 7,5%, semelhante ao de

economias como a da China, e as expectativas para o governo de Dilma Rousseff eram de continuidade desse ciclo virtuoso.

Dilma Rousseff herdou um país que, no papel, parecia estar em uma posição sólida, mas havia desafios claros pela frente. Em seu discurso de posse, Dilma afirmou: "Vivemos um dos melhores momentos da vida nacional, milhões de empregos estão sendo criados, nossa taxa de crescimento mais que dobrou, e encerramos um longo período de dependência do Fundo Monetário Internacional" (Bolle, 2017). No entanto, essa visão otimista não refletia totalmente os riscos e vulnerabilidades subjacentes que começariam a emergir logo em seguida.

Em 2011, o Brasil já sentia os efeitos remanescentes da crise financeira global de 2008, que havia impactado gravemente as economias maduras. Ao longo do ano, a economia brasileira começou a desacelerar, com uma taxa de crescimento que caiu para 3,9%. Além disso, o aumento da inflação e o desequilíbrio nas contas públicas começaram a gerar preocupações sobre a sustentabilidade da política econômica. Bolle (2017) descreve esse período como um ponto de inflexão para a economia brasileira, quando as decisões tomadas nos primeiros anos do governo Dilma lançaram as bases para a crise que se seguiria.

2.6.1 A Nova Matriz Econômica e Suas Primeiras Consequências

Em 2012, Dilma Rousseff e sua equipe econômica, liderada pelo Ministro da Fazenda, Guido Mantega, implementaram a chamada "Nova Matriz Econômica". Essa política tinha como objetivo reverter a desaceleração econômica através de uma série de medidas heterodoxas que incluíam a redução das taxas de juros, a desvalorização do real, o aumento dos gastos públicos e a expansão do crédito através de bancos estatais, como o BNDES. Essas medidas pretendiam estimular o consumo interno e, consequentemente, o crescimento econômico.

A Nova Matriz Econômica, no entanto, foi amplamente criticada por economistas e analistas, tanto no Brasil quanto no exterior, por sua falta de planejamento de longo prazo e sua ênfase excessiva no consumo em detrimento do investimento produtivo. Bolle (2017) observa que a política teve como efeito colateral o aumento da dívida pública e o crescimento da inflação:

A combinação de economia fechada com o desprezo pelo mecanismo de preços demonstrado pelo governo brasileiro levou o país à lona em 2014 e talvez tenha sido a faceta mais nefasta e menos visível — ao menos em 2013 — da Nova Matriz Econômica, uma das principais razões para o sumiço do investimento e a falta de crescimento da economia brasileira (Bolle, 2017, p. 146).

A tentativa de impulsionar o setor industrial por meio de subsídios e políticas protecionistas, como a escolha dos chamados "campeões nacionais", empresas brasileiras que receberam enormes volumes de crédito subsidiado do BNDES, acabou por criar distorções econômicas (Guedes, 2019). Esses "campeões" muitas vezes não apresentavam os retornos esperados e, em alguns casos, como o do grupo EBX, de Eike Batista, faliram ou entraram em processos de recuperação judicial (Jusbrasil, 2013).

2.6.2 Política Fiscal e Monetária Durante o Primeiro Mandato de Dilma Rousseff (2011-2014)

Durante os primeiros anos do governo Dilma, houve uma queda acentuada na taxa de juros promovida pelo Banco Central, acompanhada de uma política fiscal expansionista. Essas medidas visavam, em parte, sustentar o nível de consumo interno e garantir o crescimento econômico, mas também estavam alinhadas à visão de Dilma Rousseff de que o Brasil poderia seguir um caminho alternativo às políticas de austeridade que estavam sendo implementadas em outros países, como na Europa.

No entanto, as políticas expansionistas acabaram por desorganizar as contas públicas. O governo elevou significativamente os gastos, ao mesmo tempo que reduzia artificialmente o preço da energia elétrica e dos combustíveis. O controle de preços, apesar de politicamente conveniente, teve um impacto devastador sobre as empresas estatais, em especial a Petrobras, cuja saúde financeira foi profundamente prejudicada pela obrigatoriedade de vender combustíveis a preços abaixo do mercado (Pinto et. al, 2016).

Além disso, o controle dos preços gerou distorções inflacionárias. Enquanto a inflação oficial se mantinha dentro do teto da meta (6,5%), havia uma pressão crescente sobre os preços administrados, como energia, combustíveis e transportes,

o que eventualmente levou a uma explosão inflacionária quando esses controles foram relaxados em 2015.

2.6.3 O Agravamento da Crise e a Recessão (2014-2015)

Em 2014, o Brasil começou a sentir os efeitos de uma desaceleração econômica global, em particular a queda nos preços das commodities, que vinham sustentando grande parte do crescimento brasileiro desde os anos 2000. A China, principal parceira comercial do Brasil e grande compradora de matérias-primas como minério de ferro e soja, reduziu suas taxas de crescimento, o que impactou diretamente a balança comercial brasileira. Ao mesmo tempo, a política de estímulos internos estava perdendo força, com o endividamento crescente das famílias e a desaceleração do crédito.

Nesse contexto, o Brasil entrou oficialmente em recessão em 2015. O Produto Interno Bruto (PIB) contraiu 3,8% naquele ano, enquanto a inflação atingiu 10,7%, um dos níveis mais altos desde o Plano Real. O desemprego, que havia se mantido relativamente baixo durante os anos de crescimento, começou a subir rapidamente, atingindo 11,8% em 2016. A combinação de alta inflação e crescimento negativo — uma condição conhecida como estagflação — tornou-se uma realidade para o Brasil, e a população começou a sentir os impactos do aumento do custo de vida e da perda de empregos.

Bolle (2017) ressalta a descoordenação entre a política monetária e a fiscal no governo Dilma, destacando que “a gangorra dos instrumentos de política econômica, as incertezas sobre o que o governo usará desta vez para estimular a atividade [...] turva os horizontes e reduz os incentivos ao investimento” (Bolle, 2017, p. 146), enquanto o Banco Central, pressionado pela inflação, era acusado de agir com viés político ao reduzir os juros em meio ao descontrole fiscal (Bolle, 2017).

2.6.4 Estagflação e Desorganização Fiscal (2015-2016)

Com a recessão, o governo Dilma tentou implementar um ajuste fiscal sob a liderança do Ministro da Fazenda Joaquim Levy, nomeado em 2015. No entanto, as medidas de austeridade propostas por Levy foram duramente criticadas tanto pela

base política de Dilma quanto por setores da sociedade que viam o ajuste como um abandono das políticas sociais que haviam sido implementadas nos anos anteriores.

As medidas de ajuste, como a redução dos gastos públicos e a tentativa de aumentar a arrecadação por meio de impostos, foram consideradas insuficientes para restaurar a confiança dos investidores. O déficit fiscal continuou a aumentar, e o Brasil perdeu o grau de investimento concedido pelas principais agências de classificação de risco, como a Standard & Poor's (S&P, 2015).

Bolle (2017) afirma que a desorganização fiscal foi um dos principais fatores que contribuíram para a crise. Destaca que o Brasil enfrentava um ciclo de perda de credibilidade, no qual o fracasso das medidas de ajuste fiscal somado à instabilidade política dificultava a recuperação econômica: “A deterioração fiscal brasileira, a incapacidade de avançar com as medidas de ajuste e o agravamento da crise política não mais permitiam que o Brasil mantivesse o selo de bom pagador” (Bolle, 2017, p. 187). A dívida pública, que estava em torno de 50% do PIB em 2011, subiu para mais de 70% em 2016, sinalizando a gravidade da situação fiscal do país.

2.6.5 Impeachment e Consequências Políticas

A crise econômica acabou por se entrelaçar com uma crise política de grandes proporções, exacerbada pelos desdobramentos da Operação Lava Jato, que revelou um esquema de corrupção envolvendo grandes empresas, como a Petrobras, e partidos políticos, incluindo o Partido dos Trabalhadores (PT), ao qual Dilma Rousseff pertencia. Em 2015, o Congresso começou a discutir o pedido de impeachment contra Dilma, alegando que o governo havia praticado as chamadas “pedaladas fiscais”, manobras contábeis que permitiram ao governo esconder o real estado das contas públicas durante a campanha de reeleição de Dilma em 2014.

