



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA  
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA  
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

CARTA DO NRE-POLI  
abril-junho 2025

no.80-25

1

## OS DESAFIOS DO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO FRENTE À RETRAÇÃO DOS SALDOS DE POUPANÇA EM CENÁRIOS DE TAXA DE JUROS ELEVADOS

MSc. Diego de Alcântara Lacerda  
Prof. Dra. Eliane Monetti

Vêm sendo rotineiro na mídia manchetes relacionadas às restrições do crédito imobiliário, sobretudo dos recursos oriundos dos depósitos de poupança - o SBPE -, que fomenta atualmente, principalmente, os financiamentos habitacionais destinados às famílias de classe média. Boa parte dessas manchetes atrelam às dificuldades e restrições na concessão dos financiamentos habitacionais dessa faixa, os patamares elevados da taxa básica de juros - a SELIC-, que direciona as taxas de juros adotadas pelos agentes financeiros, assim como uma deterioração dos saldos da caderneta de poupança, que serve de *funding* para esses financiamentos e que vêm apresentando constantes resultados negativos nos últimos anos.

Neste contexto, não é raro também encontrarmos matérias exaltando o protagonismo dos instrumentos de captação via mercado na contribuição para a expansão do setor imobiliário, podendo encontrar até afirmações de que “... o crédito imobiliário não depende mais da poupança.”. Entretanto, considerando o ciclo de alta da taxa de juros atual, será que o custo de captação e operacionalização destes instrumentos permitem aos agentes financeiros gerarem crédito imobiliário e, em especial, crédito habitacional acessível ao público-alvo? É possível se ver livre e não dependente dos recursos direcionados da caderneta de poupança, provendo financiamento habitacional viável, especialmente à classe média, que é o principal tomador desta linha de financiamento?

Esta carta tem por objetivo analisar o comportamento da carteira de crédito imobiliário de instituições financeiras privadas, que atuam com financiamento imobiliário em geral e, em especial, financiamento habitacional, participantes do SBPE e com volumes equivalentes de captação de recursos via mercado, e compreender em que medida o crédito imobiliário pode vir a ser independente dos recursos da caderneta de poupança.

### O SFH, o SBPE e o SFI

O Brasil possui uma estrutura de crédito imobiliário fortemente ancorada em fontes de recurso direcionados, provenientes do FGTS - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e do SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos. Inicialmente

ambas as fontes de *funding* estavam ancoradas dentro do SFH - Sistema de Financiamento Habitacional, obedecendo regras específicas para a sua aplicação, estabelecidas por lei, dentre as quais podemos destacar o limite de valor do imóvel financiado e o teto da taxa de juros aplicada aos financiamentos. A partir de 2018, por meio da Resolução 4.959/18 do BCB, o *funding* oriundo do SBPE passou a operar fora do âmbito do SFH, o que ocasionou em uma maior liberdade de aplicação dos recursos para o financiamento de imóveis de valores mais altos, podendo atender assim aos segmentos de média e alta renda, permanecendo o FGTS como a principal fonte de *funding* para prover financiamento habitacional aos segmentos de menor renda.

O SFI - Sistema de Financiamento Imobiliário, foi criado em 1997, com o objetivo de fomentar crédito imobiliário para o desenvolvimento do setor não residencial e da faixa de imóveis que não se enquadravam dentro dos parâmetros do SFH, que até então abraçava as principais fontes de recursos direcionados (FGTS e SBPE). A introdução do SFI no mercado nacional trouxe a criação dos CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários, seguido posteriormente pela criação de outros instrumentos de captação para o setor, como a LH – Letra Hipotecária, LCI – Letra de Crédito Imobiliário, os FII – Fundos de Investimentos Imobiliários e, mais recentemente a LIG – Letra Imobiliária Garantida.

### **O SBPE e o *funding* de Mercado**

Os integrantes do SBPE, devem atender regras específicas de direcionamento dos recursos captados via depósitos de poupança<sup>1</sup>:

I – 65% (sessenta e cinco por cento) no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, dos quais;

a) 80% (oitenta por cento), no mínimo, em crédito habitacional;

b) o restante em financiamento imobiliário em geral.

