

## **A REDUÇÃO DE JUROS NO BRASIL E O IMPACTO NO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS E INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS**

Prof. M. Eng. Roberto Sampaio

### **1. Preliminares**

A securitização de títulos é uma parte essencial do sistema financeiro global que envolve a transformação de ativos financeiros como empréstimos, hipotecas, recebíveis de cartão de crédito e outros em títulos negociáveis, ou seja, possam ser comprados e vendidos no mercado de capitais, oferecendo diversas vantagens tanto para os emissores quanto para os investidores.

No caso do mercado imobiliário, a securitização de títulos de crédito e investimentos imobiliários permite que os originadores de crédito imobiliário, como incorporadores, instituições financeiras, desenvolvedores de empreendimentos imobiliários ou originadores de operações de base imobiliária arrecadem recursos ao venderem os seus direitos sobre esses ativos a investidores, transferindo também os riscos dessas operações. Os investidores assim, obtêm acesso a oportunidades de investimento diversificados. Isso tudo desempenha um papel no mercado imobiliário, facilitando o financiamento e o investimento no setor.

Na securitização de crédito imobiliário, os pagamentos de juros e principal dos devedores são agrupados e vendidos como títulos a investidores. A securitização de investimento imobiliário se dá, por exemplo, com o fluxo de recebimento de aluguel de imóveis, servindo de lastro para emissão de cotas de fundos de investimentos imobiliários ou outros fundos de base imobiliária.

Esses títulos securitizados, tanto de créditos como de investimentos imobiliários, são frequentemente negociados em mercados secundários, tornando-os mais líquidos. Isso permite que os investidores comprem e vendam esses títulos conforme necessário.

As operações de securitização de títulos imobiliários, apesar de seu importante papel no financiamento de empréstimos e investimentos imobiliários, proporcionando liquidez e diversificação de riscos, são muito complexas e sujeitas a riscos, com a regulamentação desempenhando um papel importante na sua mitigação.

## 2. Os títulos de crédito e de investimento imobiliário no Brasil.

A evolução do mercado de títulos de créditos e investimentos imobiliários tem se mostrado bastante robusta nos últimos anos no Brasil, principalmente representados pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as cotas dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII).

### 2.1. O Certificado de Recebível Imobiliário – CRI

Os CRIs são emitidos por Companhias Securitizadoras de créditos imobiliários, estrutura regulamentada pelo Sistema Financeiro Imobiliário <sup>1</sup>.

São destinados a investidores em geral, tendo incentivo fiscal através da isenção de imposto de renda sobre os rendimentos para o caso de investidores pessoas físicas. Podem ser emitidos em diferentes classes de risco como sênior, mezanino e júnior, diferenciados pela prioridade de recebimento dos pagamentos de principal e juros e da remuneração do título.

O crescimento da emissão de CRI nos últimos 5 anos tem sido bem consistente, saindo de algo como R\$9 bilhões em 2018 para R\$51 bilhões em 2022. Nesse mesmo período o volume aproximado em estoque de CRI evoluiu de R\$74 bilhões para R\$146 bilhões, enquanto a liquidez, através da comercialização no mercado secundário pulou de R\$8 bilhões para R\$73 bilhões em números redondos <sup>2</sup>.

Os lastros dos CRIs emitidos em 2022 foram preponderantes oriundos de crédito do segmento residencial, seguido dos segmentos de lajes corporativas, varejo, galpões logísticos e industriais representando quase  $\frac{3}{4}$  das emissões em 2022, enquanto os segmentos de loteamento, hospitalar, educacional, hoteleiro e outros, representaram pouco mais de  $\frac{1}{4}$  dessas emissões <sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> O Sistema Financeiro Imobiliário foi estabelecido pela lei 9514/97 criando as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários e os Certificados de Recebíveis Imobiliários, dentre outras providências.

<sup>2</sup> Fonte - UQBAR Certificados de Recebíveis Imobiliários 2023

<sup>3</sup> Fonte - UQBAR Certificados de Recebíveis Imobiliários 2023

## **2.2. O Fundo de Investimento Imobiliário – FII**

Os FIIs foram estabelecidos em 1993 <sup>4</sup> com o propósito de captar recursos através da emissão de cotas para serem aplicados em empreendimentos imobiliários. Destinados a investidores em geral, também fornecem benefício fiscal a investidores pessoas físicas em algumas situações. Podem ser emitidas cotas com classes de subordinação e as amortizações dos investimentos se dão na liquidação ou parcialmente durante a existência dos fundos. São constituídos na forma de condomínio fechado, quando não há possibilidade de resgate de cotas.

