

Nota da Reunião de 04 de maio de 2017

## **RECURSOS PARA O FINANCIAMENTO DO REAL ESTATE**

O Comitê de Mercado nesta reunião se debruça sobre o tema dos recursos disponíveis para o crédito e o *funding* imobiliário: suas fontes, dimensões e expectativas adiante.

O Comitê concentrou suas discussões sobre o conjunto dos instrumentos que opera, atualmente, R\$ 1,1 trilhão em recursos, dos quais R\$ 751 milhões são direcionados para o crédito imobiliário. São eles: (i) o SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, que responde por 41% do total direcionado ao crédito imobiliário; (ii) o FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, com 34% de participação no total; (iii) as LCIs – Letras de Crédito Imobiliário, que respondem por 18% e (iv) os CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários, com os 7% restantes<sup>1</sup>.

Os pontos mais relevantes do debate estão a seguir detalhados.

### **SBPE – recursos provenientes da poupança**

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE gira R\$ 513 bilhões, com direcionamento de 65% para o crédito imobiliário, ou seja, R\$ 334 bilhões.

Das captações em poupança, o total direcionado ao mercado imobiliário vem crescendo de forma consistente desde 2005. Naquela ocasião, o direcionamento ao crédito imobiliário era de cerca de 15% dos depósitos destinados a esse fim. As operações de crédito imobiliário se mantinham nesse patamar porque é permitido aos agentes financeiros incluir no direcionamento de 65% operações que acabam oferecendo melhor remuneração que aquelas alcançadas dentro do sistema, o que, ao final, permite a sobrevivência do sistema como um todo, sem o escoamento de recursos dos poupadores para aplicações alternativas.

A partir de 2007, com a queda de juros, os bancos começaram a direcionar cada vez mais estes recursos para a produção e para o financiamento a mutuários. Em 2015, o crédito imobiliário alcançava e superava a marca dos 65% dos depósitos, com cerca de R\$ 350 bilhões em empréstimos. Em 2016, os bancos seguiram emprestando além da fração mínima obrigatória.

---

<sup>1</sup> Conforme a fonte empregada esses percentuais podem sofrer variação.



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

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

---

## COMITÊ DE MERCADO

reunião de 04 de maio de 2017

---

2

A carteira dos empréstimos do sistema apresenta um *duration* médio de 10 anos, *grossa modo*, resultando num crescimento de R\$ 35 bilhões a cada ano, que acaba sendo o ponto de equilíbrio do mercado, para uma poupança nos padrões de R\$ 500 bilhões e acrescida, evidentemente, dos juros atrelados à poupança de 6% a 7% ao ano. O mercado imobiliário, na realidade, empresta mais do que esse montante, cuja diferença vem sendo captada via LCI – Letras de Crédito Imobiliário, destacadas adiante.

No entanto, o mercado com recursos provenientes da poupança é, e sempre será, um mercado limitado. Sua captação é restrita a poupadores que não têm acesso a aplicações alternativas, mais rentáveis. Ao se considerar que 90% do capital pertence a não mais que 5% dos clientes bancários, conclui-se que o recurso que alimenta a poupança é restrito. A poupança como alternativa de investimento passa a ser atrativa apenas quando os juros de mercado estão abaixo de 8,5%. Neste cenário, clientes que hoje têm acesso a fundos de investimentos com maiores taxas de administração e CDB's passam a ter a poupança, instrumento isento de impostos, como alternativa.

### FGTS – recursos provenientes dos recolhimentos compulsórios

O FGTS opera um conjunto de contas assim identificadas:

1. Conta do FGTS propriamente dita associada às arrecadações das contribuições ao Fundo e compromissos dela derivados.

O FGTS arrecada anualmente cerca de R\$ 113,5 bilhões (referência – 2015), que resulta numa arrecadação líquida de **R\$ 14,4 bilhões** após o direcionamento de recursos ao pagamento de demissões sem justa causa (cerca de 72%), aposentadorias (cerca de 13%) e recursos para os detentores de conta para destinação à aquisição de casa própria (os 15% restantes).

2. Gestão operacional do FGTS – que resulta dos juros e aplicações manejados no ambiente do FGTS e remunerações pagas aos cotistas, subsídios e remuneração à administração da Caixa Econômica Federal que opera o FGTS.

