

Nota da Reunião de 13 de agosto de 2015

Tema Debatido:

A CONTRAÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL. CONSEQUÊNCIAS, PROJEÇÕES E CAMINHOS ALTERNATIVOS AO SFH.

Na reunião o Comitê de Mercado do NRE-Poli debateu sobre os impactos da contração do crédito imobiliário no Brasil, perspectivas e alternativas ao SFH, reconhecendo-se o esgotamento dos recursos da caderneta de poupança e a situação macroeconômica do País.

Essa nota está estruturada como o tema foi debatido na reunião do Comitê. Inicia-se pelo entendimento do que está acontecendo em relação ao crédito e ao sistema de financiamento como um todo (redução do volume de crédito disponível e adoção de medidas restritivas ao crédito pelos bancos). Na sequência são tratadas as razões dessa contração do crédito, com a identificação conjuntural (esgotamento da poupança e alta taxa de juros da economia brasileira) e a estrutural para essa contração (sistema brasileiro de financiamento distorcido, esclarecido no decorrer da nota). Ao final a nota reporta os debates sobre as alternativas disponíveis (ambiente do SFI) e suas limitações na conjuntura atual, limitações que justificam a opinião prevalente do Comitê de que haverá restrição de crédito por um período longo, com a consequente contração do mercado.

Restrição ao crédito imobiliário e reflexos no mercado

Os bancos em 2015, começando pela Caixa Econômica Federal-CEF, que responde por 70% do volume de crédito imobiliário no mercado brasileiro, adotaram medidas restritivas à oferta. Essas medidas vão desde a redução do LTV (*Loan to Value*), como também o aumento dos custos financeiros dos empréstimos, maiores restrições que dificultam o enquadramento dos mutuários, entre outras.

Essa redução do volume de crédito imobiliário contribui sensivelmente para a contração do setor, evidenciada pela queda nas vendas, aumento da quantidade de distratos e alto volume de estoques das incorporadoras. Isso porque o mercado de real estate residencial fundamenta sua liquidez na oferta de crédito de longo prazo para aquisição residencial. Os compradores de imóveis utilizam suas poupanças acumuladas para pagamento de 20% a 30% do valor do imóvel durante o prazo de construção e o restante, correspondente a 70% a 80%, é pago no longo prazo, por meio de financiamento bancário com parcelas mensais que se enquadram na sua capacidade de pagamento. Então, a redução do montante financiado em relação ao valor do imóvel (LTV) aumenta a exigência de poupança na aquisição. Uma redução de apenas 5% na LTV aumenta em aproximadamente dois anos o período necessário para o comprador

acumular a poupança necessária para aquisição residencial. A redução da LTV, portanto, causa o adiamento da aquisição do imóvel, pelo fato de que as famílias devem esperar para acumular mais poupança. Esta redução da LTV, para os contratos em andamento, leva a distratos, no momento do repasse, como se tem verificado no setor, nesta conjuntura.

O esgotamento dos recursos de poupança no SFH

O volume de recursos em operações de crédito e debêntures de todo o sistema financeiro na economia brasileira está, hoje, em torno de R\$ 3,0 trilhões. Desse total, 48% é regulado nos empréstimos direcionados, grande parte subsidiados, como: BNDES, crédito rural, crédito imobiliário, e outros. O sistema se compensa com a outra parte de crédito livre, derivada para operações que podem absorver custos financeiros mais elevados, como os créditos para consumo e compra de bens.

Particularizando para o SFH, o volume de poupança disponível vem caindo, estando em torno de R\$ 500 bilhões em agosto-2015. Parte desses recursos se destina aos créditos direcionados, que acabam por ser subsidiados. Nesta conjuntura são emprestados a taxas que vão de 9% a 10% aa., acrescidos da TR, ora pouco menor do que 3% aa. contra a taxa referencial de juros da economia brasileira de 14,25% aa.

Do total de passivo dos bancos direcionado à habitação (65% da poupança), que totalizava em dezembro de 2014 R\$ 339 bilhões, R\$ 337 bilhões já foram creditados para produção de empreendimentos (empresas PJ) e para aquisição de residências (pessoas físicas PF).

O volume das operações contratadas e em andamento de financiamento plano empresário (carteira PJ) no sistema soma, aproximadamente, R\$ 120 bilhões. Admitindo que essas operações apresentem duração média de 3 anos, traduz-se na aplicação de R\$ 40 bilhões anuais. Em grandes números, sendo este o valor financiado, o valor dos repasses (crédito para aquisição) vinculado corresponderia por perto de R\$ 80 bilhões por ano, resultando em aproximadamente R\$ 6 a 7 bilhões mensais. O fluxo atual de repasses verificado nesta conjuntura equivale a cerca de R\$ 6,5 bilhões mensais em 2013, migrando para R\$ 5,3 bilhões em 2015, estando nos últimos meses no patamar de R\$ 4 bilhões.

Esses números apresentados e debatidos pelo Comitê atestam o esgotamento dos recursos da caderneta de poupança para operações de crédito imobiliário.