Em 31 de agosto de 2016, Dilma Rousseff foi oficialmente afastada da presidência após um processo de impeachment (Agência Senado, 2016a). O vice-presidente Michel Temer assumiu a presidência, prometendo implementar uma série de reformas econômicas para restaurar a confiança no Brasil. Entre as principais reformas estava a Emenda Constitucional 95, que estabeleceu um teto para os gastos públicos por 20 anos (Agência Senado, 2016b).

No entanto, o governo Temer enfrentou grande resistência popular e dificuldade em aprovar reformas mais profundas, como a reforma da Previdência. A

economia brasileira começou a mostrar sinais tímidos de recuperação em 2017, mas os problemas estruturais que haviam levado à crise de 2011-2016 ainda estavam longe de ser resolvidos.

2.6.6 O Legado da Crise dos anos 2011-2016

O período de 2011 a 2016 representa um dos momentos mais conturbados da história econômica recente do Brasil. As políticas econômicas adotadas durante o governo Dilma Rousseff, em especial a Nova Matriz Econômica, acabaram por aprofundar os desequilíbrios macroeconômicos, levando o país a uma recessão prolongada e à perda de credibilidade.

Bolle (2017) conclui que o Brasil precisa urgentemente de uma reforma estrutural, que inclua uma reavaliação do papel do Estado na economia, uma maior responsabilidade fiscal e uma modernização das instituições políticas e econômicas. A autora argumenta que o Brasil só conseguirá retomar um crescimento sustentável se houver uma coordenação efetiva entre a política fiscal e monetária, acompanhada de reformas que aumentem a produtividade e a competitividade da economia brasileira.

2.7 POLÍTICA FISCAL NO BRASIL 2010 A 2023

A política fiscal brasileira entre 2010 e 2023 foi marcada por mudanças institucionais e desdobramentos econômicos. Durante esse período, o país enfrentou desafios que evidenciaram a fragilidade de suas contas públicas, enquanto também se registraram avanços significativos em aspectos institucionais, como a introdução de novas regras fiscais e a realização de reformas estruturais, como a criação do Teto de Gastos e a Reforma da Previdência. Esses acontecimentos delinearão o rumo das finanças públicas, moldando a forma como o Brasil lidou com crises econômicas, problemas de endividamento e a necessidade de ajustar seu arcabouço fiscal (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Entre 2010 e 2013, o Brasil ainda se beneficiava de certa estabilidade econômica conquistada na década anterior, mas já apresentava sinais de deterioração fiscal. Durante esse período, o aumento dos gastos públicos foi sustentado por uma alta carga tributária e pela receita advinda do crescimento

econômico, especialmente após a crise financeira global de 2008. No entanto, a partir de 2014, o país entrou em uma grave crise econômica que expôs as vulnerabilidades de sua política fiscal.

O período entre 2014 e 2016 foi marcado por recessão econômica, queda expressiva na arrecadação tributária e aumento dos déficits fiscais, o que resultou em uma deterioração das contas públicas. Em 2015, o Brasil experimentou uma queda geral de arrecadação de cerca de 3,1% em relação a 2014 (R\$ 1,389 trilhões), refletindo a recessão econômica. A arrecadação voltou a crescer modestamente em 2016 (+2,6%), porém ainda abaixo dos níveis de 2014 (Brasil, 2025). Além disso, medidas fiscais questionáveis, como os “dribles contábeis” utilizados para mascarar resultados fiscais, agravaram o problema e minaram a confiança nas políticas econômicas do governo (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Essa crise levou a uma escalada do endividamento público e a uma forte pressão sobre o governo para implementar medidas de ajuste fiscal. O Brasil enfrentou um período de déficit primário persistente, ampliando a dívida pública como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) e dificultando a sustentabilidade fiscal. Em resposta, o governo iniciou um processo de reformas, com destaque para a aprovação da Emenda Constitucional 95/2016, que instituiu o teto de gastos. Essa regra fiscal limitava o crescimento das despesas primárias ao nível da inflação do ano anterior, sendo considerada uma medida crucial para conter o aumento dos gastos públicos e restaurar a credibilidade das políticas fiscais brasileiras. Apesar de controverso, o teto de gastos teve um impacto significativo na contenção das despesas e representou um marco no arcabouço fiscal do país. No entanto, sua eficácia foi colocada em xeque nos anos seguintes, especialmente a partir de 2021, quando ajustes e flexibilizações na regra enfraqueceram sua credibilidade (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Outro marco relevante foi a reforma previdenciária de 2019, que representou um esforço para conter o crescimento exponencial dos gastos com previdência, a maior rubrica do orçamento público federal. Essa reforma buscou alinhar as regras de aposentadoria no Brasil às praticadas em outros países, reduzindo privilégios e aumentando a sustentabilidade de longo prazo do sistema. A reforma previdenciária foi considerada uma das mais significativas da história recente do Brasil e teve impactos positivos para o equilíbrio fiscal (Giambiagi; Tinoco, 2023).

A partir de 2020, a pandemia de COVID-19 trouxe novos desafios à política fiscal brasileira. O governo precisou flexibilizar as regras fiscais para adotar medidas emergenciais, como a concessão de auxílios financeiros à população e o aumento dos gastos com saúde. Essa conjuntura levou a um aumento expressivo no endividamento público e ao aprofundamento do déficit fiscal, mas era amplamente reconhecido que as medidas eram indispensáveis para mitigar os efeitos da crise sanitária e econômica. A pandemia também destacou a importância de políticas fiscais anticíclicas e revelou a necessidade de maior flexibilidade nas regras fiscais existentes (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Após os impactos mais agudos da pandemia, a partir de 2022, o Brasil começou a retomar uma agenda de recuperação fiscal e institucional. No entanto, os desafios permaneciam significativos, especialmente em relação à alta dívida pública e à necessidade de reformas adicionais para sustentar a recuperação econômica. Em 2023, o governo brasileiro apresentou uma nova regra fiscal, denominada Regime Fiscal Sustentável, que substituiu o teto de gastos. Essa nova regra buscava equilibrar o controle das despesas públicas com a necessidade de maior flexibilidade para lidar com situações excepcionais, refletindo um consenso político de que regras fiscais são indispensáveis para garantir a estabilidade econômica (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Além das reformas institucionais, o período também foi marcado por esforços para melhorar a transparência e a qualidade dos dados fiscais. Houve avanços significativos na produção e na disseminação de informações sobre as contas públicas, como a publicação de relatórios detalhados pelo Tesouro Nacional e pela Instituição Fiscal Independente (IFI). Esses relatórios contribuíram para um debate mais qualificado sobre as políticas fiscais e ajudaram a melhorar o processo decisório no campo econômico. A criação da IFI em 2016 foi particularmente importante, pois trouxe maior independência e credibilidade à análise das contas públicas, funcionando como um watchdog fiscal (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Outro aspecto relevante foi a evolução do federalismo fiscal no Brasil. As relações entre o governo federal e os governos subnacionais passaram por transformações importantes, com a implementação de programas de renegociação de dívidas estaduais e municipais, como o Regime de Recuperação Fiscal (RRF) e o Plano de Equilíbrio Fiscal (PEF). Essas iniciativas buscaram oferecer maior estabilidade às finanças regionais, embora nem sempre tenham obtido o sucesso

esperado. A crise fiscal de 2014–2016 também teve impactos severos sobre os estados e municípios, evidenciando a necessidade de reformas que promovam uma maior disciplina fiscal e reduzam a dependência de transferências federais (Giambiagi; Tinoco, 2023).

No campo tributário, o período analisado foi marcado pela persistência de um sistema altamente complexo e ineficiente, com pouca progressividade e muitas distorções que prejudicam a competitividade econômica. Apesar de várias tentativas de reforma tributária, pouco progresso foi feito até 2023, quando o tema voltou à agenda política com maior prioridade. Uma das principais críticas ao sistema tributário brasileiro é a fragmentação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), que conta com legislações distintas nos estados e contribui para a guerra fiscal entre eles. A modernização do sistema tributário é vista como um passo crucial para melhorar a produtividade e o crescimento econômico do Brasil (Giambiagi; Tinoco, 2023).