A gestão operacional acresce anualmente um montante de **R\$ 13,3 bilhões** ao patrimônio do FGTS, sendo R\$ 44,2 bilhões a receita produzida (por juros de empréstimos, de aplicações financeiras, bem como R\$ 10,4 bilhões de aporte do Tesouro Nacional para compensação do Programa Minha Casa Minha Vida) e R\$ 31,3 bilhões o total de pagamentos (52% de remuneração a cotistas, que equivale a 3% do estoque de recursos no fundo; 14% de remuneração à CAIXA, correspondente a 1% do total de recursos por ela administrado no ano; e 34% de

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 04 de maio de 2017

---

3

subsídios a mutuários).

3. O FGTS direciona cerca de **R\$ 61,8 bilhões** a novos empréstimos, dos quais 10% são direcionados a saneamento e infraestrutura – cujo montante vem decrescendo regularmente -, enquanto 90% é destinado à habitação (39% para financiamento à produção, 41% sob a forma de carta de crédito individual e 10% sob a modalidade pró-cotista, esta última sendo a única linha parcialmente acessível aos bancos privados).
4. O estoque do fundo é de cerca de **R\$ 457,6 bilhões** de reais, sendo que R\$ 243,9 bilhões representando as operações de empréstimos, R\$ 195,1 bilhões a aplicações financeiras e o restante ao FCVS – Fundo de compensação das variações salariais.
5. Os recebimentos das operações de crédito são da ordem de **R\$ 65 bilhões/ano** que, confrontados com os R\$ 244 bilhões concedidos anualmente apontam para um *duration* curto, de cerca de 4 anos nas operações, resultante dos prazos de concessão de financiamentos à produção, bem como do Programa Minha Casa, Minha Vida, de prazos mais reduzidos.

Desembolsos em torno de R\$ 55 bilhões anuais representam números coerentes para o equilíbrio do sistema como um todo, que são direcionados, em sua maior parte, para o atendimento do programa Minha Casa, Minha Vida. Mas este montante também demonstra uma certa limitação na capacidade de crescimento na concessão de empréstimos. Isto porque as contas que alimentam o FGTS não têm capacidade de expansão. A maior ou menor concessão de financiamentos acabará derivando de gestão mais ou menos agressiva do Fundo, podendo oscilar por demandas políticas. Quem define tal alocação é o Conselho Curador do FGTS, composto por 24 membros, sendo 12 indicados pelo governo, 6 representantes de sindicatos de trabalhadores e 6 representantes de sindicatos patronais.

### **As LCI – Letras de Crédito Imobiliário**

Teoricamente, as LCI não tem limitação para oferta de crédito. Em março de 2017 registrou-se cerca de **R\$ 180 bilhões** nessa modalidade.

As informações históricas mostram um crescimento bastante acentuado no período 2013-2015, sobretudo por uma ação agressiva da CAIXA, que detinha grande parte dessas aplicações.

Essa ação da CAIXA só se reduziu quando a SELIC chegou a 16% ao ano, dificultando a renegociação desses títulos, já que as LCIs são renegociadas a cada 6 meses.

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 04 de maio de 2017

---

4

Atualmente, observa-se um montante expressivo de LCI que não estão sendo renegociadas reduzindo, assim, o montante em giro.

A LCI remunera entre 80% e 90% do CDI, o que, em tese, permitiria acessar os 6 a 7 trilhões de reais existentes no mercado de capitais. A limitação a essa expansão encontra-se, inicialmente, numa limitação à exposição dos agentes financeiros, já que pode haver um descasamento entre a cessão do crédito imobiliário (por exemplo, o financiamento para implantação de um shopping center ou implantação de um edifício de lajes corporativas, cujo payback se daria em cerca de 10 anos) e a condição atualmente vigente para os investidores, que oferece uma carência de 60 dias, seguida de liquidez diária. Ainda, hoje gozando de isenção tributária, a aplicação pode ter essa condição revista por decisões políticas, o que levaria a uma migração dos investidores para outros veículos, comprometendo a condição dos empréstimos em curso. Vale lembrar que os investidores em LCI apresentam um perfil diferente daqueles da Caderneta de Poupança pois, além de mais agressivos, têm acesso a outras opções de investimento.

A LCI como alternativa de funding “a mercado” só deve se consolidar em um ambiente em que taxas de juros estejam estruturalmente baixas. Neste cenário, investidores devem buscar alternativas de maior rentabilidade abrindo mão da liquidez diária. Assim, o casamento entre o “duration” de ativos e passivos será aceitável e permitirá a ampliação desta fonte de recursos para o mercado imobiliário.

