



**REAL ESTATE RESIDENCIAL.
A CONTRAÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Preliminares

- i. A meio do mês de maio a Caixa anuncia que travou os financiamentos residenciais para empreendimentos de renda média e média alta, porque esgotaram-se os recursos disponíveis dos depósitos em caderneta de poupança. Os empreendedores pretendem mostrar ao Governo Federal os reflexos deste procedimento no agravamento da recessão, tendo em vista que a Caixa é responsável por aproximadamente 70% do crédito imobiliário ofertado e que os bancos privados tendem a seguir o mesmo caminho. Com isso a recessão no setor se agrava, porque deverão recrudescer as expectativas já disponíveis de que, em 2015, o setor da construção civil diminuirá a oferta de empregos em mais de 500 mil postos de trabalho.
- ii. Há notícias de que há pressões para liberação de compulsórios relacionados aos depósitos em caderneta de poupança da ordem de R\$ 40 bilhões, o que pode aliviar a contração de crédito¹. Com relação ao comportamento do mercado e da economia acentuo as preliminares listadas na Carta 39-15.
- iii. Qualquer que seja a solução de insuflar recursos, permanecem algumas questões estruturais do SBPE, como sistema para o crédito imobiliário criado há 50 anos e que não foi atualizado na sua essência, para acompanhar princípios modernos, identificados nas economias mais evoluídas.
 - O sistema é simétrico na moeda, mas é assíncrono. Os recursos internados no sistema por meio dos depósitos em poupança, são aplicados intermediariamente na produção e no seu destino final, que é o financiamento para aquisição, na moeda TR. Os diferenciais de taxas de juros pagam riscos e resultado dos bancos, agentes do sistema. Entretanto não há sincronia entre o prazo de retenção dos recursos depositados e o prazo dos financiamentos - depósitos de poupança podem ser sacados sem qualquer bloqueio, estando os recursos internados em créditos de liquidez de

¹ Em 2013 os créditos concedidos no sistema SFH foram de R\$ 109 bilhões para perto de 530 mil residências e em 2014 R\$ 113 bilhões para 538 mil. Daqui se percebe a importância relativa destes R\$ 40 bilhões.



longo prazo. Em período recessivo, recursos de poupança são sacados para cobrir déficits do orçamento das famílias e, aí, desequilibra-se o caixa dos bancos. Taxa referencial de juros elevada tende a induzir saques dos recursos especulativos que também estão depositados em cadernetas.

- Na formulação do sistema, o extinto BNH fazia o papel de banco de segunda linha e sustentava desequilíbrios sistêmicos (sincronia) refinanciando os agentes com recursos do FGTS, sincronizando o funding com os prazos do financiamento de aquisição de residências. Hoje este risco está com os bancos agentes do sistema, já que os recursos do FGTS têm cumprido várias outras funções, como cobrir o programa McMv e, por exemplo, o financiamento da implantação do projeto Porto Maravilha no Rio de Janeiro, subscrever debênture bilionária da Sete Brasil e debêntures das incorporadoras ou promover uma transferência bilionária para o BNDES, quem sabe, financiar projetos em Angola e outros países amigos.
- Nas economias evoluídas, a sincronia do sistema de financiamento de aquisição de residências é induzida ex-post. As cédulas de crédito (mortgages) depois de geradas, portanto com regras definidas de fluxo de retorno, ancoram a emissão de títulos de investimento (MBS, CDO,...). O mercado toma os títulos, primeiro no conceito de "tomador final" (em geral recursos das reservas de pensão), mas dos quais pode fazer liquidez, tendo em vista a força de mercados secundários muito ativos.
- O SFI brasileiro, que deveria ser o "SFH do mercado", foi criado seguindo esta lógica por meio dos CRI, mas não ganhou expressão relevante no mercado residencial. Os CRI acabaram servindo como instrumento de securitização para fluxos de loteamentos, operações build to suit, alguns financiamentos para expansão de shopping-centers e operações estruturadas com alguma âncora em real estate. Faltam canais de investimento das pequenas poupanças para os CRI, que são considerados instrumentos para investidores qualificados, logo de valor unitário alto, bem como falta mercado secundário forte.