Durante a gestão do presidente Jair Bolsonaro (2019–2022), a economia brasileira foi marcada por forte instabilidade macroeconômica, agravada pela pandemia de COVID-19. O governo federal adotou medidas de caráter emergencial, como o auxílio emergencial, que implicaram aumento expressivo dos gastos públicos e deterioração do resultado primário, cuja relação com o PIB passou de -1,0% em 2019 para -10,0% em 2020 (Tesouro Nacional, 2021). A contração do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro foi de 3,3% em 2020, a maior desde o início da série histórica atual, seguida de recuperação de 4,8% em 2021 (IBGE, 2022). Apesar do crescimento no pós-pandemia, a retomada foi desigual entre setores e marcada por inflação elevada, política monetária restritiva e redução do investimento público (Giambiagi e Tinoco, 2023). Além disso, a incerteza institucional e os embates entre os poderes da República afetaram negativamente a confiança dos agentes econômicos, comprometendo o ambiente de negócios no país (Giambiagi e Tinoco, 2023).

Em termos de sustentabilidade fiscal, o período entre 2010 e 2023 revelou que, embora o Brasil tenha registrado avanços institucionais importantes, como a adoção de regras fiscais e a realização de reformas, muitos desafios estruturais persistem. A necessidade de equilibrar o controle das despesas públicas com o estímulo ao crescimento econômico continua sendo um dos principais dilemas da política fiscal brasileira. Além disso, a questão do endividamento público permanece

como um desafio central, especialmente em um contexto de aumento dos juros globais, que eleva o custo de financiamento da dívida (Giambiagi; Tinoco, 2023).

3. REGULAÇÃO E DESEMPENHO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

3.1 SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)

O Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foi criado em 1964 pela Lei nº 4.380, com a finalidade de facilitar o acesso à moradia, especialmente para famílias de baixa e média renda, por meio do financiamento de imóveis com condições vantajosas de crédito. A proposta central do SFH é a constituição de um mecanismo institucional e financeiro que articule a poupança popular, captada principalmente via cadernetas de poupança e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), à concessão de financiamentos imobiliários de longo prazo (Fortuna, 2015).

De acordo com Fortuna (2015), o SFH foi concebido como parte de uma política habitacional mais ampla, com forte atuação estatal, especialmente por meio da Caixa Econômica Federal, que assumiu papel de destaque como principal agente operador do sistema. O sistema foi responsável por dar forma à arquitetura do financiamento habitacional brasileiro durante décadas, estruturando regras para prazos de financiamento, taxas de juros e limites máximos de valor do imóvel a ser financiado.

Uma das características centrais do SFH é o seu foco na estabilidade do crédito imobiliário. O sistema adota um modelo de financiamento com amortização constante (Tabela Price ou SAC), prazos estendidos — geralmente entre 20 e 35 anos — e taxas de juros controladas, tradicionalmente limitadas a um teto de 12% ao ano, conforme determinado pelas diretrizes do Conselho Monetário Nacional (CMN) (Fortuna, 2015). Os recursos utilizados para concessão dos créditos habitacionais dentro do SFH devem respeitar regras de alocação específicas, como a exigência de que pelo menos 65% dos depósitos em cadernetas de poupança sejam direcionados ao setor habitacional.

Além disso, o SFH utiliza o FGTS como uma das principais fontes de funding (fonte de recursos). Os trabalhadores com conta vinculada no FGTS podem utilizar os recursos acumulados tanto para amortizar quanto para quitar financiamentos dentro do sistema, o que representa uma alternativa importante para redução do

saldo devedor e do valor das prestações (Fortuna, 2015). O fundo também é utilizado para subsidiar programas governamentais de habitação, como Programa Minha Casa Minha Vida e o antigo Programa Casa Verde e Amarela, permitindo ampliar o acesso ao crédito para famílias de baixa renda.

Embora tenha sido dominante por muitos anos, o SFH passou a dividir espaço com o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), instituído em 1997 pela Lei nº 9.514, que oferece maior liberdade de negociação entre as partes e captação de recursos no mercado de capitais. Ainda assim, o SFH permanece como o principal instrumento para financiamento habitacional subsidiado no país, sendo amplamente utilizado em contratos com valores mais baixos e perfis de risco mais restritos, especialmente no que se refere à renda dos mutuários (Fortuna, 2015).

Importante destacar também a função reguladora e estabilizadora do SFH no sistema financeiro nacional. Durante períodos de retração econômica, o sistema serve como mecanismo anticíclico ao sustentar o setor da construção civil e mitigar os impactos do desemprego e da queda na renda familiar. A previsibilidade dos contratos de financiamento, aliada à regulação estatal, oferece um ambiente de maior segurança jurídica e financeira tanto para os mutuários quanto para os agentes financeiros (Fortuna, 2015).

Por fim, o SFH contribui para o fortalecimento do mercado financeiro ao estruturar uma cadeia de crédito formal e regulada, estimular o investimento privado no setor habitacional e fomentar o desenvolvimento urbano planejado. O sistema, apesar de suas limitações, continua sendo peça-chave na promoção do direito à moradia e no combate ao déficit habitacional no Brasil, reafirmando sua relevância mesmo diante da diversificação dos instrumentos de crédito imobiliário disponíveis atualmente.

3.2 O BANCO NACIONAL DA HABITAÇÃO (BNH): ORIGEM, FUNÇÕES E INCORPORAÇÃO PELA CAIXA ECONÔMICA FEDERAL

O Banco Nacional da Habitação (BNH) foi uma instituição financeira pública criada em 1964 com o objetivo de formular, coordenar e executar políticas de habitação e desenvolvimento urbano no Brasil. Sua criação representou uma resposta à ausência de um sistema institucionalizado de financiamento habitacional e à crescente demanda por moradia nas cidades brasileiras. A trajetória do BNH,

desde sua fundação até sua incorporação pela Caixa Econômica Federal, teve impacto significativo sobre a estrutura do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e a política habitacional brasileira como um todo.

Instituído pela Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, o BNH foi concebido como órgão central do recém-criado Sistema Financeiro da Habitação (SFH). A lei também introduziu a correção monetária nos contratos de financiamento imobiliário, o que permitiu maior previsibilidade para os investidores e viabilizou financiamentos de longo prazo para aquisição de imóveis residenciais (Brasil, 1964).

Desde sua fundação, o BNH operava como banco de fomento, utilizando-se principalmente de dois instrumentos de captação de recursos: o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), criado em 1966, e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Esses fundos eram aplicados por meio de agentes financeiros (bancos públicos e privados) e promotores (como companhias habitacionais estaduais), não atuando o BNH diretamente com o tomador final (IPEA, 1999).

Durante suas duas décadas de existência, o BNH financiou milhões de unidades habitacionais, promoveu investimentos em saneamento básico e buscou viabilizar o acesso à moradia para a população de baixa e média renda. No entanto, parte significativa dos recursos acabava beneficiando faixas de renda intermediária, gerando críticas quanto ao desvio dos objetivos sociais originalmente propostos.

Segundo estudo do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 1999), o BNH foi responsável por estruturar um mercado de crédito habitacional formal no país, mas enfrentou restrições crescentes de financiamento na década de 1980, agravadas pela crise econômica, alta inflação e deterioração fiscal. Casos de inadimplência, concentração bancária, dificuldades regulatórias e a fragilidade institucional também minaram a sua atuação (IPEA, 1999).

Com o agravamento da crise fiscal e diante da necessidade de reorganização institucional do setor, o governo federal extinguiu o BNH em 1986, por meio do Decreto-Lei nº 2.291, de 21 de novembro daquele ano. As suas atribuições foram transferidas para a Caixa Econômica Federal, que passou a exercer as funções de banco de fomento habitacional, além de gestora do FGTS (Brasil, 1986).

A incorporação marcou um novo ciclo na política habitacional, concentrando na Caixa o papel de principal agente do crédito imobiliário e operador central do SFH. Desde então, a Caixa vem liderando os programas habitacionais públicos,

como o Programa de Arrendamento Residencial (PAR) e o “Minha Casa, Minha Vida”, integrando financiamento, subsídios e gestão dos fundos (Caixa, 2023).

A incorporação do BNH fortaleceu a atuação da Caixa no setor habitacional. Em 2023, a instituição atingiu R\$ 700 bilhões em carteira ativa de crédito imobiliário, com 6,6 milhões de contratos ativos, consolidando uma participação de 67,88% no mercado (Agência Gov, 2023). Além da intermediação do crédito, a Caixa tornou-se responsável por programas sociais, fiscalização de obras e controle da aplicação dos recursos do FGTS.