II – Os recursos remanescentes em disponibilidades financeiras e em outras operações admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor, observado o percentual de recolhimento compulsório estabelecido pelo BCB.

---

<sup>1</sup> Art. 15 Res. 4.676/18.

Sendo assim, do total de recursos captados pela instituição financeira via caderneta de poupança, excluindo-se a parcela de 20% destinada aos depósitos compulsórios ao Banco Central (BCB)<sup>2</sup>, a instituição deve obrigatoriamente destinar 52% da captação para geração de crédito imobiliário e os 13% restantes podendo ser para outras operações imobiliárias, restando uma parcela de 15% que, pode ser aplicada em outras operações financeiras.

Os recursos aplicados em caderneta de poupança passaram a obedecer, a partir de 2012, a seguinte regra de remuneração:

- Se Selic > 8,5% a.a. – rentabilidade de 0,5% a.m. + TR<sup>3</sup>;
- Se Selic <= 8,5% a.a. – rentabilidade de 70% da Selic + TR.

Desta maneira, mesmo em patamares de taxa de juros elevadas, o teto de rentabilidade da poupança deixa o custo de captação em um nível estável, permitindo às instituições trabalharem o crédito direcionado ao financiamento habitacional em patamares relativamente mais baixos do que as taxas de mercado.

Por outro lado, a limitação de rentabilidade, associada a um maior acesso à informação e educação financeira, aliada às facilidades do acesso digital às plataformas de investimentos são vistos por parte do mercado como os principais propulsores da migração dos poupadores, para investimentos em outros instrumentos de renda fixa.

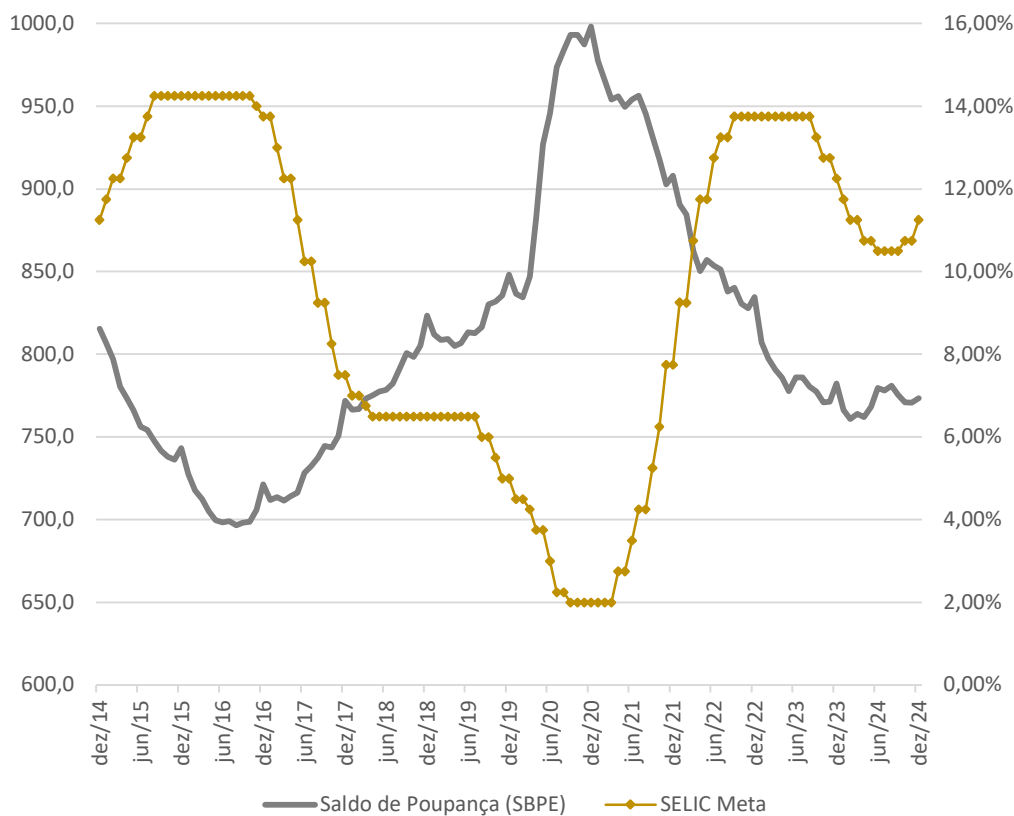
Ao se analisar a evolução efetiva dos saldos de poupança percebe-se, de fato, uma retração nos saldos, principalmente nos últimos anos pós-pandemia.