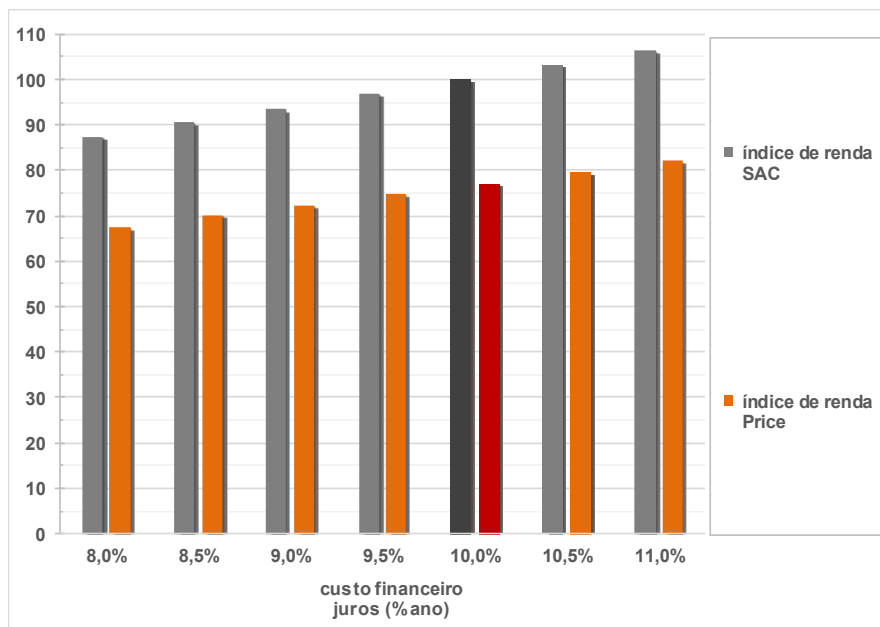
1. Trava pela taxa de juros

O crescimento da taxa de juros imposto recentemente em todo o sistema e o aumento da TR, como resultado da elevação da taxa referencial de juros na economia brasileira, mudou a matriz do mercado que se apoia no SFH. Produtos planejados no seu lançamento para determinadas faixas de renda no cenário original, agora prontos para repasse, devido ao novo patamar de juros, só validam financiamentos para faixas de

renda superiores. Para os empreendedores, que detêm esses contratos de venda que não podem prosperar, restam as alternativas: i. distratar e revender; ii. exigir mais poupança, o que dificilmente será atendido pelo comprador, ou iii. financiar a exposição resultante, com os riscos que isso representa².

Os bancos, saindo da regra SAC de financiamento para Price, podem corrigir essa distorção, mas não se tem visto interesse em adotar a regra Price, que, por sua vez, é a mais disseminada nas economias evoluídas. O gráfico 1 ilustra os patamares de exigibilidade de renda familiar para diferentes juros de financiamento, exemplificando com um imóvel com 25% de pagamento direto e 75% de financiamento. O cenário referencial está com 10% de juros, custo agressivo próximo dos patamares atuais, definindo o patamar de renda exigida para financiamento SAC no índice 100³. As outras marcas indicam o índice de renda para outras taxas de juros e para as regras SAC e Price.

gráfico 1



Como se percebe, o aumento de taxas de juros pode ser compensado com a mudança

² Adiante faço um comentário mais extenso sobre esta hipótese, usando um protótipo de exemplo.

³ Notar que a taxa TR ainda faz crescer as prestações.

de sistema. Exemplo: se o imóvel foi vendido no lançamento com a perspectiva de juros de 8,5%, no sistema SAC, a renda exigida seria índice 91 e hoje, no repasse, com custos de 10%, seria índice 100, 10,5% mais elevada. Fazendo em Price, com os custos em 10% a renda hoje exigida seria índice 77, portanto mais baixa do que a original. O gráfico ilustra que taxa de juros não trava o mercado, desde que se mude o sistema SAC para Price. Caso contrário, não só trava como impõe procedimentos desgastantes e caros de distratos e revendas em grandes proporções.

2. Trava pela exigência de poupança

A trava provocada pela anunciada diminuição da proporção do preço financiada no sistema é mais cruel do que a da taxa de juros e é o fator que pode provocar desorganização no mercado residencial. A maior problema não é de planejamento de produto, mas de manutenção das vendas.