De acordo com estatísticas do Banco Central do Brasil, a Caixa detém a maior participação entre as instituições financeiras que operam com crédito habitacional no país, especialmente nas operações com recursos do FGTS e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Os dados evidenciam a concentração das operações de longo prazo voltadas à habitação na Caixa, sobretudo em programas de interesse social (BACEN, 2023a).

O Banco Nacional da Habitação foi um marco na institucionalização da política habitacional brasileira. Embora tenha enfrentado limitações operacionais e críticas quanto à focalização dos recursos, seu legado foi a estruturação de um sistema duradouro de financiamento habitacional. A sua incorporação pela Caixa Econômica Federal assegurou a continuidade das políticas públicas voltadas à habitação, consolidando a Caixa como o principal agente de crédito imobiliário no país, com papel central em programas sociais e no desenvolvimento urbano.

3.3 A ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA DE BENS IMÓVEIS

A alienação fiduciária de bens imóveis foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Essa legislação trouxe uma significativa inovação ao Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), permitindo maior segurança e celeridade nos processos de garantia de crédito imobiliário (Brasil, 1997). A estrutura jurídica da alienação fiduciária difere de outras formas de garantia, como a hipoteca, pois transfere a propriedade resolúvel do bem ao credor fiduciário, ficando este com o direito de consolidar a propriedade em caso de inadimplência do devedor (Pontes; Caminha, 2016).

A Lei nº 9.514/1997 estabelece os requisitos para constituição da alienação fiduciária, entre eles, a necessidade de instrumento público ou particular registrado

no cartório de registro de imóveis. O contrato deve especificar o valor do financiamento, as condições de pagamento e a descrição detalhada do bem dado em garantia. Essa formalidade assegura maior transparência e segurança para ambas as partes envolvidas (Brasil, 1997).

Um dos principais impactos dessa legislação no crédito imobiliário é a redução do risco para os financiadores. Com a possibilidade de consolidar a propriedade de forma rápida e eficiente, os credores passam a enfrentar menos dificuldades para recuperar os valores financiados. Isso resulta na diminuição dos custos operacionais e na ampliação da oferta de crédito (Pontes; Caminha, 2016).

No mercado imobiliário, a alienação fiduciária tem gerado impactos expressivos. A maior segurança jurídica proporcionada pela legislação estimulou a entrada de novos investidores e financiadores no setor, aumentando a competitividade e promovendo condições mais favoráveis aos consumidores. Adicionalmente, a celeridade no processo de execução facilita a liquidez dos ativos imobiliários, beneficiando o fluxo de negócios no mercado (Pontes; Caminha, 2016).

Outro ponto importante é o impacto da alienação fiduciária no desenvolvimento econômico do país. O acesso mais facilitado ao crédito imobiliário tem impulsionado a construção civil, um dos setores mais relevantes para o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. A expansão do crédito imobiliário também estimula a geração de empregos e a arrecadação tributária, fortalecendo a economia nacional (Pontes; Caminha, 2016).

Comparativamente, a hipoteca apresenta desvantagens relevantes em relação à alienação fiduciária. Além de ser um processo mais lento e burocrático, a execução da hipoteca pode gerar insegurança tanto para o credor quanto para o devedor. Essas limitações tornaram a alienação fiduciária uma opção preferida no mercado brasileiro, especialmente em operações de grande escala ou envolvendo bens de alto valor (Pontes; Caminha, 2016).

Assim, a alienação fiduciária em garantia de bens imóveis pode ser considerada um marco no direito imobiliário brasileiro, contribuindo significativamente para a modernização do setor e para a promoção do desenvolvimento econômico do país.

3.4 SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO (SFI), CRI E LCI

O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) foi instituído pela Lei nº 9.514/1997 com o propósito de criar um mercado imobiliário mais dinâmico e menos dependente dos recursos públicos. Diferentemente do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), o SFI permite maior liberdade contratual e a captação de recursos junto ao setor privado, como fundos de investimento e investidores institucionais (Brasil, 1997).

O SFI surge como uma alternativa mais flexível ao SFH, sendo baseado em instrumentos modernos como a securitização de recebíveis e a alienação fiduciária, que garantem maior agilidade e segurança jurídica às operações. A alienação fiduciária, inclusive, é destacada por proporcionar mais eficiência na recuperação do crédito, pois, em caso de inadimplência, permite ao credor retomar o imóvel com rapidez (Brasil, 1997, art. 26).

Uma das principais inovações do SFI foi a introdução de instrumentos financeiros como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que se tornaram fundamentais para a expansão do crédito imobiliário no Brasil.

Os CRIs são títulos de renda fixa emitidos por companhias securitizadoras e lastreados em créditos imobiliários, como contratos de financiamento ou de aluguel. Os CRIs representam uma forma de captação de recursos que viabiliza o financiamento do setor imobiliário sem recorrer ao sistema bancário tradicional, favorecendo o desenvolvimento do mercado de capitais. Esses títulos oferecem ao investidor rentabilidades diversas (prefixadas, pós-fixadas ou atreladas à inflação) e contam com isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas. Contudo, diferentemente da LCI, os CRIs não possuem cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), o que exige análise mais criteriosa quanto ao risco de crédito (B3, 2025).

As LCIs, por sua vez, são emitidas por instituições financeiras e também possuem como lastro créditos imobiliários. Sua principal vantagem é a isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas e a cobertura pelo FGC até o limite de R\$ 250 mil, o que as torna uma opção de investimento mais segura, especialmente para perfis conservadores (BACEN, 2023b).

3.5 EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

A evolução do crédito imobiliário no Brasil está diretamente relacionada à implementação de marcos regulatórios que proporcionaram maior segurança jurídica e eficiência ao setor. A Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) e a alienação fiduciária de bens imóveis, foi um dos principais impulsionadores desse crescimento. Esse mecanismo permite que, em caso de inadimplência, a propriedade do imóvel seja consolidada em favor do credor de maneira célere, reduzindo os riscos para as instituições financeiras e aumentando a oferta de crédito (Brasil, 1997).

Com a introdução dessa legislação, o mercado imobiliário brasileiro passou a contar com um modelo de financiamento mais seguro e eficiente. Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), a alienação fiduciária trouxe maior previsibilidade e segurança para os bancos, permitindo uma ampliação considerável do crédito imobiliário (BACEN, 2007). Como resultado, a relação entre o crédito imobiliário e o Produto Interno Bruto (PIB) do país cresceu de 1,5% em 2003 para quase 10% em 2018, evidenciando a consolidação desse setor como um dos principais motores da economia brasileira (IPEA, 2018).

Além disso, dados recentes do Banco Central do Brasil demonstram que o crédito imobiliário continua a desempenhar um papel fundamental na economia nacional, com estatísticas que apontam para um aumento contínuo das operações de financiamento habitacional e da participação do setor no PIB (BACEN, 2024). No entanto, o Brasil ainda se encontra atrás de países desenvolvidos, onde essa relação ultrapassa 50%, o que indica um potencial de crescimento significativo para os próximos anos.

Dessa forma, a implementação da Lei nº 9.514/1997 foi um divisor de águas para o crédito imobiliário no Brasil. A alienação fiduciária tornou-se um instrumento essencial para a redução da inadimplência e para a expansão do setor, consolidando o mercado imobiliário como um dos pilares do desenvolvimento econômico do país.

4. METODOLOGIA

Esta pesquisa adota uma abordagem qualitativa, de natureza exploratória e descritiva, com base em revisão bibliográfica e análise documental. Foram utilizados dados secundários extraídos de fontes oficiais, como Banco Central do Brasil, IBGE, relatórios da própria Caixa Econômica Federal e publicações acadêmicas em economia, finanças públicas e regulação bancária. A investigação articula a evolução histórica de marcos econômicos e políticos com os indicadores de desempenho da Caixa, destacando o ROE como métrica central. Optou-se por uma abordagem qualitativa em virtude do foco interpretativo deste trabalho, buscando compreender o desempenho da instituição à luz de contextos regulatórios e conjunturas econômicas, o que nem sempre é plenamente captado por métodos quantitativos tradicionais.

Adicionalmente, realiza-se uma análise comparativa com outros bancos públicos (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (Caixa), Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco da Amazônia (BASA) e Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE)), com base em dados financeiros anuais, visando identificar padrões de rentabilidade, volatilidade e estratégias operacionais. A utilização de métricas como média e desvio-padrão do ROE permite avaliar a consistência dos retornos e o risco institucional.

5. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

5.1 O ROE

O Return on Equity (ROE), ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido, é um dos principais indicadores financeiros para avaliar a eficiência de instituições bancárias na geração de lucro a partir do capital próprio. Segundo Gitman e Zutter (2010), o ROE é um dos melhores indicadores da rentabilidade dos acionistas, pois reflete diretamente o retorno obtido sobre o investimento no banco.

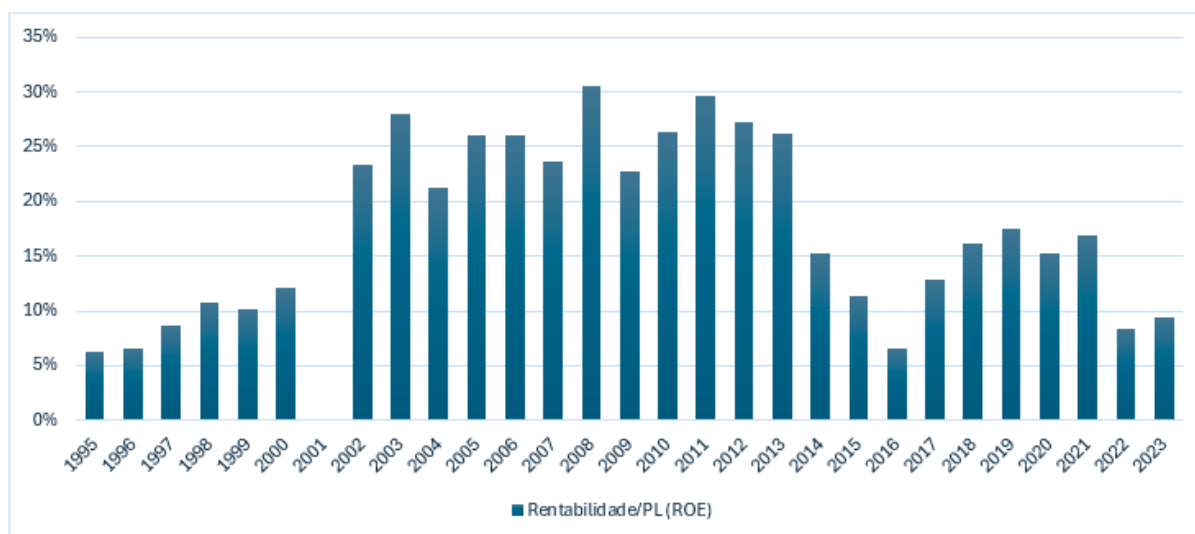
A análise do ROE dos principais bancos permite identificar padrões de desempenho, volatilidade e eficiência operacional, possibilitando a formulação de estratégias para otimizar sua gestão financeira.

Os dados analisados foram obtidos a partir de relatórios financeiros dos bancos e métricas de rentabilidade disponíveis em suas páginas de relacionamento com investidores, na internet. Sua fórmula é expressa como: $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$, sendo um reflexo direto da eficiência da gestão em transformar o patrimônio em lucro. Segundo Gitman e Zutter (2010), o ROE indica o retorno obtido pelos proprietários da empresa sobre o valor contábil de seu investimento, funcionando como ferramenta de comparação entre instituições e instrumento de análise para decisões estratégicas.

5.2 EVOLUÇÃO DO ROE CAIXA

A evolução do indicador Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) da Caixa Econômica Federal entre 1995 e 2023 reflete as transformações econômicas e institucionais ocorridas no Brasil nesse período, e os indicadores estão dispostos no GRÁFICO 1.

GRÁFICO 1 – Evolução do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) da Caixa Econômica Federal (1995-2023)



FONTE: O autor (2025)

A ausência de dado para o ano de 2001 no gráfico se dá pelo prejuízo de R\$ 4,7 bilhões ocorrido neste ano, único prejuízo observado no período analisado, e pelo aumento de capital promovido pela União, conforme consta no Relatório da Administração publicado em 2002 referente ao exercício de 2001:

"Nada obstante as adversidades, o ano representa um marco na história da instituição, que teve equacionado o desequilíbrio estrutural decorrente sobretudo de subsídios indiretos na sua carteira de créditos imobiliários. O resultado negativo apurado decorre, portanto, dos ajustes promovidos com a reestruturação patrimonial e foi plenamente absorvido pela capitalização recebida, no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (MP nº 2.196-3, de 24 de agosto de 2001)" (CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, 2002).

Observa-se um crescimento gradual do ROE até o início dos anos 2000, com destaque para o ano de 2008, quando o indicador atinge cerca de 30,6%. Esse desempenho pode ser associado à estabilidade monetária consolidada pelo Plano Real, à expansão do crédito e à reorganização das finanças públicas.

A partir de 2002, o ROE mantém níveis elevados, ainda que com oscilações, até o ano de 2013, quando a política econômica adota uma postura mais intervencionista, especialmente por meio da ampliação do crédito direcionado e da atuação dos bancos públicos em programas sociais e habitacionais. Em todo o

período de 2002 a 2013, o ROE supera 20%, impulsionado pela expansão do crédito imobiliário e estabilidade econômica e redução de desigualdades sociais.

A partir de 2014, o indicador entra em trajetória de queda, acompanhando o agravamento da crise fiscal, o aumento da inadimplência e a deterioração da economia nacional. O ponto mais crítico ocorre em 2016, com um ROE de apenas 6,6%, em meio ao processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff e ao colapso da chamada Nova Matriz Econômica.

Entre 2014 e 2016, o Brasil enfrentou a pior recessão desde a redemocratização. O Produto Interno Bruto (PIB) retraiu 3,55% em 2015 e 3,31% em 2016, segundo dados do IBGE (2018), com impactos profundos no setor financeiro e bancário. Nesse período, o governo federal também se envolveu na prática das chamadas pedaladas fiscais, que consistiam em atrasar repasses do Tesouro Nacional para bancos públicos — como a Caixa Econômica Federal — a fim de financiar temporariamente programas sociais, mascarando o desequilíbrio fiscal.

A Caixa foi diretamente afetada, pois arcava com pagamentos de programas como Bolsa Família, Abono Salarial e Seguro Desemprego com recursos próprios, acumulando créditos a receber do governo. Essa prática prejudicou o fluxo de caixa da instituição e pressionou indicadores de capital e rentabilidade. Em agosto de 2014 a Caixa tinha a receber cerca de R\$ 1.740,5 milhões em valores relacionados às pedaladas fiscais, apontando desequilíbrios gerados em sua estrutura financeira (Falcão; Arguelhes; Recondo, 2016).

Além disso, os Relatórios de Administração da Caixa apontam que, embora o banco ainda apresentasse lucro contábil no período, houve queda expressiva do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Em 2013, o ROE da Caixa superava 20%. Contudo, em 2015 caiu para 11,2%, e em 2016, para 6,6%. Essa queda reflete não apenas o cenário recessivo, mas também os efeitos das pedaladas e a elevação da inadimplência, além do aumento nas provisões para devedores duvidosos e o encolhimento do crédito imobiliário e consignado.

O impacto no ROE evidencia como a combinação entre má condução da política fiscal e recessão econômica pode comprometer a sustentabilidade financeira de um banco público. A partir de 2017, com o fim das pedaladas, o reequilíbrio gradual das contas públicas e o novo modelo de governança implantado, a Caixa iniciou um processo de recuperação dos seus indicadores de desempenho.

Nos anos seguintes, nota-se uma recuperação gradual, com destaque para 2019 (ROE de 17,5%), reflexo da política de enxugamento da carteira de crédito de maior risco e do foco em resultados operacionais mais sustentáveis. Já em 2020 e 2021, apesar do contexto desafiador da pandemia de Covid-19, a Caixa conseguiu manter o ROE relativamente estável, próximo de 15% a 16%, evidenciando capacidade de adaptação institucional.

Os anos mais recentes, 2022 e 2023, mostram uma nova queda do indicador, com ROEs de 8,35% e 9,35%, respectivamente. Esse comportamento pode estar associado à desaceleração do mercado imobiliário, à redução da margem financeira e ao impacto de decisões políticas que afetam a autonomia operacional da instituição.

