



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL
GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE

NÚCLEO DE REAL ESTATE
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

Texto para Coluna do NRE-POLI
Revista Construção e Mercado – Pini – Novembro 2011

Como sustentar o crescimento sem recursos da poupança

Curva de juros brasileira coloca em risco criação de fontes de recursos alternativas, o que pode comprometer o impulso de crescimento e o atendimento à demanda por habitações

Fernando Octávio Mazza Baumeier da Áres de Planejamento e Negócios Imobiliários do Santander

Desde a regulamentação do Sistema Financeiro Habitacional, o crédito para financiamento de imóveis no Brasil é fundeado por recursos do FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço) – moradias com valor até R\$ 130 mil – e da caderneta de poupança – para valores superiores. A estabilização econômica a partir dos anos 1990 levou a forte crescimento na demanda por esses financiamentos, aumentando a pressão sobre os recursos da poupança. Antevendo seu esgotamento, o que pode ocorrer em até dois anos, os bancos buscam alternativas para lastrear empréstimos. Opções viáveis seriam a securitização por meio de CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) – que ainda esbarram na taxa de juros brasileira; as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) – que têm como desvantagens serem emitidas em prazos substancialmente mais curtos que os créditos que os lastreiam e em indexadores diferentes; e os covered bonds – que ganha força por ter a instituição originadora como responsável ao longo de toda sua vida.

Desde 1964, com a criação do SFH (Sistema Financeiro Habitacional) pela lei 4.538, o

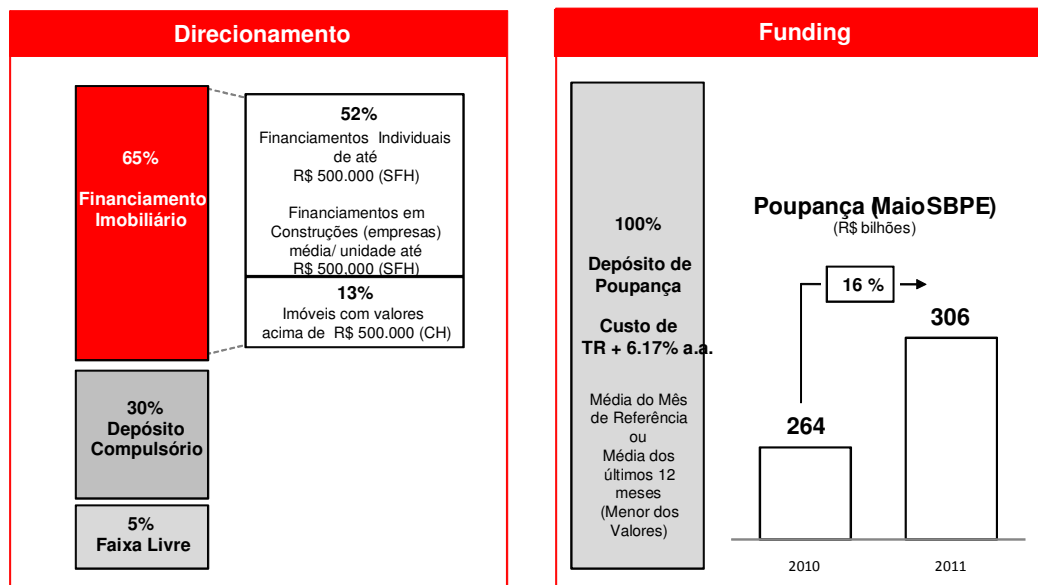


crédito para aquisição de moradias no Brasil tem sido altamente regulamentado. Os financiamentos habitacionais são fundeados por recursos direcionados obrigatoriamente das cadernetas de poupança e do FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço). Atualmente, para moradias com valor de até R\$ 130 mil (chegando a R\$ 170 mil nos maiores centros urbanos), os financiamentos em sua quase totalidade são fundeados com recursos do FGTS que recebe, mensalmente, 8% da folha salarial das empresas. Esses financiamentos são altamente subsidiados e a Caixa Econômica Federal, apesar de não contar com reserva formal de mercado, detém, na prática, a quase totalidade deles.

