

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O CUSTO DA POUPANÇA COMO FUNDING DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO:  
NECESSIDADE DE ALTERAÇÕES E PERSPECTIVAS DO SETOR**

**Mariana Baroncini Rodriguez y Rodriguez**

*Matrícula 0712190*

**Armínio Fraga Neto**

*Orientador*

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor**

---

Rio de Janeiro

Dezembro/2010

**As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor**

## Agradecimentos

Ao meu orientador, Arminio Fraga, por toda atenção e disposição desde o início do trabalho. Todas as discussões foram essenciais não apenas para meu aprendizado, mas também para meu amadurecimento profissional.

Aos meus colegas de trabalho; Carlos Eduardo v. Hombeeck, Diogo Aquino, Ricardo Penna, Felipe Diógenes e Andrei Spacov, pela compreensão e pelos conselhos e discussões que foram fundamentais para o aprimoramento deste projeto.

Às amigas Débora Schechtman, Cecília Pessanha, Nicole Pecci, Izabel Leal e Julia Folescu, pelos momentos compartilhados.

A toda minha família, em especial minha mãe Carla, meu pai Mauricio e minha irmã Christiane, por toda paciência durante esse período.

## RESUMO

Após a adoção do Plano Real e do sistema de metas para a inflação, a economia brasileira vivenciou a queda da taxa de inflação e da taxa de juros. Embora esse cenário de convergência seja benéfico e desejável, há alguns entraves para sua consolidação. O atual rendimento da poupança, em 6% a.a. mais TR, é um deles, por tornar a poupança custosa como fonte de captação e por atrair recursos dos fundos de renda fixa conforme a SELIC atinge patamares mais baixos. Ao mesmo tempo, constatamos que o crédito imobiliário, já pouco desenvolvido no Brasil, é grande dependente da poupança e esta tem sua capacidade de financiamento limitada. Sabendo-se que a demanda por crédito habitacional tem crescido bastante e que uma eventual diminuição do rendimento das cadernetas diminuiria sua atratividade, este cenário implica que o estoque de poupança não irá acompanhar as necessidades de crédito. Assim, essa diminuição deve ser acompanhada de medidas alternativas para o crédito habitacional. Desse modo, este trabalho tem como objetivo fazer um estudo do mercado imobiliário num contexto de redução do rendimento da poupança. Para isto, será estudado o cenário de convergência no qual o Brasil se encontra e será demonstrada sua incompatibilidade com a atual remuneração das cadernetas. Por fim, serão estudados os atuais sistemas imobiliários vigentes no Brasil, e serão feitas considerações para um maior desenvolvimento do mercado habitacional brasileiro.

**Palavras-chave:** poupança, crédito imobiliário

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AAP:	Associações de Poupança e Empréstimo
ABECIP:	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ABRAPP:	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
BC:	Banco Central
BCB:	Banco Central do Brasil
BNDES:	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNH:	Banco Nacional da Habitação
CCI:	Cédulas de Crédito Imobiliário
CMN:	Conselho Monetário Nacional
CRI:	Certificados de Recebíveis Imobiliários
FCVS:	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FFI:	Fundos de Investimento Imobiliários
FGTS:	Fundo de Garantia de Tempo e Serviço
FGV:	Fundação Getúlio Vargas
FOVI:	Fundo de Operação e Financiamento Bancário à Moradia
FSE:	Fundo Social de Emergência
INFONAVIT:	Fundo Nacional de Moradia para os Trabalhadores
IPCA:	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LCH:	Letras de Crédito Hipotecário
LCI:	Letras de Crédito Imobiliário
MCMV:	Minha Casa Minha Vida
MHE:	Mútuos Hipotecários Endossáveis
ORTN:	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SFH:	Sistema Financeiro de Habitação
SFI:	Sistema Financeiro Imobiliário
SHF:	Sociedade Hipotecária Federal
SINAP:	Sistema de Poupança e Empréstimo
SOFOLES:	Sociedades Financeiras de Objeto Limitado
TR:	Taxa Referencial
UF:	Unidade de Fomento