---

<sup>2</sup> Resolução BCB nº 188 de 23 de fevereiro de 2022.

<sup>3</sup> TR – Taxa Referencial

Gráfico 1 – Saldo de Poupança [em R\$ bilhões em moeda de dez/24, ajustada pelo IPCA] x Selic Meta.



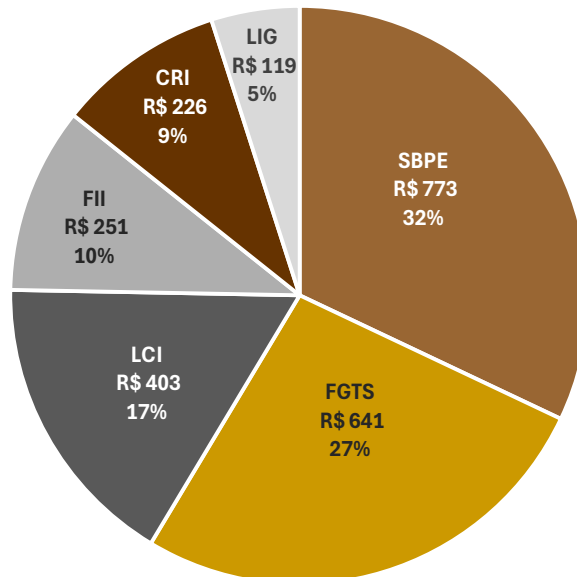
Fonte: Elaborado pelos autores com dados do BCB.

Observa-se no Gráfico 1 uma correlação negativa entre o saldo da poupança e a SELIC meta. Alguns especialistas atribuem a variação dos saldos de poupança ao movimento da taxa básica de juros; entretanto, não se deve negligenciar a tendência de mudança de comportamento do público investidor.

Na contramão dos depósitos de poupança, a captação de recursos no mercado de capitais demonstrou forte expansão nos últimos anos. Conforme dados publicados pelo SECOVI-SP, em dezembro de 2024 a estrutura de *funding* para o crédito imobiliário somava R\$ 2,4 trilhões, sendo que a parcela oriunda dos recursos de captação de mercado já representava mais de 40% da estrutura total, conforme

apresentado no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Distribuição de *funding* imobiliário nacional em dez/24. [valores em R\$ bilhão]



Fonte: SECOVI-SP, com dados da B<sup>3</sup>, BACEN, FGTS e Abecip.

Entretanto, apesar do expressivo volume de captação de recursos via mercado de capitais, seria esta fonte capaz de sustentar o *funding* para o crédito imobiliário, sobretudo para o crédito habitacional?

### Análise dos Emissores

O estudo realizado analisou três instituições financeiras privadas<sup>4</sup> atuantes no segmento de financiamento imobiliário e habitacional, integrantes do SBPE e

<sup>4</sup> Neste estudo não foram analisados os bancos públicos, devido à desproporcionalidade dos recursos direcionados em suas carteiras, o que demandaria um estudo específico.



emissores de LCI e LIG, analisando os saldos e estoques das fontes de *funding* contra a carteira de financiamento imobiliário demonstrada em seus balanços contábeis.