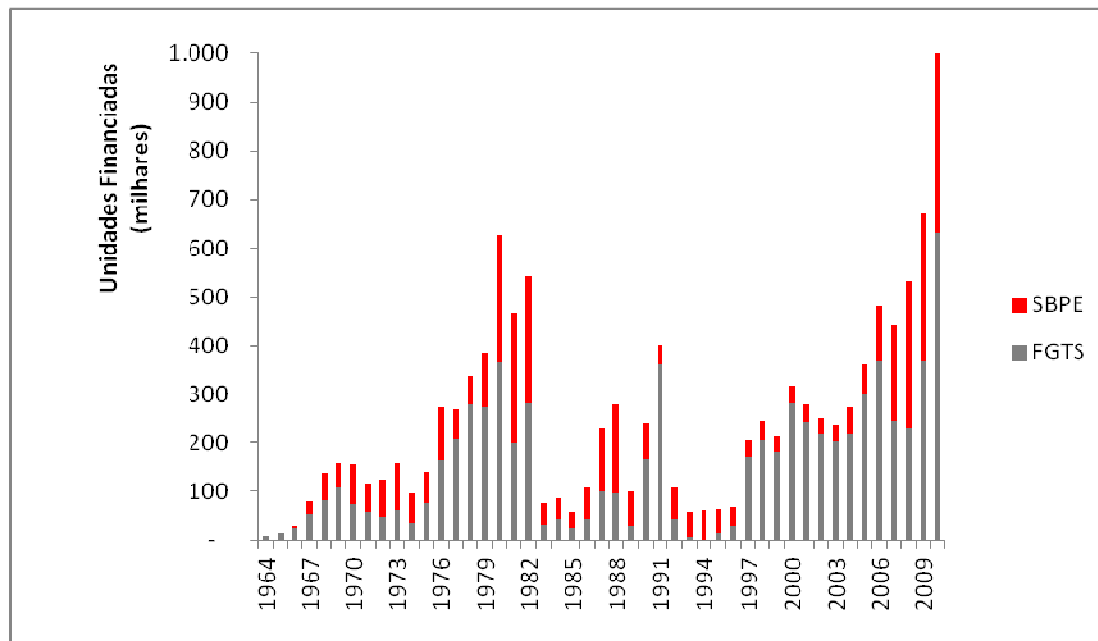
Para valores acima de R\$ 130 mil, os financiamentos são fundeados por depósitos de poupança. Todos os bancos são obrigados a destinar 65% deles para financiamentos habitacionais. Ou seja, para construção ou aquisição de moradias. A maior parte desses recursos – 80% – destina-se a habitações com valor máximo de R\$ 500 mil.



SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo)