## Sumário

1. Introdução .....	8
2. Convergência da Taxa de Juros .....	11
2.1 Sistema de Metas para inflação .....	11
2.1.1 Metas de Inflação no Brasil .....	13
2.2 A demora na convergência .....	15
2.3 Casos semelhantes .....	17
2.3.1 Chile .....	17
2.3.2 Israel .....	18
3. Incompatibilidade entre a convergência dos juros e o rendimento da poupança .....	20
4. Financiamento Imobiliário .....	27
4.1 SFH: origens, auge e declínio .....	27
4.2 SFI: Grande potencial, pequena realização .....	30
4.3 Déficit habitacional e infra-estrutura .....	33
4.4 Experiências Internacionais .....	34
4.4.1 México .....	34
4.4.2 Chile .....	37
4.5 Considerações para o desenvolvimento do mercado brasileiro .....	39
5. Conclusão .....	45

## Lista de Figuras

Figura 2.1 – Inflação antes e após a adoção do Regime de Meta para Inflação.....	12
Figura 2.2 – Brasil: Regime de Meta de Inflação e Convergência da SELIC.....	14
Figura 2.3 – Brasil: Expectativas, Metas e Inflação Realizada .....	15
Figura 2.4 – Chile: Convergência.....	18
Figura 2.5 – Israel: Convergência .....	19
Figura 4.1 – Cenário do SBPE .....	30
Figura 4.2 – Mercado Secundário x Crédito Imobiliário .....	32
Figura 4.3 – Investidores em CRI.....	33
Figura 4.4 – Crédito Habitacional / PIB .....	39

## Lista de Tabelas

Tabela 3.1 – Inviabilidade da Redução da Taxa de Juros pelo Agente Financeiro .....	21
Tabela 3.2 – Rendimento Anual da Poupança.....	22
Tabela 3.3 – IR sobre Rendimento .....	22
Tabela 3.4 – Atratividade da Poupança vs Fundos de Renda Fixa.....	23
Tabela 3.5 – Parâmetro ‘b’ do Redutor da TR .....	25
Tabela 4.1 – Potencial dos fundos de Pensão como Fonte de Recursos .....	42
Tabela 4.2 – Desenho de Política Habitacional.....	44

## 1. Introdução

Um período de hiperinflação causa diversas distorções na estrutura econômica de um país. A economia brasileira não fugiu à regra, e a nossa época de descontrole inflacionário provocou inúmeras distorções e prejuízos à população. Felizmente, contamos com a peculiaridade de que, em nosso caso, o crescimento da economia não foi comprometido por um bom tempo de forma drástica.

Diversas foram as tentativas de assegurar um mínimo de poder de compra dos indivíduos, e uma das medidas mais marcantes foi a criação da correção monetária, que consistia em um reajuste periódico de preços pelo valor da inflação passada, e foi aplicada em diversos setores da economia.

A poupança é a aplicação mais simples e tradicional que um indivíduo pode fazer. Apesar de oferecer baixo rendimento se comparada com outras aplicações, possui vários benefícios que a torna atraente principalmente para o pequeno poupador, como isenção de imposto de renda, ausência de um depósito mínimo, alta liquidez e garantia pelo governo de depósitos até R\$ 60 mil. Desde sua criação, a poupança sofreu algumas mudanças, mas a mais significativa foi com a Lei 4.380 de 1964, pela qual ficou estabelecido que, além do rendimento anual de 6%, os depósitos seriam atualizados mensalmente pela correção monetária.

Hoje, a economia brasileira encontra-se em um contexto totalmente diferente. Com o real, em 1994, a economia finalmente conseguiu controlar a inflação, trazendo de volta a estabilidade e confiança para a população e investidores. Com o sistema de metas de inflação, em 1999, foi sinalizado o compromisso com a estabilidade de preços, dado que não é possível haver crescimento sustentável com alta inflação, ancorando as expectativas e mantendo a inflação em patamares bem mais próximos aos observados no mundo. Apesar disso, o rendimento da poupança ainda é elevado, sendo composto pela tradicional remuneração real de 6% a.a. mais o rendimento da Taxa Referencial, que é o rendimento mensal médio de aplicações em Certificado de Depósito Bancário (CDB).

Este é só um exemplo de um país que durante trinta anos conviveu com inflação alta e moldou suas instituições para tal ambiente. Casos como esse demonstram que, depois de quinze anos de estabilidade de preços, a transição institucional ou mesmo o desmonte do arcabouço jurídico/financeiro daquela época ainda estão incompletos.