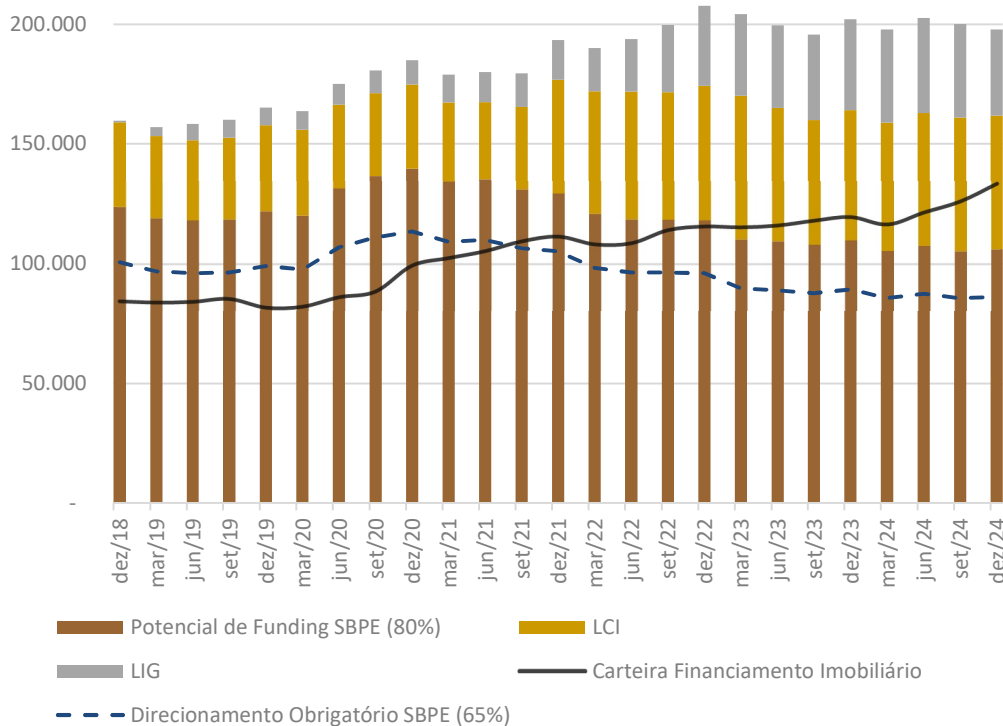
Excluiu-se dessa análise os CRI e FII, visto que, em relação ao CRI, as instituições financeiras são distribuidoras dos títulos e não emissoras, assim como os FII, que são instrumentos de captação e destinação para projetos específicos, não compondo a carteira de financiamento imobiliário das instituições financeiras.

### **Emissor 1**

Conforme o Gráfico 3, podemos observar que o volume financeiro da carteira de financiamento imobiliário do emissor 1 manteve-se praticamente consoante com o limite do direcionamento obrigatório (65% SBPE) até o final do ano de 2021, quando somente então ultrapassou este limiar, coincidindo com o período em que os depósitos de poupança iniciaram um movimento de retração.

Entretanto, apesar do percebido crescimento da carteira de financiamento imobiliário, ultrapassando o potencial de *funding* do SBPE da instituição, observa-se que, em dez/24, o Emissor 1 possuía uma captação de recursos para aplicação no mercado imobiliário de R\$ 197,7 bilhões, contra uma carteira de financiamento imobiliário de R\$ 133,4 bilhões, apresentando uma massa de recursos captados na ordem de R\$ 64,3 bilhões, sem aplicação na expansão da sua carteira imobiliária.

Gráfico 3 – Captação x Carteira Imobiliária – Emissor 1 [valores em R\$ milhões em moeda de dez/24, ajustada pelo IPCA].