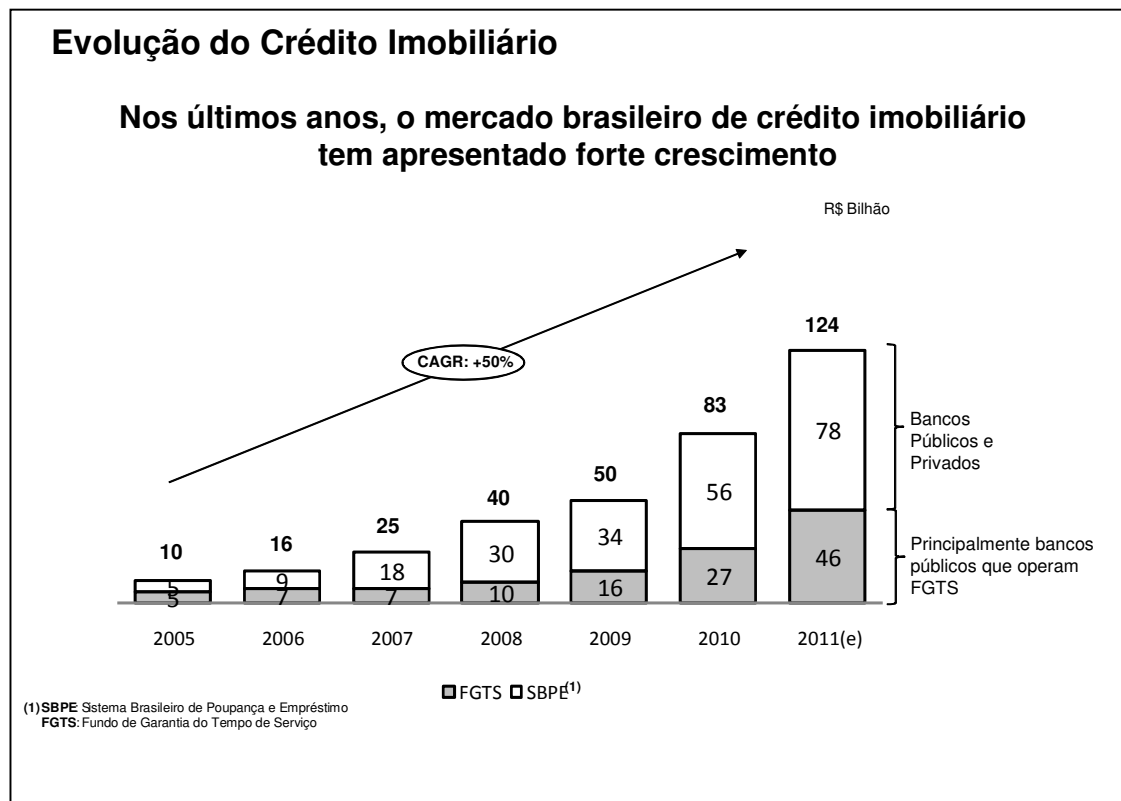


Na década de 80, com a explosão da inflação, o financiamento imobiliário – que pressupõe taxas baixas e confiança no futuro por parte de emprestadores e tomadores de crédito – foi bastante reduzido. A quebra de confiança na segurança jurídica das hipotecas (uma retomada de imóvel, com muita frequência, levava mais de cinco anos) também contribuiu bastante para a falta de apetite dos emprestadores no produto. Ao final da década de 90, a estabilização econômica e a instituição de outro instrumento de garantia, a alienação fiduciária instituída pela Lei 9.540, fizeram com que o produto, gradualmente, passasse a interessar aos bancos e a seus clientes.



Fonte: BACEN e ABECIP

No período compreendido entre 2005 e 2010, a aceleração do crescimento dos financiamentos imobiliários foi espetacular, alcançando taxas compostas de crescimento de mais de 50% ao ano.



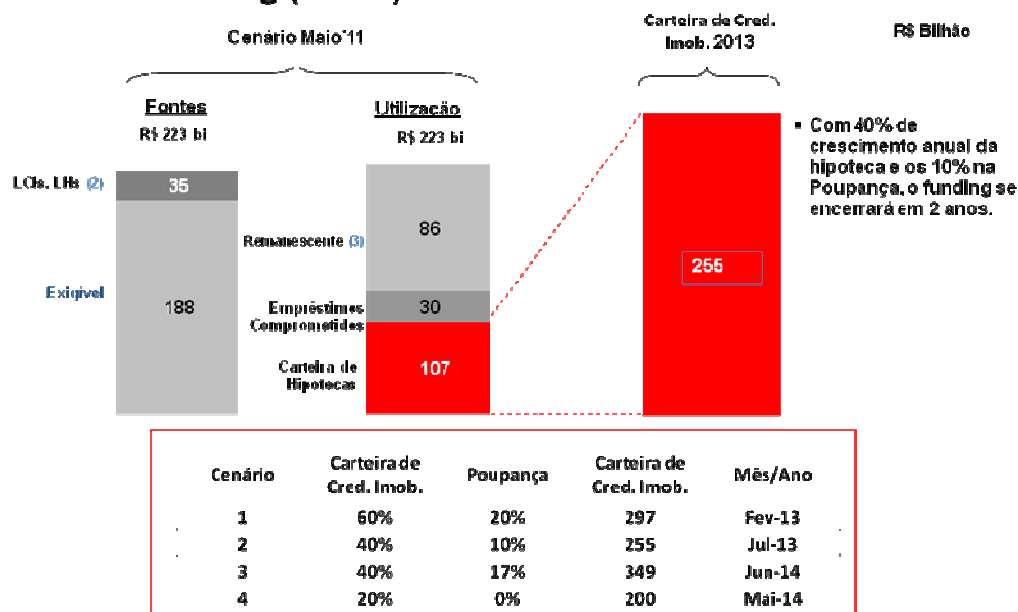
Esse crescimento foi excelente para o financiamento de imóveis fundeados por recursos da caderneta de poupança, o que têm interessado cada vez mais aos bancos privados e públicos. Afinal, trata-se de um dos produtos que melhor fideliza e vincula clientes bancários, com excelente rentabilização.