Da mesma forma, a LIGs- Letra Imobiliária Garantida deverão ter um papel mais relevante com a queda dos juros, pois essa condição abrirá espaço a investidores que busquem diferentes relações risco-retorno ou mesmo de liquidez. Num cenário em que LIG's sejam negociadas por ciclos de 3 a 4 anos, sem liquidez no ciclo, permite aos agentes financeiros viabilizar esse descasamento com empréstimos de mais longo prazo.

Vale destacar a diferença com a Caderneta de Poupança que, embora tenha descasamentos ainda mais intensos, não reflete o mesmo risco para o agente financeiro, seja pela fração investida no total frente ao PIB, que se apresenta estabilizada, seja pelo perfil do investidor seja pelo perfil da aplicação, hiper-pulverizada, sem concentrações expressivas.

### **CRI – os Certificados de Recebíveis Imobiliários**

Comparativamente com os demais instrumentos, os CRIs representam um mercado

bem pequeno, de cerca de **R\$ 70 bilhões**, grande parte em financiamento imobiliário ajustado à TR. Tem sido amplamente empregada em operações de crédito imobiliário pelo SFI, securitizadas e depois adquiridas no ambiente do SFH para compor Mapa-4<sup>2</sup>, hoje representando 70% do total de CRIs. Como resultado, trata-se de um mercado de R\$ 20 bilhões.

Uma das limitações ao seu crescimento reside na grande heterogeneidade entre os títulos, tanto que a ABECIP vem procurando normatizar e homogeneizar os fluxos de emissão de CRIs, sob os modelos Fannie Mae e Freddie Mac, de tal sorte que os bancos tenham um padrão de saída para os títulos e as securitizadoras um padrão de entrada. Essa intervenção deverá permitir que metade dos custos de emissão sejam reduzidos, permitindo que a securitização se transforme num mecanismo forte de investimento.

### **Expectativas adiante**

#### **CRÉDITO**

A participação do crédito imobiliário no PIB ainda é modesta (9,7%)<sup>3</sup>.

No entanto, o volume em carteira para o crédito imobiliário está muito próximo do montante de recursos disponíveis para esse atendimento. Não deverá ocorrer redução no volume de crédito concedido, mas seu montante deverá se manter nos patamares atuais de 100 R\$ bilhões por ano.

Esses recursos tendem a ter seu direcionamento prioritário à habitação, o que significa dizer que seu acesso será mais difícil para pessoas jurídicas, como financiamento a aquisição de lajes corporativas e outros.

No entanto, a necessidade do crédito permanece, e pode ser identificada por alguns indicadores como:

- mais de 1 milhão de casamentos por ano
- cerca de 340 mil divórcios por ano
- déficit habitacional de cerca de 6 milhões de moradias

Tendo em vista que o não crescimento do crédito é dado como certo, a alternativa virá

---

<sup>2</sup> Mecanismo que permite a adequação do direcionamento das aplicações dos agentes financeiros do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) quando da insuficiência em financiamentos habitacionais (65%).

<sup>3</sup> Para efeito de comparação, nos EUA e em muitos países da Comunidade Européia essa fração supera 50%.

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 04 de maio de 2017

---

6

de captações a mercado.

Não há falta de recursos, mas há falta de recursos baratos, já que há dificuldade na alternativa de buscar crédito subsidiado, não mais disponível nas dimensões anteriores.

### **FUNDING**

Como se observou anteriormente, a poupança tem recursos escassos, enquanto o FGTS dispõe de recursos finitos.

Não se reconhece fontes de *funding* para atender uma possível retomada do crédito imobiliário.

Com a queda de juros, a LIG se apresenta como alternativa de *funding* via mercado de capitais nacional e mesmo internacional para o crédito imobiliário, apesar de que pode vir a ser um crédito mais caro. Sua regulamentação prevê isenção, o que supera a incerteza das LCI quanto à taxação eventual. Em sendo um instrumento mais sofisticado, as LIG deverão operar em grandes lotes, já que tendem a ter custos superiores.

### **São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:**

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira e,

### **sendo esta Nota firmada por**

Alessandro Olzon Vedrossi; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Romeu Ferraz Neto; Mario Rocha Neto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Eliane Monetti, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.