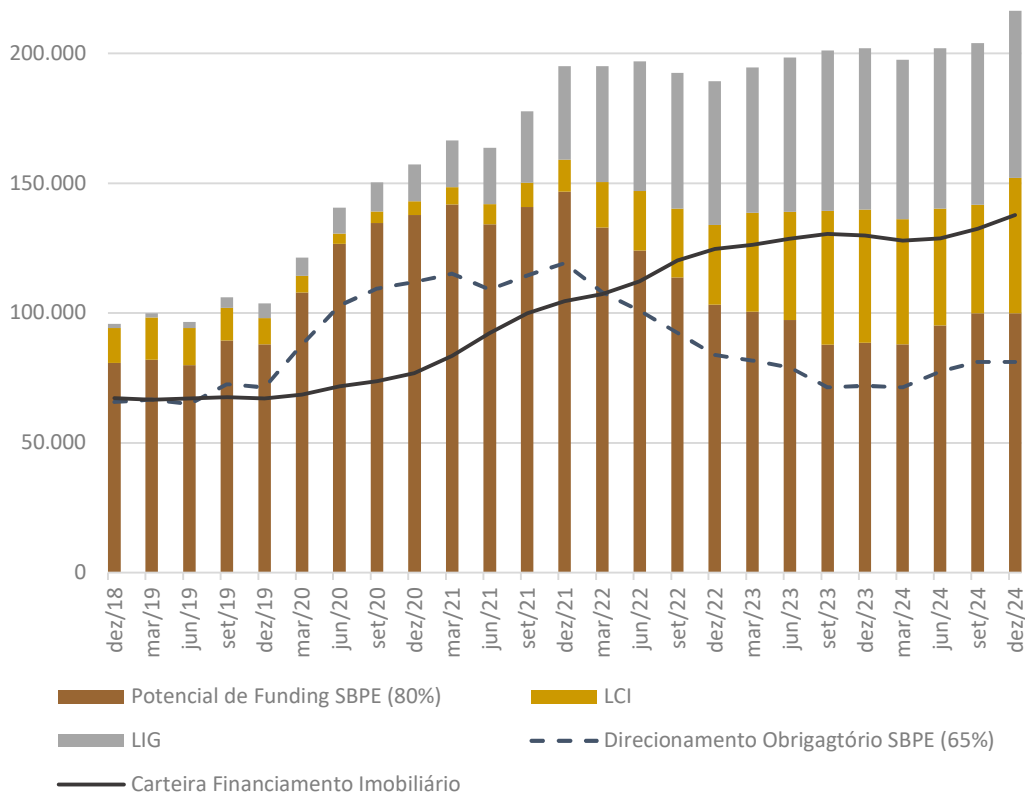
Fonte: Elaborado pelos autores com dados do emissor e BCB.

## Emissor 2

Observa-se que o Emissor 2 iniciou uma expansão da sua carteira de financiamento imobiliária logo após o aumento do volume dos saldos de poupança observados em 2020, reflexos da pandemia da COVID-19. No entanto, apesar do início do movimento de retração dos depósitos de poupança no início de 2022, a carteira de financiamento imobiliário da instituição seguiu em expansão. Ainda assim, a diferença entre o volume captado destinado ao *funding* imobiliário e os recursos aplicados na carteira de financiamento imobiliário do Emissor 2, em dez/24, somavam R\$ 60,1

bilhões.

Gráfico 4 – Captação x Carteira Imobiliária – Emissor 2 [valores em R\$ milhões em moeda dez/24, ajustada pelo IPCA].



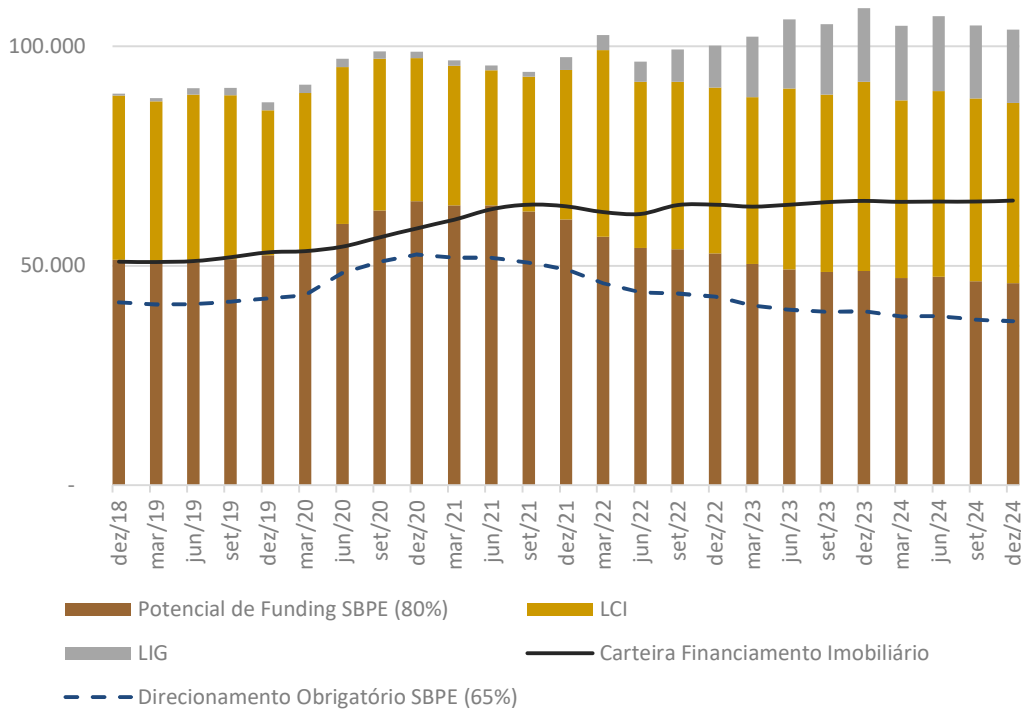
Fonte: Elaborado pelos autores com dados do emissor e BCB.