Embora existindo há tanto tempo, seu crescimento no Brasil foi lento. Nos últimos anos começou a mostrar mais vigor. Em 2018 o volume de ofertas de cotas de FIIs no Brasil foi de R\$13 bilhões com patrimônio líquido total de R\$90 bilhões, saltando respectivamente para R\$37 bilhões e R\$254 bilhões em 2022. Em números de investidores, existiam 208 mil em 2018 aumentando consideravelmente para 2.062 mil em 2022.

A liquidez dos FIIs foi em 2018 de R\$8 bilhões em valor de cotas negociadas e em 2022, R\$61 bilhões.

Os segmentos com maior atuação dos FIIs no Brasil foram, renda fixa com 45% do patrimônio líquido total, lajes de escritório com 17%, imóveis logísticos com 16% e shopping centers com 10%. Os outros segmentos, representam 12% <sup>5</sup>.

## **2.3. Outros títulos de crédito e de investimento imobiliário**

Embora existam outros instrumentos de investimentos em títulos de base imobiliária, como as cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), cotas de Fundos de Investimento em Participação (FIP) e outros, para efeito de análise do impacto de juros no mercado de capital serão focados os CRIs e os FIIs, uma vez que são mais representativos em volume de emissão. Essa consideração não prejudica as conclusões a que se pretende chegar quanto ao impacto das taxas de juros no mercado

---

<sup>4</sup> Os Fundos de Investimentos Imobiliários foram criados pela lei 8668/93 e regulamentados pela instrução normativa da CVM 205/94 e 206/94 e atualmente pela instrução normativa da CVM 472/08.

<sup>5</sup> Fonte - UQBAR Fundos de Investimento Imobiliário 2023.

de securitização de créditos e investimentos imobiliários no Brasil.

### 3. Taxa de juros no Brasil

#### 3.1. Taxa básica de juros

As taxas de juros no Brasil variam ao longo do tempo devido a uma série de fatores, incluindo a política monetária do Banco Central, a inflação, a situação econômica e política do país e as condições globais de mercado.

A taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) é a taxa básica de juros no Brasil e é determinada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil. Ela é usada como referência para muitas outras taxas de juros no país, incluindo as taxas de empréstimos bancários, financiamentos imobiliários e investimentos em renda fixa.

As taxas de juros praticadas no mercado podem variar dependendo do tipo de empréstimo ou investimento, da instituição financeira e das condições individuais do tomador do empréstimo ou da expectativa de remuneração do investidor.

O COPOM define a SELIC em reuniões periódicas a cada 45 dias em média, podendo ser realizadas com maior frequência em momentos de maior volatilidade econômica.

Para sua fixação, são analisadas diversas variáveis econômicas e financeiras: (i) dados econômicos, como inflação, crescimento econômico, emprego, balança comercial, entre outros; (ii) condições econômicas globais e locais que podem afetar a economia brasileira; (iii) manutenção da inflação dentro de metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, sendo a decisão sobre a SELIC muitas vezes influenciada pela necessidade de controlar a inflação. Se a inflação estiver acima da meta, o COPOM pode aumentar essa taxa para reduzir a demanda e controlar os preços. Se a inflação estiver abaixo da meta, eles podem reduzi-la para estimular o crescimento econômico.

Após a análise dos dados e a tomada de decisão, o COPOM anuncia a nova taxa SELIC. É importante destacar que ela é uma ferramenta importante da política monetária do Brasil e desempenha um papel fundamental no controle da inflação e na estabilidade econômica do país. Sua transparência e a previsibilidade na definição são elementos-chave para a eficácia dessa política.

### 3.2. Comportamento da taxa de juros e inflação

O histórico recente da taxa de juros no Brasil mostra alta volatilidade e com valores muito altos, se comparado a outros países do mundo, principalmente aos mais desenvolvidos. O nível de taxas de juros no Brasil no passado mais remoto foi sempre muito elevado como nos anos da década de 1980 e quase toda a primeira metade da década de 1990, quando o país apresentava um cenário de hiperinflação.

Mesmo com a estabilização da moeda e conseqüentemente o fim desse cenário inflacionário a partir de 1994, as taxas de juros reais foram sempre altas, com o objetivo de manter baixa a inflação e para estabilizar a balança de pagamentos com a atração de investimentos externos.

Em 2018 e 2019, a inflação <sup>6</sup> acumulada de 12 meses flutuava no percentual de 3% a 4,5%, em 2020 e no início de 2022 ela se elevou fortemente indo do patamar de 4% para 10%. Mais recentemente, entre início de 2022 e meados de 2023 em declínio, atingindo valores ao redor de 5%.