- Para os empreendimentos novos (planejamento de produto), se a proporção de financiamento cai dos 75% do exemplo para 65%, os empreendedores terão a possibilidade de construir a equação de fundos dos lançamentos considerando esta conformação. A matriz de oferta vai ter que se amoldar a uma condição muito mais frágil de demanda, considerando: i. quando cada família tende a buscar a sua habitação (primeira compra) e ii. quanto tempo deverá ter poupado com renda estável, para então dimensionar o produto que cabe nessa configuração. Para manter o prazo de poupança relacionado com o financiamento de 75%, a oferta deverá ser de produtos inferiores aos que se pode vislumbrar no mercado atual. Por exemplo: no imóvel de R\$ 750 mil de preço (teto do SFH para crédito direcionado), com 75% de financiamento SAC, na taxa de juros de 10% ano, a família precisaria poupar durante 7 anos para ser capaz de pagar o saldo dos 25% do preço. Levando o financiamento para 65%, a mesma família necessitaria de 10 anos de poupança. Ou seja, o acesso ao mercado para o mesmo produto se faria 3 anos mais tarde.

Como resolver? Produto inferior ou o empreendedor financiar os 10% do preço, hipótese que exploro adiante.

- Para os empreendimentos em construção e já lançados com uma perspectiva de financiamento de aquisição, o comprador está contratado na regra antiga (75% de financiamento do preço no exemplo). Sabemos que o banco financiador não qualifica o comprador no ato de venda no lançamento, o que significa que a análise de renda é feita exclusivamente pelo empreendedor, sem garantia de que o crédito de longo prazo

será concedido na entrega da obra. A família que teve renda equilibrada entre o lançamento e a entrega do imóvel no patamar de ajuste do saldo do contrato de venda (em geral variação do Incc) terá acesso ao financiamento programado no contrato. Havendo redução do poder de compra relativo (renda contra Incc) ou havendo redução da parte financiada, o comprador deverá pagar a diferença a vista na entrega do imóvel. Este procedimento está descrito na maioria dos contratos, mas, em geral, serve pouco, porque se a família não tem poupança excedente para pagar a diferença, não há como resolver a parte do pagamento que muda de rubrica. No exemplo, o excedente exigido equivale a 3 anos de poupança. Distratar e revender é o que acaba ocorrendo. Para o empreendedor, os custos de comercialização crescem e retarda o ciclo do empreendimento, comprometendo a rentabilidade. Para a família, resta buscar um imóvel inferior, não porque sua renda não é compatível com o financiamento mais elevado, mas porque não há oferta de financiamento na proporção adequada. O financiamento inferior conduz a um endividamento mais confortável (prestação pressiona menos a renda familiar), mas o produto é inferior.

Vejamos as ilustrações seguintes:

gráfico 2 baixando a proporção financiada do preço (no exemplo teto do SFH) a renda exigida cai. Para cada nível de financiamento, o gráfico mostra o índice da renda exigida (contra 100 com 75% de financiamento) e o prazo em que se arbitra a família poderá acumular a poupança necessária para a compra do imóvel. Exemplo: financiando 60 % do preço, o índice de renda cai de 100 para 80 (no SAC) e, neste patamar de renda, serão necessários 16 anos para acumular a poupança necessária para a compra do imóvel (7 anos na configuração original de renda e proporção de financiamento).

gráfico 3 baixando a proporção financiada do preço (no exemplo) e considerando que a família que compra tem a renda necessária para a proporção de 75% de financiamento, o gráfico mostra o prazo em que se arbitra a família poderá acumular a poupança necessária para a compra do imóvel, nos dois sistemas de financiamento. Exemplo: financiando 60 % do preço, mantido o índice de renda em 100 para cada caso (SAC ou Price), serão necessários 11 anos para acumular a poupança necessária para a compra do imóvel no SAC (7 anos na configuração original de proporção de financiamento). Em Price, o prazo de acumulação vai de 9 para 15 anos.