### Emissor 3

O Emissor 3 apresentou uma carteira de financiamento imobiliário estável, acompanhando os patamares dos saldos de poupança até o 1º semestre de 2021, quando os depósitos de poupança da instituição iniciaram o processo de retração e a instituição manteve a carteira de financiamento estável, utilizando parte dos recursos captados via mercado. Em dez/24 o emissor apresentava uma carteira de

financiamento imobiliário de R\$ 64,8 bilhões, frente a um volume captado destinado ao crédito imobiliário de R\$ 103,8 bilhões.

Gráfico 5 – Captação x Carteira Imobiliária – Emissor 3 [valores em R\$ milhões em moeda dez/24, ajustada pelo IPCA].



Fonte: Elaborado pelos autores com dados do emissor e BCB.

A situação observada das carteiras de financiamento imobiliário dos emissores analisados, frente aos volumes de captação, estão sintetizados abaixo.

Tabela 1 – Captação Emissores x Carteira Imobiliária [valores em R\$ bilhões em dez/24].

Emissor	Direcionamento			<i>Funding</i> Captado (d) = (a+b+c)	Carteira de Financiamento Imobiliário (e)	Volume Não Aplicado no Crédito Imobiliário (d-e)
	Obrigatório (65% SBPE) (a)	LCI (b)	LIG (c)			
(1)	86,1	55,9	36,0	178,0	133,4	<b>44,7</b>
(2)	81,2	52,1	64,5	197,8	137,8	<b>60,0</b>
(3)	46,0	41,2	16,7	103,8	64,8	<b>39,0</b>
<b>TOTAL</b>	<b>213,3</b>	<b>149,1</b>	<b>117,2</b>	<b>479,6</b>	<b>336,0</b>	<b>143,6</b>

Fonte: Elaborado pelos autores com dados dos emissores e BCB.

Conforme os dados da tabela 1, em dez/24, os três emissores analisados apresentavam um montante de mais de R\$ 140 bilhões de recursos captados como *funding* para o mercado imobiliário, não aplicados em suas carteiras de financiamento imobiliário, de acordo com os dados apresentados em seus respectivos balanços.

### O Mix de *funding* X Custo de Captação

Considerando que as instituições financeiras geram suas carteiras de financiamento imobiliário a partir dos recursos, direcionados e livres, disponíveis e, que os instrumentos de captação possuem custos de captação diferentes, realizamos a proposição de uma carteira hipotética, a fim de se analisar a composição pertinente, frente à variação da taxa básica de juros.

Adotou-se como premissa a construção de um *mix de funding*, composto por recursos de captação de mercado e recursos direcionados do SBPE, para proporcionar um financiamento habitacional com uma taxa de juros para o tomador da ordem de 10,0% a.a.<sup>5</sup>. Os custos de captação dos produtos de mercado foram estabelecidos de acordo com parâmetros observados no mercado e, seu spread arbitrado conforme custo médio informado por emissor. Já o custo dos recursos direcionados do SBPE foram estipulados conforme rentabilidade estipulada pela Res. 4.676/2018 do BCB e,

<sup>5</sup> Adotou-se neste caso a premissa de que a taxa de 10,0% a.a. é uma taxa compatível na concessão de financiamentos habitacionais para a classe média, observada pelo aquecimento do mercado quando as taxas de juros estão em patamares iguais ou inferior a este.