O impacto da taxa referencial de juros da economia brasileira

Uma alternativa à poupança é a captação no mercado aberto à taxa de juros livres. Essa opção tem custo balizado pela taxa referencial de juros da economia brasileira.

Nos próximos 7 anos a expectativa para a taxa de juros é de redução do atual patamar

de 14,3% aa. para 13,6% aa. Ou seja, é provável que seja verificado custo elevado durante os próximos 7 anos¹.

Com inflação implícita mantendo-se acima de 6,0% aa. e taxa de juros efetiva de 6% aa., seguindo as cotações das NTN-B e NTN-F, a atratividade da poupança diminui.

Esse ambiente não é favorável para gerar recursos para operações de crédito imobiliário, tanto em poupança como por meio de outras operações de crédito em mercado aberto (custo de captação alto e alternativas atrativas, como os títulos públicos).

Considerando a perspectiva de juros altos, e conseqüente baixa atratividade da poupança, a expectativa é de aumento nos saques da poupança para redirecionamento dos fundos para alternativas mais atrativas. Diferentemente do que é o entendimento mais comum, a maior parte dos recursos em poupança é aplicada por grandes investidores (80% do volume de recursos em poupança pertence a 4% dos depositantes).

A expectativa do Comitê é de redução dos recursos disponíveis para operações de crédito adiante e a um custo financeiro mais alto. Para os próximos dois anos, a perspectiva é de que o sistema estará limitado pela disponibilidade e custo do crédito, tendo em vista que o fluxo de desembolsos do crédito já contratado está acima do retorno do sistema ora verificado e é difícil valer-se dos 52% de crédito sistêmico não direcionado para crédito imobiliário. O alto custo de captação em mercado aberto resultaria em custos acima dos padrões utilizados para precificação da oferta de imóveis novos.

O modelo das economias evoluídas

Nos modelos das economias mais evoluídas, o crédito imobiliário é sustentado por recursos de longo prazo de poupadores. Esta conformação é oposta ao que ocorre preferencialmente no Brasil, onde o crédito imobiliário é financiado por recursos de curto prazo, depositados na poupança, que podem ser sacados sem qualquer restrição, para serem internados em créditos de liquidez de longo prazo, por meio de um sistema com crédito direcionado para este fim.

A forma que o sistema de crédito imobiliário opera hoje no Brasil é a mesma desde 1964, quando se criou o SFH. Utilizar crédito direcionado é prejudicial para a economia, pois além de gerar problemas sistêmicos no Sistema Financeiro Nacional, camufla políticas governamentais frágeis e limita o tamanho do mercado, a exemplo do que está acontecendo atualmente com o crédito imobiliário, que esbarrou na

¹ Da data da reunião do Comitê até a elaboração e divulgação desta nota (final de setembro), a expectativa para a taxa de juros para os próximos anos tem subido, reflexo do momento de alta instabilidade e incertezas adiante.

fronteira dos R\$ 500 bilhões.

No mercado aberto, como ocorre nos outros países, não é necessário sistematizar créditos direcionados. Os investidores poupadores e credores emprestam porque desejam emprestar. As cédulas de crédito (*mortgages*) depois de geradas, com regras definidas dos fluxos de recebíveis, ancoram a emissão de títulos de investimento (como os *mortgages backed securities*), direcionando recursos de longo prazo para sustentar o crédito imobiliário. Se houvesse esse mercado no Brasil, os bancos se interessariam por emprestar para crédito imobiliário, não sendo necessário captar de crédito direcionado como hoje. No entanto, a alta taxa de juros da economia brasileira e o desequilíbrio orçamentário do governo, são os entraves para o sistema operar na mesma lógica do que as economias evoluídas.

Há casos de países, como a Inglaterra, em que as hipotecas operam com um spread negativo e os bancos coletivamente oferecem crédito com subsídio. Porém, o relacionamento de longo prazo com os clientes promove outras operações que compensam o subsídio. Em nossa economia, visto a elevada taxa de captação em mercado aberto, o subsídio teria que ser alto, e, portanto, dificilmente compensado pelas outras operações geradas junto aos clientes de crédito imobiliário.

O SFI é uma alternativa para o Crédito Imobiliário?

O SFI foi instituído em 1997 com esse objetivo de criar instrumentos para captação de recursos no mercado livre para financiar o mercado de real estate com recursos internados em créditos de liquidez de longo prazo. O *mortgage* poderia ser emitido desde a venda das unidades residenciais, como se pratica em alguns casos no mercado internacional. Esse *mortgage* poderia ser vendido para um banco, para ancorar a emissão de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários).

O sistema para crédito imobiliário poderia se ajustar dessa maneira, captando no mercado aberto à taxa de juros livre. O fato é que a atual atratividade em mercado aberto se confirma com elevado custo de captação, refletindo no preço das unidades residenciais. Com isso, o potencial comprador precisa aceitar um produto inferior ao desejado antes dessa contração do setor (ou pela inferior qualidade, localização ou pela redução de área), ou entrar no mercado mais tarde, acumulando mais poupança.