A partir da análise do desempenho da Caixa Econômica Federal ao longo do período de 1995 a 2023, observa-se que o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) reflete com nitidez os ciclos econômicos e as decisões políticas que impactaram a atuação da instituição. Os resultados apresentados neste estudo demonstram que, especialmente nas fases de maior intervenção estatal e protagonismo da Caixa em políticas públicas, o ROE sofreu variações relevantes, nem sempre acompanhando diretamente o crescimento de sua carteira de crédito ou da sua estrutura operacional.

Durante os anos 2000, com o avanço das políticas de crédito e o fortalecimento de programas habitacionais e sociais, como o “Minha Casa Minha Vida”, o ROE manteve trajetória positiva, embora ainda inferior ao de bancos privados, dado o perfil mais social e menos agressivo comercialmente da instituição. Entre 2011 e 2014, a intensificação da expansão de crédito impulsionada pelo governo federal contribuiu para o crescimento do volume de ativos, mas o ROE iniciou trajetória de queda, como evidenciado nos dados de 2013 em diante.

Esse declínio foi agravado a partir de 2015, quando o país entrou em recessão e a Caixa enfrentou aumento na inadimplência e necessidade de provisões, afetando diretamente sua lucratividade. A partir de 2019, a instituição iniciou uma estratégia de realinhamento operacional, buscando maior eficiência e rentabilidade. O ano de 2021 marcou um ponto de recuperação expressiva no ROE, impulsionado por uma gestão mais orientada ao lucro, digitalização e racionalização de despesas. Contudo, em 2022 o ROE voltou a cair, refletindo não apenas

pressões operacionais, mas também o impacto da elevação da taxa Selic sobre a dinâmica de crédito e o perfil de *funding* (fonte de recursos) da instituição.

Assim, os resultados da presente dissertação, que demonstram oscilações no desempenho da Caixa ao longo do período analisado, mostram-se coerentes com os dados de rentabilidade. O ROE atua como um indicador sintético que confirma a influência de fatores macroeconômicos e decisões estratégicas sobre o desempenho financeiro da instituição. A análise longitudinal permite afirmar que o retorno da Caixa sobre seu patrimônio está diretamente vinculado às diretrizes econômicas adotadas pelos governos, ao seu papel social, e às estratégias internas de gestão e controle de risco.

5.3 ANÁLISE COMPARATIVA DO ROE DOS BANCOS: EFICIÊNCIA, RISCO E ESTRATÉGIAS

5.3.1 Os bancos analisados

Neste estudo, foram analisados os ROEs médios e a volatilidade dos seguintes bancos: BNDES, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco da Amazônia (BASA) e Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE).

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi criado em 1952 com o objetivo de financiar projetos que promovessem o desenvolvimento do país, especialmente na área de infraestrutura. Com o passar do tempo, sua atuação foi ampliada, incluindo apoio a micro, pequenas e médias empresas, inovação, sustentabilidade e desenvolvimento social (BNDES, 2024).

O Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) foi fundado em 1961 pelos estados do Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul. Atua como instituição financeira pública de fomento, promovendo o desenvolvimento da Região Sul por meio do financiamento de projetos em setores como agropecuária, indústria, comércio, serviços, inovação e infraestrutura. O BRDE opera também como repassador de recursos de outros agentes financeiros, como o BNDES e a Finep (BRDE, 2025).

O Banco da Amazônia (BASA), por sua vez, foi criado em 1942, inicialmente como Banco de Crédito da Borracha. Sua missão é promover o desenvolvimento sustentável da Amazônia Legal, apoiando atividades produtivas nas áreas urbana e rural, com ênfase na geração de emprego, renda e na preservação ambiental (BANCO DA AMAZÔNIA, 2025).

O Banco do Nordeste do Brasil (BNB) foi instituído pela Lei nº 1.649, de 19 de julho de 1952, com o objetivo de combater os efeitos das secas no Nordeste e impulsionar o desenvolvimento da região. Hoje, é o principal agente de desenvolvimento da Região Nordeste e de parte dos estados de Minas Gerais e Espírito Santo, atuando com recursos próprios e do Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste – FNE (Banco do Nordeste, 2025).

A Caixa Econômica Federal foi criada em 12 de janeiro de 1861, por decreto do Imperador Dom Pedro II, com a missão inicial de incentivar a poupança e conceder empréstimos sob penhor às camadas populares (Caixa, 2025a).

Desde então, a instituição ampliou significativamente sua atuação. Em 1986, a CAIXA incorporou o Banco Nacional de Habitação (BNH), passando a ser o principal agente nacional de financiamento habitacional, além de assumir a gestão do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) (Caixa, 2025a).

Além de atuar como banco comercial, a CAIXA exerce um importante papel social. Ela é responsável por operacionalizar diversos programas sociais do Governo Federal, como o Bolsa Família, o Benefício de Prestação Continuada (BPC) e o Seguro-Desemprego, além de atuar na distribuição do Programa de Integração Social (PIS) (Caixa, 2025b).

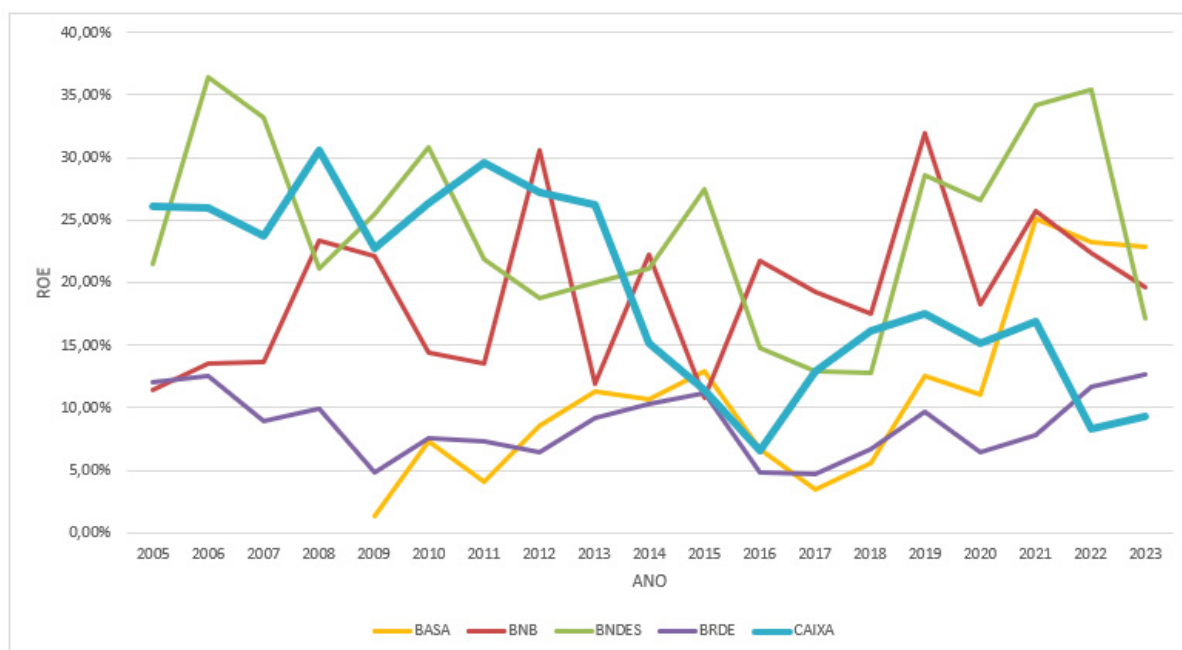
Outro importante segmento de atuação da CAIXA são as loterias federais, cuja arrecadação financia áreas como saúde, educação, esporte, seguridade social e cultura (Caixa, 2025b).

Com presença em todo o território nacional, a Caixa é atualmente uma das maiores instituições financeiras da América Latina. Sua missão institucional é "promover o desenvolvimento sustentável do Brasil, como instituição financeira pública, agente de políticas públicas e parceira estratégica do Estado brasileiro" (Caixa, 2025b).

5.3.2 Comparativo de ROE entre os bancos

A distribuição dos ROE dos bancos analisados pode ser observada, ano a ano, no GRÁFICO 2. Os índices de ROE dos bancos foi obtido a partir do dado diretamente disponibilizados pelas instituições financeiras, ou pelo cálculo manual do indicador.