Em 2007, a economia dos Estados Unidos entrou oficialmente em recessão e o episódio de quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008 foi o marco de uma enorme crise de crédito e confiança que se desencadeou pelo mundo, a mais grave desde a Grande Depressão. A crise ainda levou os governos a um enorme afrouxo monetário e fiscal, com cortes agressivos nas taxas de juros e pacotes bilionários de estímulo.

O Brasil não foi exceção. Após longo e gradual processo de redução, a taxa SELIC caiu 500 bps, indo de 13,75% para 8,75%, seu menor nível histórico. Ao mesmo tempo, foram anunciados estímulos fiscais com redução de impostos, se destacando o IPI, e aumento nos gastos do governo.

Com a redução da SELIC, observou-se um aumento das aplicações em poupança, uma vez que a diferença entre seu rendimento em relação aos fundos de renda fixa diminuiu, somando às vantagens já apresentadas anteriormente e ao fato de ser um investimento seguro, fator extremamente relevante num período de crise com tal magnitude.

Diante deste cenário, foi proposto pelo governo mudança na tributação, pela qual ficaria estabelecido que contas com saldo superior a R\$ 50 mil teriam que pagar imposto de renda sobre a rentabilidade do montante que ultrapassasse esse valor. O objetivo de tal medida era evitar que, se os juros caíssem ainda mais, a poupança tivesse rentabilidade maior que a dos fundos de investimento, o que, no limite, comprometeria o financiamento público.

Assim sendo, levanta-se a questão de que o atual rendimento da poupança é incompatível com um cenário de convergência da taxa de juros, contexto no qual o Brasil se encontra, podendo tornar-se um fator limitante do componente de tendência da taxa de juros. Hoje, o problema parece ter virado uma questão política, fazendo com que a solução não seja apenas fazer um estudo de alternativas e mudar a remuneração. Torna-se ainda pior quando pensamos que o crédito imobiliário, já pouco desenvolvido no Brasil, é totalmente dependente da poupança, dado que o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece que 65% dos recursos da poupança devem ser aplicados em operações de financiamento imobiliário, sendo 80% desses, no mínimo, no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional (SFH). Uma eventual diminuição em seu retorno deve ser acompanhada de medidas alternativas para o crédito habitacional.

Desse modo, o objetivo desta monografia é fazer um estudo sobre a situação do mercado imobiliário num contexto de redução do rendimento da poupança. Para isto, o trabalho será dividido em três etapas, além desta introdução e de uma conclusão.

A primeira parte consistirá em uma resenha sobre a convergência da taxa de juros no Brasil. Será abordada a importância do sistema de metas de inflação para o processo, assim como alguns fatores que contribuem para seu patamar ainda elevado, e serão feitas comparações com outros países, como Chile e Israel.

Na segunda, mostrar-se-á que o cenário de convergência é incompatível com o atual rendimento da poupança. Serão feitos alguns cálculos que demonstram essa inconsistência e será feita uma proposta de mudança na remuneração das cadernetas.

Por fim, será feito um estudo sobre o financiamento imobiliário num contexto de redução do rendimento da poupança. Neste ponto, serão estudados os atuais sistemas imobiliários vigentes no Brasil, assim como experiências internacionais, especificamente o caso do Chile e do México. Finalmente, serão feitas considerações para um maior desenvolvimento do mercado habitacional brasileiro.

## 2. Convergência da Taxa de Juros

### 2.1 Sistema de Metas para inflação

O sistema de metas para inflação é essencial ao abordarmos a questão da convergência na taxa de juros. Foi adotado pela primeira vez na Nova Zelândia em 1988, seguida pelo Canadá e Chile em 1991 e por Israel e Reino Unido em 1992. Atualmente, tornou-se um regime de política monetária bastante difundido, presente em 24 países, desenvolvidos e em desenvolvimento.