Ter o SFI já estruturado é uma vantagem para a atual situação do crédito imobiliário no País, visto que o mercado deve se ajustar buscando soluções de captação mais sólidas e adequadas para operações de crédito imobiliário, como nos mercados modernos.

O esgotamento da poupança não é o fator principal, pois fora do grupo de recursos direcionados no mercado financeiro brasileiro há disponibilidade de um expressivo volume de recursos (52% do total de crédito disponível não é direcionado), que poderia ser captado pelo SFI por meio de operações de crédito e securitização. O

problema é o custo para captação com esse patamar de taxa referencial de juros da economia brasileira.

Além disso, se houvesse mais estabilidade e a volta da confiança, recursos de capital estrangeiro de países em crise, como a Europa, poderiam ser injetados no mercado em operações à taxa de juros livre.

Perspectivas para o setor

A contração do setor já é confirmada pela redução nas vendas e pela grande quantidade de distratos², que se intensificou nos últimos meses, reflexo do contexto ora mencionado.

Empreendimentos planejados para determinadas faixas de renda no lançamento, hoje, na ocasião do repasse, só se enquadram para faixas de renda superiores, em razão do novo patamar de juros, e principalmente da queda na LTV dos financiamentos para comercialização.

Incorporadoras têm adotado descontos nas parcelas das chaves para evitar os distratos, outras têm financiado diretamente o comprador na parcela do valor não coberta pelo crédito imobiliário disponível pelo SFH, com taxas em torno de 12% aa. acima da inflação, totalizando mais de 20% aa. nominal para a taxa de inflação presente. Essa parte da receita fica descoberta de garantia do imóvel, uma vez que o crédito não pode ser ancorado por segunda hipoteca. Com esse custo financeiro elevado e a evolução da renda dos compradores, que não acompanha esse custo (12% aa. acima da inflação), haverá uma pressão no orçamento familiar dos compradores, o que pode resultar em inadimplência no pagamento das parcelas do financiamento direto com as incorporadoras, visto que a prioridade de pagamento é para os bancos que podem executar as hipotecas.

Nesse cenário de alto risco de inadimplência e opções alternativas de investimento com rentabilidade atrativa e menor risco (como os títulos públicos), o mercado de CRI dificilmente será uma saída ao crédito imobiliário no curto e médio prazo. Os CRI ainda são utilizados de forma restrita como instrumento de securitização para operações de *built-to-suit*, fluxos de loteamentos e outras operações estruturadas com alguma âncora em real estate, adquiridos por investidores qualificados, não sendo um instrumento usado para investimento de pequenos poupadores. A falta de um mercado secundário forte ainda dificulta a liquidez desses papéis.

² A quantidade de distratos está bem acima da média registrada no histórico das incorporadoras. Muitas solicitações de distrato antecedem a análise de crédito pelos bancos. Isso porque no modelo jurídico brasileiro o comprador pode receber 80% do valor aportado corrigido pela inflação. Nos patamares atuais de inflação o comprador acaba recebendo o mesmo montante que aportou até o momento do distrato. Esse movimento pode se tornar um problema crônico nos próximos meses pela pressão de caixa nas incorporadoras, agravando ainda mais a situação.

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 13 de agosto de 2015

6

Também foi debatido o uso dos recursos do FGTS, indexados a TR, para crédito imobiliário, que é um recurso subsidiado pelos trabalhadores, e que não tende a esgotar o fluxo da captação, por ser compulsório. Os recursos do FGTS não resolvem o problema de forma sistêmica. Resolvem apenas no curto prazo para os próximos dois anos (dos aproximados R\$ 450 bilhões disponíveis, R\$ 350 bilhões já estão emprestados, e a diferença de aproximadamente R\$ 100 bilhões para crédito imobiliário, hoje é volume para quitar apenas dois anos do total já emprestado).

Devido à expectativa de juros altos, a baixa atratividade da poupança, e o alargamento dos prazos para o cliente se habilitar ao crédito imobiliário, a expectativa do Comitê é ainda de continuidade de contração do mercado no médio prazo.

Outra expectativa para o curto e médio prazo é o aumento da demanda por locação de imóveis residenciais, pela dificuldade de aquisição por parte dos potenciais compradores na atual conjuntura (a falta de crédito é o principal gargalo para o setor).

O aspecto positivo é que nessa situação o sistema é pressionado a se ajustar no médio prazo, passando a operar como no resto do mundo, no qual crédito imobiliário é uma questão de buscar recursos de longo prazo e criar estruturas adequadas para financiar imóveis. O rearranjo do sistema para crédito imobiliário no Brasil, por meio do SFI (já estruturado para o crédito imobiliário operar na mesma lógica das economias evoluídas), proporcionaria acesso a um volume de recursos para financiar imóveis significativamente superior aos recursos depositados hoje em poupança, permitindo o crescimento estruturado do setor.

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

todos os seus membros, na sessão secretariada por Carolina Gregório, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.