A taxa SELIC, em 2018 e 2019 se estabilizou em algo pouco superior a 6% ao ano, caindo para o nível de 5% ao ano no final de 2019, e “despencando” a 2% ao ano a partir de junho de 2020 até início de 2021, como resposta a pandemia de Covid19 que provocou enorme recessão na economia mundial e no Brasil. É importante observar que a taxa SELIC durante esse período era inferior a inflação, resultando em taxa real negativa. A partir daí, essa taxa começou a subir atingindo 13,75% ao ano em meados de 2022 se estendendo até o 3º trimestre de 2023, quando começou a mostrar leve decréscimo.

A taxa dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI) <sup>7</sup> acompanha a mesma tendência da taxa SELIC. Assim, nos últimos anos, a taxa CDI de 12 meses iniciou 2018 com algo em torno de 9% ao ano, mas caiu para o patamar de 6% ao ano até

<sup>6</sup> Inflação medida pelo IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. Indicador oficial de inflação no Brasil. Calculado pelo IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, mede a variação de preços de bens e serviços de famílias, com rendimentos entre 1 e 40 salários-mínimos em diversas cidades brasileiras.

<sup>7</sup> Taxa do CDI – Certificado de Depósito Interbancário é a praticada pelos empréstimos entre bancos com prazo de 1 dia. Também conhecida como taxa DI, serve de base para as taxas cobradas em investimentos de renda fixa e pode ser calculada por prazos maiores.

final de 2019. Houve uma queda constante até meados de 2021, atingindo o valor mínimo já praticado até hoje, de 2% ao ano. Voltou a subir, acompanhando a taxa SELIC, chegando ao patamar próximo de 12% ao ano em meados de ano de 2023 <sup>8</sup>.

### **3.3. Correlação da taxa de juros com o mercado imobiliário**

As altas taxas de juros praticadas no Brasil têm um impacto significativo no mercado imobiliário, afetando tanto a demanda quanto a oferta de imóveis e prejudicando o acesso ao crédito, pois o torna mais caro e menos acessível para os compradores de imóveis, desencorajando as pessoas a buscarem financiamento para a compra de casas, o que resulta em uma diminuição na demanda por propriedades.

Taxas de juros elevadas aumentam os custos de financiamento para construtoras e desenvolvedores imobiliários, levando a um desaquecimento na construção de novos empreendimentos.

Para investidores que procuram adquirir imóveis para aluguel ou revenda, as altas taxas de juros reduzem o retorno sobre o investimento, diminuindo a atratividade para o investimento em propriedades, afetando a oferta de imóveis no mercado. Assim, investidores buscam alternativas de investimento com retornos mais atrativos do que o mercado imobiliário.

É importante observar que as altas taxas de juros no mercado imobiliário podem ser atenuadas por outros fatores econômicos, como a oferta e a demanda regional de imóveis, políticas governamentais e o desempenho da economia em geral. Políticas de subsídios, programas habitacionais e mudanças nas taxas de juros de referência também podem influenciar a dinâmica do mercado imobiliário.

Em geral, as altas taxas de juros tendem a tornar o mercado imobiliário menos acessível e atrativo para compradores e investidores, o que pode resultar em preços mais baixos e menor atividade no setor imobiliário. Por outro lado, quando as taxas de juros são mais baixas, há aumento na demanda e nos preços.

## **4. Taxa de juros e o mercado de securitização de créditos e investimentos imobiliários**

---

<sup>8</sup> Fonte - Banco Central do Brasil. Relatório Focus de Mercado.

#### **4.1. Comparativo entre o mercado de securitização de créditos imobiliários entre o Brasil e os Estados Unidos**

As Mortgage-Backed Securities (MBS) americanos são títulos representativos de créditos imobiliários, garantidos por hipoteca dos imóveis que são financiados. As operações de MBSs são muito comuns nos Estados Unidos e muito significativas, representando 22% de todo o mercado de renda fixa americano estimado em US\$55 trilhões. Isso significa algo em torno de US\$12 trilhões<sup>9</sup> e estão relacionados com o financiamento imobiliário. uma fração de um pool de empréstimos hipotecários.

Se forem considerados os CRIs no Brasil como títulos equivalentes aos MBSs americanos, com seu volume atual de R\$146 bilhões, conforme já citado anteriormente, é possível se chegar a uma primeira comparação de dimensão: O volume de CRI é de apenas 1,5% do PIB brasileiro (R\$9,9 trilhões)<sup>10</sup>, enquanto o volume de MBS representa, 47,6% do PIB americano (US\$ 25,4 trilhões)<sup>11</sup>.