Os dados de maio disponibilizados ao público demonstram que, de um total de R\$ 199 bilhões que podem ser usados como funding para empréstimos no SBPE, R\$ 107 bilhões já se encontram alocados em financiamentos. O volume desses recursos, que vem crescendo historicamente a uma taxa de 18%, caiu sensivelmente em 2011 devido ao aumento das taxas de juros. Não é preciso muita observação para constatar que, mantidos os níveis atuais de crescimento dos financiamentos e dos recursos de poupança, haverá um esgotamento do funding para os financiamentos no



SBPE em algum momento entre 2012 e 2014.

Análise de Funding (SBPE) ⁽¹⁾



- (1) SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) Não inclui FGTS.
(2) Letras de Crédito Imobiliário (L.Ci.) e Letras Hipotecárias (L.H.).
(3) FGVs (Fundo de Compensação de Variações Salariais), prejuízo.

Fontes: BACEN e simulações do autor.

Suporte aos CRIs

Já existe no País arcabouço jurídico e infraestrutura operacional que permitem a criação de um mercado secundário que sustente a continuação do crescimento do volume de financiamentos imobiliários. Nossa legislação permite a securitização dos créditos imobiliários por meio de CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários), que podem ser adquiridos diretamente por investidores com isenção de impostos sobre sua rentabilidade. Esses títulos também podem ser usados como ativos em fundos de investimento imobiliário, que vêm, nos últimos meses, aumentando sua presença no portfólio dos investidores.



Essa saída possui como grande restrição a atual curva de juros no Brasil. Boa parte do estoque dos créditos garantidos por alienação fiduciária nos bancos se encontra, atualmente, “fora do dinheiro”. Ou seja, mesmo levando em conta o incentivo fiscal, esses créditos têm rentabilidade menor do que títulos do Governo de prazo semelhante. Com essa restrição, ficam reduzidos os volumes de crédito que podem ser securitizados com rentabilidade final atrativa aos investidores.

Apesar do cenário atual dos juros, o mercado vem se organizando para a originação e venda de CRIs. Alguns incorporadores já possuem projetos montados, onde a captação de recursos é baseada em securitização de recebíveis futuros, abrindo mão da utilização de funding provenientes dos depósitos em cadernetas de poupança.

Fontes alternativas

Outra fonte para o financiamento seriam as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário), que são instrumentos financeiros lastreados por financiamentos imobiliários e que também contam com isenção de impostos para investidores. Esse instrumento já vem sendo usado ativamente, porém conta com algumas desvantagens por ser emitido em prazos substancialmente mais curtos que os créditos que os lastreiam e em indexadores diferentes (geralmente emitidos em % do CDI lastreados por créditos pré-fixados ou indexados a TR ou ao IGP-M).

Paralelamente, alguns bancos, por meio da ABECIP (Associação Brasileira das empresas de Crédito Imobiliário e Poupança), têm tentado sensibilizar o Governo e demais agentes de mercado para a criação de um arcabouço jurídico que permita a emissão de covered bonds no País. Esse instrumento foi criado na Alemanha em 1870 (Pfandbriefs) e, mais recentemente, foi bastante utilizado na Europa para financiamento de hipotecas. A principal característica de um covered bond é a de que



seu emissor “separa” ativos em seu balanço para que sirvam de garantia ao título e cuja propriedade seja transferida aos credores em caso de inadimplência. Um dos argumentos mais sólidos a favor dos covered bonds é o de que a instituição financeira originadora do crédito continua responsável por ele durante toda sua vida.

O Brasil ficou mais rico e existe um bônus demográfico que sustentará a demanda por financiamentos imobiliários por muitos anos. Certamente, o esgotamento dos recursos da poupança é um problema desafiador e nenhuma das soluções apresentadas escapa da restrição da curva de juros de mercado. Resta ao mercado e ao Governo trabalharem em conjunto, pois será muito frustrante não atender a essa demanda por falta de alternativas de funding.