gráfico 2

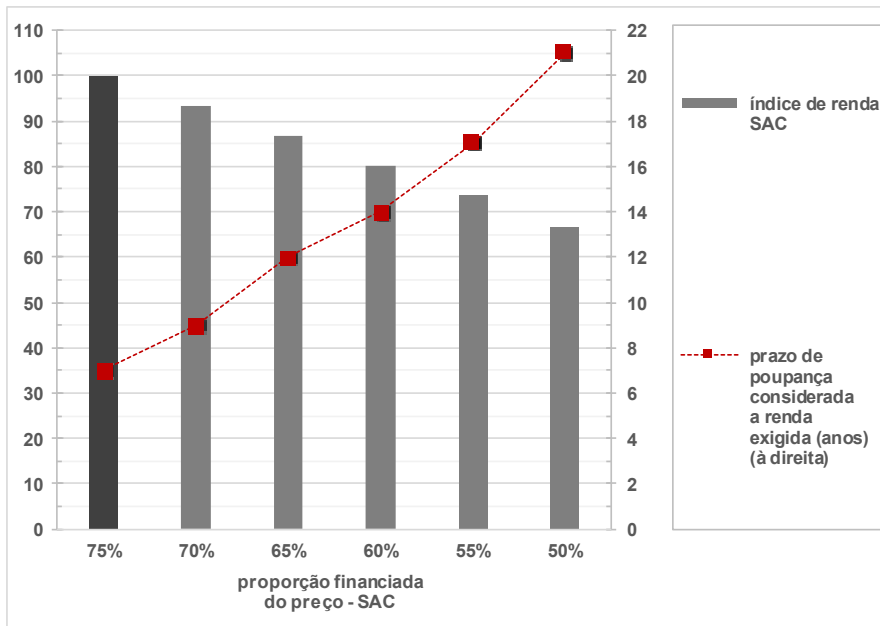
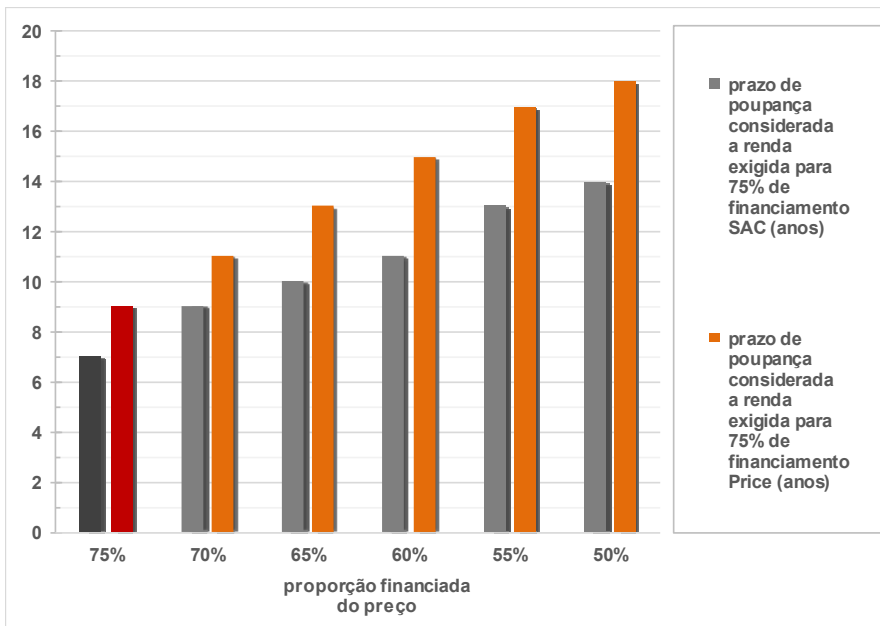


gráfico 3



Os valores plotados nos gráficos são eloquentes para indicar as travas de mercado impostas por alterações tão expressivas em um mercado sensível como o residencial, com empreendimentos em andamento. A demanda trava até que as famílias aceitem a quebra de qualidade entre o produto que esperam comprar e o que se encaixará no seu poder de compra⁴, medido pela poupança acumulada mais a capacidade de endividamento contra as condições de crédito oferecidas no mercado.

3. Sair da trava pelo produto.

Usemos um protótipo exemplo:

- o imóvel vendido para a proporção de financiamento de 75% do preço exige renda índice 100;
- se a proporção cair para 65%, mantida a renda índice 100, a parcela paga até as chaves continuará equivalendo a 25% do preço original. O preço viável para não exigir maior poupança será 90% do original, 10% inferior em qualidade;
- a renda necessária para este financiamento (SAC) será 87. Considerando o comprometimento de renda de 25% (relação entre a prestação do financiamento e a renda familiar exigida), a prestação desse financiamento (65%) deixa uma folga de poupança adicional para a família de renda 100, que acumulada em 7 anos cobre a diferença de preço, que a família de renda 100 foi incapaz de pagar. Se considerarmos a acumulação desta parte livre com a capacidade de poupança implícita do orçamento da família (pelo POF-Ibge), em 24 meses essa poupança adicional paga o saldo do preço;
- se o empreendedor financiar esta diferença, tomando os riscos de crédito e utilizando a capacidade integral de poupança da família de renda 100, a uma taxa de