O mercado de MBS nos EUA teve origem na década de 1960<sup>12</sup> com a criação da Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) originada pela nova

<sup>9</sup> Fonte – SIFMA, Securities Industry and Financial Market Association.

<sup>10</sup> Produto Interno Bruto do Brasil em 2022. Fonte – IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

<sup>11</sup> Produto Interno Bruto dos Estados Unidos em 2022. Fonte – World Bank, Trading Economics.

<sup>12</sup> Apesar de criada em 1968, a origem da Ginnie Mae pode ser relacionada anteriormente a Grande Depressão Americana de 1929, quando houve grande desemprego e alta onda de defaults nos empréstimos e decréscimo no valor das propriedades atingindo a economia como um todo. O Congresso aprova o National Housing Act em 1934, um componente chave para o New Deal, grande programa de combata a recessão. Com isso foi criado o Federal Housing Administration (FHA) para ajudar a ressuscitar o mercado residencial americano e proteger os devedores de dívidas hipotecárias em default. Com o programa nacional de seguro de empréstimos hipotecários, foi dado enorme incentivo a bancos, e outras instituições financeiras a prover créditos imobiliários para qualquer americano.

O National Housing Act foi emendado em 1938 para caracterizar a Fannie Mae, criando o mercado secundário de hipotecas. Assim o papel do Fannie Mae foi comprar os empréstimos segurados do FHA provendo liquidez aos créditos. O Housing and Urban Development Act de 1968 dividiu a Fannie Mae em duas corporações separadas: Fannie Mae, para comprar empréstimos convencionais não garantidos pelo governo americano e a Ginnie Mae, que adquire créditos totalmente garantidos.



formatação da Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e a posterior criação da Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Essas agências governamentais compram hipotecas de instituições financeiras, empacotam-nas em títulos e os vendem para investidores no mercado secundário.

Existem diferentes tipos de MBS nos EUA, sendo os mais comuns os emitidos por agências criadas por ações governamentais (Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac) e os emitidos por instituições privadas.

No Brasil as Companhias Securitizadoras podem ser assemelhadas com essas agências.

Assim, quando os indivíduos obtêm empréstimos hipotecários de bancos e outras instituições financeiras, esses empréstimos podem ser vendidos para agências ou entidades privadas. Elas empacotam as hipotecas em títulos MBSs, que são então vendidos a investidores no mercado secundário. Os pagamentos dos mutuários das hipotecas se tornam em pagamentos de juros e principal para os investidores de MBSs.

Os MBSs desempenharam um papel central na crise financeira de 2008, pois muitos desses títulos eram lastreados em hipotecas de alto risco (subprime) que se tornaram inadimplentes. Isso resultou em grandes perdas para investidores e contribuiu para a crise global. Desde então houve reformas regulatórias significativas e mudanças no mercado para mitigar esses riscos.

Esses títulos são essenciais para o funcionamento do mercado imobiliário nos EUA, pois fornece liquidez ao setor, permitindo que os bancos e credores originais vendam as hipotecas que concederam, liberando capital para conceder novos empréstimos hipotecários. Além disso, os MBSs oferecem uma forma de investimento relativamente segura para os investidores.

Assim como no Brasil nas operações de CRI, as taxas de juros desempenham um papel fundamental no mercado de MBS. Quando as taxas de juros estão baixas, os mutuários estão mais dispostos a obter hipotecas, levando a um aumento na originação de hipotecas e emissões de MBS.

Assim, as decisões do Federal Reserve (o banco central dos EUA) ou do Banco Central no Brasil, em relação às taxas de juros e à política monetária afetam o mercado de MBS e CRI, respectivamente. Mudanças nas taxas de juros de curto prazo influenciam as taxas de juros das hipotecas e, conseqüentemente, o mercado de MBS e CRI.



A saúde geral da economia dos EUA e Brasil, incluindo fatores como emprego, inflação e crescimento econômico também desempenham papel importante no mercado de MBS e de CRI, respectivamente.

Assim, a demanda dos investidores por títulos de MBS nos Estados Unidos e de CRI no Brasil pode variar com base em fatores como apetite por risco, preferências de investimento e perspectivas econômicas.

#### **4.2. Comparativo entre o mercado de securitização de investimentos imobiliários entre o Brasil e os Estados Unidos**

É possível traçar um paralelo entre Fundo de Investimentos Imobiliários no Brasil e Real Estate Investment Trust (REIT) nos Estados Unidos. Embora o REIT tenha uma estrutura de empresas tendo com estrutura de captação por meio de investimento ou dívida, eles são também voltados ao mercado imobiliário.