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA  
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA  
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

---

**CARTA DO NRE-POLI**  
abril-junho 2025

no.80-25

11

o *spread* arbitrado conforme referência publicada<sup>6</sup>:

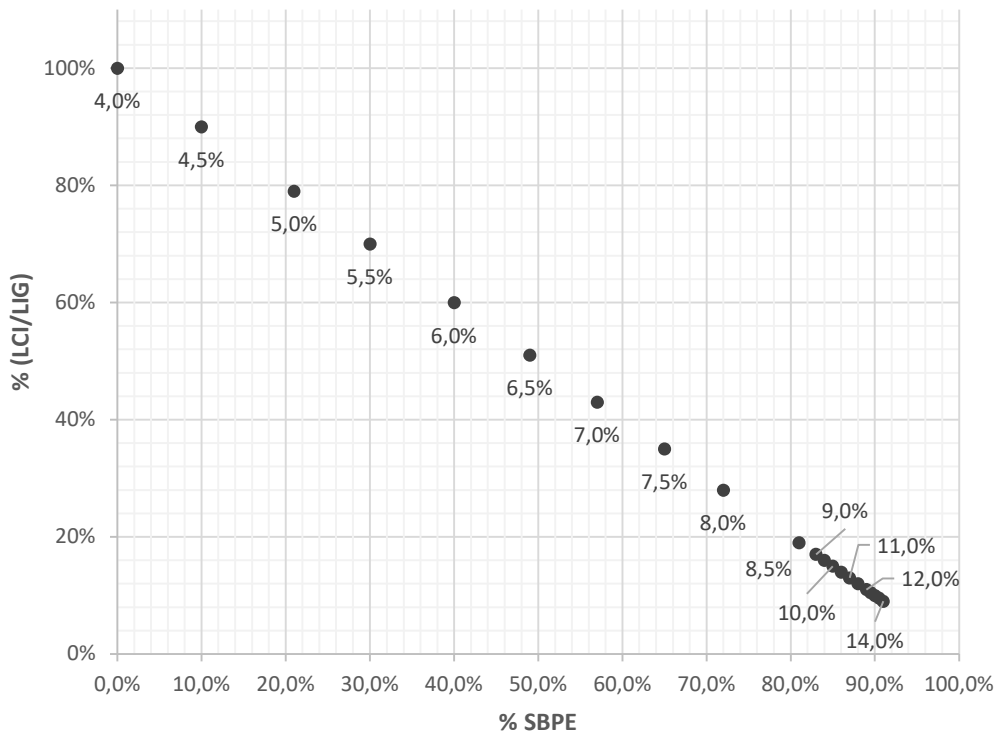
- Taxa de Juros Alvo Máx. - Crédito Habitacional - 10% a.a.;
- Custo de Captação *funding* de Mercado (LCI/LIG) – 95% CDI (CDI = SELIC – 0,10%);
- Spread bancário *funding* de Mercado (LCI/LIG) – 6% a.a. (arbitrado);
- Rentabilidade da Poupança – 70% da SELIC + TR, se SELIC ≤ 8,5% a.a.;  
0,5% a.m. +TR, se SELIC > 8,5%;
- Spread bancário Poupança – 2,80%..

A composição do *mix de funding* foi estabelecida conforme a variação da taxa básica de juros, em patamares de variação na ordem 0,5 p.p., entre 4,0% e 14,0% a.a.

---

<sup>6</sup> Foi utilizado como referência taxa fixa utilizada pela CAIXA divulgada na cartilha de crédito imobiliário da poupança. Disponível em: <https://www.caixa.gov.br/Downloads/habitacao-documentos-gerais/cartilha-hab-ci-poupanca.pdf>.

Gráfico 6 – Composição mix de *funding* x SELIC.



Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com as premissas definidas da carteira hipotética, para se obter uma taxa de juros alvo praticável de financiamento habitacional no patamar de 10% a.a., seria necessária complementação com *funding* da poupança em mais de 50% da composição do mix quando a SELIC ultrapassasse o patamar de 6,5% a.a., assim, considerando um cenário de SELIC relativamente baixa para os padrões nacionais, em 6,0% a.a., ainda seria necessária uma complementação em torno de 40% do *funding* direcionado do SBPE para poder manter a taxa alvo. Em cenários onde a SELIC se encontra acima de 8,5% a.a., são necessários mais de 80% de recursos direcionados para a composição de um financiamento habitacional com taxas de juros em um patamar estimulante para a concessão do crédito habitacional.

## Conclusões

De acordo com os dados apresentados, permite-se obter algumas conclusões e hipóteses acerca da situação do crédito imobiliário e habitacional em cenários de taxas de juros elevadas:

- i. Os recursos captados via instrumentos de mercado não estão sendo aplicados em sua integridade na concessão de financiamento imobiliário, conforme demonstra o balanço financeiro das instituições analisadas;
- ii. O custo de captação dos recursos via instrumentos indexados por taxa de mercado, em especial ao CDI, pode ser fator de influência na sua aplicação, podendo apresentar maior atratividade para destinação a outros produtos financeiros, com *spreads* mais atrativos;
- iii. Os recursos oriundos da captação à taxa de mercado podem possuir potencial na concessão de crédito imobiliário, em especial para o apoio à produção (PJ) que, pela natureza e fluxo da operação, permitem absorver taxas de juros mais elevadas. Entretanto, ao se considerar o potencial destes recursos no impulsionamento do crédito habitacional para aquisição imobiliária pela pessoa física, se faz questionável o efetivo potencial destes instrumentos;
- iv. Apesar dos empreendimentos tomadores de crédito imobiliário (produção) possuírem elasticidade para aceitar taxas de juros mais elevadas, este fator pode pressionar as margens das incorporadoras que, como consequência, podem elevar o preço do produto final para o consumidor, que por sua vez depende da concessão do financiamento habitacional para a aquisição, impactando o ciclo do mercado;
- v. As famílias de alta renda que, em teoria, possuem maior capacidade para suportar parcelas de financiamentos mais altas, consequência de uma taxa de juros elevada, podem apresentar resistência para tomar esse crédito, principalmente pelo histórico-cultural da taxa de juros de financiamento habitacional no Brasil, acostumados com taxas de financiamento para aquisição imobiliária que variam entre 8,0% e 12,0% a.a. e, demonstrando expressiva recessão em patamares mais elevados. Ainda há de se considerar que, esse público, em geral, possui maior acesso à investimentos e aplicações com retornos atrativos que, neste cenário, pode desencorajar a destinação de seus recursos para a aquisição imobiliária e, principalmente, a tomar financiamentos à taxas de juros mais altas que o retorno de seus próprios investimentos;

- vi. O crédito direcionado ainda é indispensável para a concessão do financiamento habitacional, sobretudo os recursos provenientes do SBPE para a concessão de financiamento à classe média, considerando que o FGTS, ainda, possui potencial de direcionamento de recursos para concessão de financiamento aos segmentos de menor renda. No entanto, a pulverização da aplicação dos recursos do FGTS, inclusive na concessão de financiamento a classe média, como a recente criação da Faixa 4 do programa MCMV, é motivo de atenção e deve ser amplamente debatida entre as entidades do setor;
- vii. O comportamento e a tendência do público investidor, em especial as novas gerações, deve ser objeto de atenção por parte do mercado e governo, considerando uma possível mudança de comportamento e migração para outros instrumentos, podendo de fato consolidar uma tendência de evasão dos recursos depositados em caderneta poupança;
- viii. Considerando que os instrumentos de captação de recursos para aplicação no mercado imobiliário, como a LCI e a LIG, possuem incentivo ao investidor pessoa física na isenção de Imposto de Renda – IR, que se justificaria por se tratar de um setor que impulsiona a economia em diversas frentes, contribuindo para a geração de renda e empregos e, constatado que estes recursos não estão sendo integralmente aplicados na concessão de crédito imobiliário, a manutenção do incentivo fiscal pode vir a ser objeto de questionamentos.