⁴ Uma proporção de 75% é modesta, quando comparamos a prática do mercado brasileiro com os padrões internacionais e se consideram regras sadias de garantia contra o saldo devedor do crédito concedido (critérios adequados do indicador LTV - loan to value - empréstimo contra valor do bem financiado). Se ainda levarmos em conta que o saldo devedor cai mais acelerado no sistema SAC, do que no Price, mais utilizado nas economias evoluídas, podemos admitir que um crédito SAC seja adequado para uma cobertura confortável de até 85% do preço. Esses 10% a maior de financiamento eliminam 2 anos de exigência de acumulação de poupança, usando os números do exemplo.

juros de 12% ano, a família pode liquidar o crédito em prazo de aproximadamente 30 meses.

4. O empreendedor financiar destrava.

Se o empreendedor financiar a diferença não coberta pelo crédito bancário, como mostra o exemplo, é possível enquadrar a renda familiar defasada. Da sua renda (100) sobram recursos para pagar a parcela de comprometimento não utilizada em prazo curto (no exemplo 30 meses). Mas:

- o empreendedor terá parte da sua receita descoberta de garantia do imóvel, tendo em vista que o crédito não pode ser coberto por segunda hipoteca (a primeira e especial está presa ao crédito para aquisição no SFH);
- o empreendedor recebe uma parcela do retorno após o fechamento do ciclo do empreendimento, atrasando o fluxo de retorno e diminuindo a taxa de retorno. Há uma quebra de qualidade financeira, porque o empreendedor fica mais tempo imobilizado (retorno atrasa) e econômica, porque a taxa de juros desse financiamento pós-chaves é mais baixa do que a taxa de retorno implícita do investimento no empreendimento.

Utilizando o protótipo exemplo:

- do ponto de vista financeiro, esse financiamento de 10% do preço para receber pós-chaves faz com que o payback do investimento se mantenha no final do empreendimento. Se o financiamento cair para 50% do preço, o payback se arrasta 10 meses após a entrega do imóvel;
- ainda na visão financeira, no final do empreendimento 75% do retorno do investimento já estará encaixado, o que representa uma massa de recursos 19% acima do investimento aplicado;
- a dilatação do fluxo de retorno faz a taxa de retorno cair 100 bp, perfeitamente aceitável dentro dos padrões de atratividade desses investimentos no mercado brasileiro.

Ou seja, retirando 10% do financiamento de comercialização e passando para pós-chaves a risco do empreendedor, é possível corrigir a trava de crédito, considerando aquela família que se enquadraria no financiamento de 75% do preço, não a família que se enquadra no novo nível de financiamento (no exemplo 65% do preço).

Utilizando o exemplo, se migrarmos de 75% para 50%, o financiamento pós-chaves de equilíbrio será de 60 meses e aí os indicadores financeiros deterioram mais: i. o payback se arrasta para 30 meses após a entrega do imóvel, ii. na data da entrega somente 67% do investimento terá retornado, o que representa 37% do fluxo de retorno, mas iii. a taxa de retorno perde 300 bp, o que ainda deixa o investimento dentro do padrão de atratividade setorial.

Usando esse mecanismo, que não é da natureza do setor, mas que poderá ser uma ferramenta para superar o impasse atual do sistema, é possível operar, registrando-se somente duas questões relevantes: i. se não houver como conceder o financiamento pós-chaves vestido de garantias (o imóvel não serve), o empreendedor trabalhará sob risco aberto para 25% do seu fluxo de retorno e ii. o sistema empresarial perde força na geração de caixa, o que pode comprometer empresas que estejam alavancadas em financiamentos corporativos, cujo custo é certamente mais elevado do que os 12% ano impostos no exemplo e que representam o limite maior de juros que podem ser cobrados no financiamento pós-chaves.

No site do NRE-POLI postamos a questão:

O mercado brasileiro foi submetido a uma trava de crédito com empreendimentos em andamento. Uma das saídas é oferecer financiamentos pós-chaves, para cobrir a redução da relação LTV imposta pelos bancos. Para não recrudescer o porcentual de distratos, que já é muito elevado, tendo em vista a perda generalizada de renda verificada no Brasil nestes últimos anos, agravada pelo estado da economia em 2015, é razoável admitir que as empresas escolham os riscos desta solução? Sim ou não?

Responda e conheça como o mercado vê este tema.