Bem mais antigo que o FII no Brasil, o REIT americano, criado na década de 1960, continua apresentando performances atraentes aos investidores, com boa parcela da população investindo nessas empresas e no Brasil, esse percentual é ínfimo <sup>13</sup>.

O volume de REIT em valor de mercado é de US\$1,3 trilhões <sup>14</sup>, enquanto no Brasil, conforme relatado anteriormente, o patrimônio dos FII não passa de R\$254 bilhões. Fazendo a mesma analogia na comparação entre os MBSs e os CRIs, o volume do patrimônio dos REITs a valor de mercado em relação ao PIB americano é de 5,1%, enquanto no Brasil o patrimônio líquido dos FIIs representa 2,6% do PIB brasileiro, que inclui ainda operações de CRI adquiridos em FIIs de renda fixa que representam 45% do patrimônio total da indústria de FIIs. Já os REITs têm 95% do seu patrimônio aplicados diretamente em imóveis.

---

<sup>13</sup> 45% da população americana investem em REITs, enquanto no Brasil, 0,9% da população investem em FIIs. Fontes – NAREIT, REIT Industry Fact Sheet e B3, Boletim de Fundos Imobiliários.

<sup>14</sup> Fonte – NAREIT, REIT Industry Fact Sheet .

## 5. O cenário atual de redução de taxas de juros na securitização de créditos e investimentos imobiliários no Brasil

Após atingir um alto patamar de juros através da fixação da SELIC em 13,75% ao ano entre o ano passado e o atual, conforme mencionado anteriormente, o cenário econômico esperado para os próximos anos, é de queda lenta dessa taxa. Atualmente ela está em 12,75% ao ano, apresentando duas quedas de 0,5% nas duas últimas reuniões do COPOM.

Embora não seja apenas a taxa de juros referencial que fomenta a indústria de títulos de base imobiliária, ela sem dúvida é a mais relevante. Outros fatores, como taxa de inflação, desemprego, estabilidade econômica, condições de mercado interno e externo, estão em parte refletidos na fixação da taxa básica de juros, pois a autoridade monetária leva em conta todos eles.

A securitização de crédito e investimento no Brasil, embora em crescimento, ainda apresenta patamares muito baixos para uma indústria tão relevante com a imobiliária, que movimenta a economia e cria riqueza para o país, além de desempenhar um papel social importantíssimo. O déficit habitacional que o Brasil apresenta, somado a precariedade de habitações nos centros urbanos e na zona rural levam à urgência de produção de novas residências.

Também outros tipos de empreendimentos imobiliários como edifícios comerciais corporativos, conjuntos comerciais, empreendimentos logísticos e industriais, loteamentos, hotéis, etc, precisam se desenvolver.

O comparativo com o mercado de títulos imobiliários americanos com destaque aos títulos de crédito, MBS e CRI, mostra a enorme necessidade de crescimento no caso brasileiro. Nota-se que essa comparação foi feita respeitando o tamanho da economia dos dois países. Em outras palavras, a volume de CRI e de FII, é pequeno se comparado ao tamanho do Brasil; para a mesma participação desses tipos de papéis americanos no mercado dos Estados Unidos, o volume de CRI deveria ser pelo menos 30 vezes maior e o de FII, 2 vezes.

Portanto tudo indica que há uma direção para o crescimento da securitização de créditos e investimentos imobiliários. O mercado financeiro imobiliário está preparado para estruturar essas complexas operações no mercado de capitais, cada vez mais regulado e com participantes dessas operações, entendendo e atuando com qualidade.

O forte crescimento recente dos CRIs e FIIs, além de outros títulos que compõe o espectro dos títulos de base imobiliária, propiciou isso. Esse crescimento ainda insuficiente, mostra forte resiliência num cenário econômico não totalmente adequados.

Não se pode esquecer a importante ajuda que as ações de governo fornecem com os incentivos fiscais e tributários ao setor imobiliário e em especial ao investimento em títulos de crédito e investimento imobiliário, com a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas.

Quando se nota a exuberante indústria de títulos hipotecários e de investimentos americanos verifica-se que a estabilidade econômica e a ausência de grande volatilidade, aliada a um mercado financeiro pujante são os ingredientes para a presença do mercado de securitização de títulos de base imobiliária. O Brasil ainda não mostrou isso nas últimas décadas da sua história, o que impediu o desenvolvimento desse mercado, mas espera-se que as reformas econômicas, administrativas e sociais tão necessárias e aguardadas, sejam conduzidas para o caminho do crescimento sustentável do Brasil. Mais uma vez o mercado imobiliário está ansioso por isso e de encontrar o rumo do seu desenvolvimento, ocupando assim o seu lugar de relevância na economia do país.