GRÁFICO 2 – Comparativo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido de bancos públicos brasileiros (2005-2023)



FONTE: O autor (2025)

LEGENDA: BASA (Banco da Amazônia), BNB (Banco do Nordeste do Brasil), BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social), CAIXA (Caixa Econômica Federal), BRDE (Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul).

Para seguirmos na nossa análise, delimitamos o período de tempo da comparação entre os bancos entre os anos de 2005 a 2023, considerando a disponibilidade de dados publicados pelas instituições em suas páginas de relacionamento com investidores. Apenas o BASA – Banco da Amazônia – disponibilizou dados a partir de 2009, tendo os demais bancos objeto da comparação disponibilizados seus relatórios financeiros no período analisado de 2005 a 2023.

Avaliamos os dados sob as seguintes óticas: ROE médio (mede a rentabilidade média sobre o patrimônio líquido); desvio-padrão do ROE (indica a variabilidade dos retornos ao longo do tempo, permitindo avaliar o risco e a consistência do desempenho); comparação relativa entre os bancos (avaliação da eficiência dos bancos em relação aos pares).

Na TABELA 1 apresenta-se uma tabela comparativa com a média e o desvio-padrão do ROE da Caixa e de outros grandes bancos, permitindo contextualizar o desempenho da instituição frente ao sistema financeiro nacional.

TABELA 1 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) médio de bancos

Banco	ROE Médio (%)	Desvio Padrão
BNDES	24,24	7,51
CAIXA	19,37	7,65
BNB	19,15	6,22
BASA	11,11	7,35
BRDE	8,67	2,65

FONTE: O autor (2025)

LEGENDA: BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social), CAIXA (Caixa Econômica Federal), BNB (Banco do Nordeste do Brasil), BASA (Banco da Amazônia), BRDE (Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul).

O BNDES apresenta o maior ROE médio (24,24%), sugerindo alta eficiência na alocação do patrimônio e maior retorno para seus acionistas. A Caixa (19,37%) e o BNB (19,16%) possuem rentabilidades intermediárias, refletindo um desempenho sólido e alinhado com suas estratégias operacionais. Por outro lado, o BASA (11,11%) e o BRDE (8,67%) apresentaram os menores valores médios de ROE. A atuação desses bancos é voltada ao desenvolvimento econômico.

O desvio-padrão do ROE complementa a análise ao indicar a consistência dos retornos ao longo do tempo. BNDES e Caixa possuem os maiores desvios-padrão, com 7,51% e 7,64% respectivamente, indicando maior volatilidade em seus resultados. O BASA também apresenta um desvio relativamente elevado (7,35%), o que pode refletir variações operacionais ou exposição a riscos específicos. Já o

BRDE apresenta o menor desvio-padrão (2,65%), sugerindo estabilidade nos seus retornos, mesmo com um ROE médio mais modesto.

Segundo Damodaran (2012), a volatilidade do ROE está diretamente relacionada ao grau de alavancagem financeira e ao risco operacional. Bancos com margens mais estáveis e menor exposição a ativos de risco tendem a apresentar retornos menos voláteis, ainda que menos lucrativos.

A Caixa Econômica Federal, por sua atuação em crédito habitacional e programas sociais, representa um ponto importante de comparação. O BNDES a supera em rentabilidade, indicando maior eficiência na alocação de recursos, enquanto o BNB apresenta um desempenho bastante próximo ao da Caixa, sugerindo uma estrutura de operações igualmente eficiente. BASA e BRDE, por sua vez, mantêm-se consistentemente abaixo da Caixa, o que pode ser explicado por sua atuação mais restrita e segmentada.

A diversificação de fontes de receita da Caixa, incluindo crédito habitacional, consignado e produtos bancários, ajuda a explicar seu desempenho intermediário. Em contrapartida, BASA e BRDE, ao focarem em nichos específicos, podem apresentar menor rentabilidade e menor exposição ao risco.

Com base no desempenho observado e na evolução do ROE das instituições analisadas, é possível sugerir estratégias que visem não apenas a melhora do desempenho financeiro, mas também a resiliência diante de cenários macroeconômicos adversos. Posto isso, para bancos com ROE elevado e volátil (BNDES e Caixa), indica-se: o aprimoramento na gestão de riscos para reduzir variações bruscas nos resultados; a diversificação das fontes de funding, reduzindo a dependência de políticas públicas e a otimização operacional para equilibrar custos e retorno. Assim como, para bancos com ROE baixo e estável (BRDE e BASA), sugere-se: a digitalização de processos e corte de custos operacionais; a ampliação da oferta de crédito em setores com maior margem e a captação externa via debêntures bancárias ou fundos estruturados. Por fim, para bancos com ROE intermediário (BNB), sugere-se o fortalecimento da base de captação para oferecer crédito mais competitivo e a maior atuação em setores estratégicos e com alta demanda.

A análise do ROE dos bancos no período entre 2005 e 2023 evidencia padrões distintos de rentabilidade e volatilidade, permitindo traçar estratégias diferenciadas. O BNDES se destaca por sua alta rentabilidade, embora com maior

volatilidade, enquanto BRDE e BASA mantêm estabilidade, mas com retornos mais modestos. A definição do modelo ideal de operação dependerá da estratégia de longo prazo de cada banco — seja ela voltada ao crescimento e risco, ou à estabilidade e solidez.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar o desempenho financeiro e operacional da Caixa Econômica Federal no período de 1995 a 2023, considerando os principais marcos econômicos e regulatórios que influenciaram sua trajetória. A partir da observação dos indicadores selecionados e de sua evolução ao longo do tempo, foi possível identificar momentos distintos na atuação da instituição, marcados tanto por avanços quanto por desafios estruturais e conjunturais.

A análise revelou que a Caixa consolidou-se como uma instituição financeira de grande relevância no sistema bancário nacional, apresentando crescimento expressivo em seus ativos, resultado operacional e capacidade de execução de políticas públicas. Ao mesmo tempo, observou-se que sua atuação esteve fortemente condicionada pelas diretrizes políticas e econômicas dos diferentes governos ao longo do período estudado, o que impactou diretamente sua estratégia de expansão do crédito, sua exposição ao risco e seu papel como agente promotor de inclusão social e desenvolvimento.

Um dos pontos centrais da análise foi a dualidade da missão da Caixa: ao mesmo tempo em que é cobrada por resultados financeiros positivos e indicadores de desempenho compatíveis com os padrões de mercado, também desempenha funções sociais que, por definição, nem sempre resultam em retornos financeiros imediatos. Essa condição exige uma avaliação diferenciada de sua performance, que vá além da rentabilidade, incluindo métricas de alcance social, sustentabilidade institucional e impacto econômico.

Além disso, os resultados obtidos indicam que, nos períodos de maior instabilidade econômica, a Caixa assumiu postura contracíclica, ampliando sua participação em segmentos estratégicos como habitação, infraestrutura e crédito direcionado, mitigando os efeitos das crises econômicas sobre as camadas mais vulneráveis da população. Esse comportamento evidencia o papel essencial das instituições financeiras públicas em contextos de retração da atividade econômica e restrição do crédito por parte do setor privado.

Reconhece-se, no entanto, que esta pesquisa possui limitações. A análise se concentrou em dados secundários agregados, o que restringe a compreensão de dinâmicas internas específicas. Adicionalmente, a heterogeneidade dos produtos e segmentos atendidos pela Caixa demanda estudos setoriais mais aprofundados, que possam capturar nuances específicas de sua atuação em áreas como habitação, saneamento, microcrédito e programas sociais.

Em síntese, a trajetória da Caixa Econômica Federal entre 1995 e 2023 evidencia os desafios inerentes à conciliação entre desempenho financeiro e cumprimento de sua missão institucional. O estudo reforça a importância de se avaliar as instituições financeiras públicas a partir de uma perspectiva ampliada, que considere sua inserção no contexto regulatório e seu papel como instrumento de política pública em países com elevada desigualdade social e dependência de ações estatais para o desenvolvimento socioeconômico.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA GOV. *Caixa registra R\$ 700 bilhões em carteira de crédito imobiliário*. Brasília, 2023. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202309/caixa-registra-r-700-bi-em-carteira-de-credito-imobiliario>. Acesso em: 4 abr. 2025.

AGÊNCIA SENADO. Impeachment de Dilma Rousseff marca ano de 2016 no Congresso e no Brasil. Agência Senado, Brasília, 2016. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/12/28/impeachment-de-dilma-rousseff-marca-ano-de-2016-no-congresso-e-no-brasil>. Acesso em: 23 de abr. de 2025a.

AGÊNCIA SENADO. Promulgada Emenda Constitucional do Teto de Gastos Públicos. Agência Senado, Brasília, 2016. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/12/15/promulgada-emenda-constitucional-do-teto-de-gastos>. Acesso em: 23 de abr. de 2025b.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. Brasília: BCB, 1995. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Evolução do crédito imobiliário no Brasil. Brasília, 2007. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/eventos/Documents/legado/Conferencia_Internacional_Credito_%C2%ADImobiliario/PDF/5-CRSEC%20-%20BCB%20-%20Salvador%20-%20%20Helv%C3%A9cio%2009.11.2007.pdf. Acesso em: 5 mar. 2025.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de Informações Banco Central (SISBACEN) – Crédito Imobiliário por Instituição Financeira. Brasília, 2023a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/creditohabitacional>. Acesso em: 4 abr. 2025.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI. Brasília: Banco Central, 2023b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 5 abr. 2025.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Plano Real. Brasília. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/planoreal>. Acesso em: 23 abr. 2025.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas do mercado imobiliário. Brasília, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoimobiliario>. Acesso em: 5 mar. 2025.

BANCO DA AMAZÔNIA. Quem somos. Disponível em: <https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/sobre-o-banco/quem-somos>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BANCO DO NORDESTE. História Institucional. Disponível em: <https://www.bnb.gov.br/institucional/historia>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BARBOSA, Flávia Félix. As transformações do setor bancário sob a égide do Plano Real. *Iniciativa Econômica*, Araraquara, v. 3, n. 1, p. 21-41, jan./jun. 2017. Disponível em: <https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/download/9609/7396>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Nossa história. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/sobre-o-bndes/nossa-historia>. Acesso em: 27 mar. 2025.

BOLLE, Monica Baumgarten de. *Como Matar a Borboleta Azul: Uma Crônica da Era Dilma*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2017.

BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social e o Sistema Financeiro da Habitação. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 24 ago. 1964.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.291, de 21 de novembro de 1986. Extingue o Banco Nacional da Habitação – BNH e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 24 nov. 1986.

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm. Acesso em: 15 jan. 2025.

BRASIL. Arrecadação Federal - Relatórios sobre a arrecadação federal produzidos pelo Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros da Receita Federal. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/arrecadacao-federal>. Acesso em: 23 abr. 2025.

BRDE – BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL. O BRDE. Disponível em: <https://www.brde.com.br/quem-somos/o-brde>. Acesso em: 27 mar. 2025.

B3. Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20\(principal\)](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20(principal)). Acesso em: 23 abr. 2025.

CAIXA – CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. Apresentação Institucional. Disponível em: <https://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/apresentacao/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 27 mar. 2025a.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, 2002. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.caixa.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 20 abr. 2025.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. História Institucional. Disponível em: <https://ri.caixa.gov.br/a-companhia/historia/>. Acesso em: 27 mar. 2025b.

CARVALHO, Carlos Eduardo. Bancos e inflação no Brasil: da crise dos anos 1980 ao Plano Real. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2003, Porto Alegre. Anais [...]. Porto Alegre: ANPEC, 2003, p.1. Disponível em: https://www.abphe.org.br/arquivos/2003_carlos_eduardo_carvalho_bancos-e-inflacao-no-brasil_da-crise-dos-anos-1980-ao-plano-real.pdf. Acesso em: 10 abr. 2025.

DAMODARAN, A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. 3. ed. New York: John Wiley & Sons, 2012.

FALCÃO, Joaquim; ARGUELHES, Diego Werneck; RECONDO, Felipe. O Supremo em 2015. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2016. 440 p. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/17250>. Acesso em: 23 abr. 2025.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. 20. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015.

FRANCO, Gustavo H. B. Auge e Declínio do Inflacionismo no Brasil. Economia Brasileira Contemporânea, 1945-2004. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2004.

GIAMBIAGI, Fábio et al. Economia brasileira contemporânea: 1945-2010. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GIAMBIAGI, Fabio; TINOCO, Guilherme. Política fiscal no Brasil de 1981 a 2023: uma retrospectiva histórica. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br>. Acesso em: 16 nov. 2024.

GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. Principles of managerial finance. 13. ed. Boston: Pearson, 2010.

GUEDES, Mariana Correia. A política dos campeões nacionais aplicada no Brasil e sua implementação por meio do BNDES no período 2004-2014. 2019. 152 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Séries estatísticas & séries históricas. Rio de Janeiro: IBGE, 1996. Disponível em: <https://serieestatisticas.ibge.gov.br/>. Acesso em: 27 mar. 2025.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Produto Interno Bruto – PIB. Rio de Janeiro: IBGE, 2018. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/22966-revisao-do-pib-de-2016-mostra-queda-de-3-3-em-relacao-ao-ano-anterior#:~:text=Em%20seu%20resultado%20consolidado%2C%20o,queda%20de%204%2C1%25>. Acesso em: 05 abr. 2025.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964-1998*. Brasília: IPEA, 1999. (Texto para Discussão, nº

654). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2814/1/td_0654.pdf. Acesso em: 4 abr. 2025.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Evolução recente do mercado de crédito imobiliário no Brasil. Brasília: IPEA, 2018. Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/radar/200818_radar_63_artigo_02.pdf. Acesso em: 5 mar. 2025.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Os efeitos do programa bolsa família sobre a pobreza e a desigualdade: um balanço dos primeiros quinze anos. Brasília: IPEA, 2019. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfefindmkaj/https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9356/1/td_2499.pdf. Acesso em: 23 abr. 2025.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Dívida pública total (PAN12_DTSPY12). Brasília: IPEA, 2025. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38388>. Acesso em: 23 abr. 2025.

JUSBRASIL. TJRJ aceita parcialmente pedido de recuperação judicial de empresas do Grupo EBX. 2013. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/noticias/tjrj-aceita-parcialmente-pedido-de-recuperacao-judicial-de-empresas-do-grupo-ebx/112134919>. Acesso em: 23 abr. 2025.

KREMER, Rodrigo Leite. Estratégias de fusões e aquisições no varejo bancário brasileiro no período 1994 a 1998. 2003. 125 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

LOPES, Francisco. O mecanismo de transmissão da política monetária numa economia em transição: o caso do Brasil. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 19, n. 2, p. 87-104, abr./jun. 1999. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/D9kmKNcLxJvRJSfKjjwbN6j/?format=pdf>. Acesso em: 10 abr. 2025.

PINTO, Eduardo Costa et al. A economia política dos governos Dilma: acumulação, bloco no poder e crise. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfefindmkaj/https://marxismo21.org/wp-content/uploads/2016/06/Economia-pol%C3%ADtica-governo-Dilma.pdf>. Acesso em: 25 abr 2025.

PONTES, Ted Luiz Rocha; CAMINHA, Uinie. Uma análise econômica da alienação fiduciária em garantia de bens imóveis. Revista Scientia Iuris, Londrina, v. 20, n. 1, p. 221-248, 2016. Disponível em: <https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/download/20241/18803/114652>. Acesso em: 15 jan. 2025.

SINGER, André. Raízes sociais e ideológicas do lulismo. Novos Estudos – CEBRAP, 2009. Doi: 10.1590/S0101-33002009000300004. Acesso em: 23 abr. 2025.

S&P – Standard & Poor's. Brazil Foreign Currency Ratings Lowered To 'BB+/B'; Outlook Is Negative. 2015. Disponível em: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/1448684https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/download/20241/18803/114652>. Acesso em: 10 abr. 2025.

TEIXEIRA, Rodrigo; PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. Economia e Sociedade, São Paulo, v.21, 2012. Doi: 10.1590/S0104-06182012000400009. Acesso em: 23 abr. 2025.

TESOURO NACIONAL. Relatório de Gestão Fiscal – 2021. Brasília: Ministério da Economia, 2021. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-gestao-fiscal-rgf/2021/31>

VEJA. Um legado duradouro: como o Plano Real permitiu a modernização dos bancos. Revista Veja, São Paulo, 28 jun. 2024. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/um-legado-duradouro-como-o-plano-real-permitiu-a-modernizacao-dos-bancos>. Acesso em: 10 abr. 2025.