Segundo definição pelo Banco Central do Brasil:

*“O regime de metas para a inflação é um regime monetário no qual o Banco Central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação observada esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente. O regime de metas para a inflação caracteriza-se geralmente por quatro elementos básicos:*

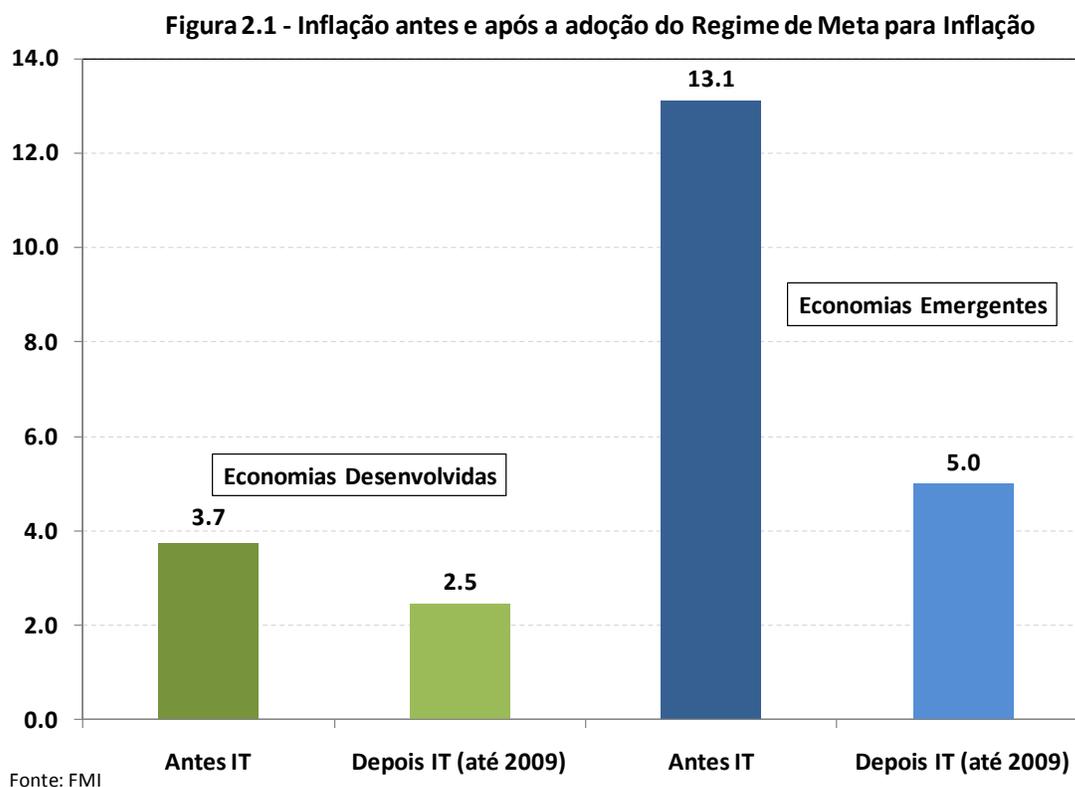
- i) conhecimento público de metas numéricas de médio-prazo para a inflação;*
- ii) comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária;*
- iii) estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e*
- iv) mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas para a inflação”*

A relevância do sistema é comprovada por evidências empíricas, pelas quais fica claro que a estabilidade de preços é pré-condição para crescimento sustentado. No caso de países como o Brasil, o controle inflacionário também é importante pela grande quantidade de pessoas que ganham abaixo da renda média, dado que a inflação prejudica principalmente as classes mais baixas de um país. Há também outras vantagens de um sistema bem sucedido, como a diminuição de incerteza, que contribui para o aumento do consumo e investimento no país.

Um dos motivos do sucesso do regime é que ele é facilmente entendido por todos agentes econômicos: seu principal alicerce é a credibilidade, construída através da transparência e comunicação. Um Banco Central (BC) que conquiste confiança perante os agentes consegue ter um sistema de metas de inflação mais “flexível” que um BC que não a

possua. Em épocas de crise, consegue realizar um *risk management* com mais tranquilidade, ou seja, caso julgue ser aceitável tolerar um pouco mais de inflação no curto prazo do que levar à recessão forte, pode simplesmente anunciar sua estratégia através dos comunicados e atas (minutas). Assim, as expectativas não se desestabilizarão, nem será questionado o comprometimento da instituição com o sistema. O mesmo vale para um eventual choque de oferta.

É importante notar também que os países possuíam realidades bastante distintas em seus momentos de adoção do regime. Muitos, como Austrália e Suécia, adotaram em momentos em que a inflação já era baixa, com o objetivo de usufruir definitivamente das vantagens de um ambiente mais estável. Outros, como Chile e Israel, adotaram o regime em contexto de inflação alta, com o objetivo de conduzir a economia à desinflação. No caso brasileiro, o sistema de metas de inflação teve um papel duplo: serviu como âncora para a inflação e, através da administração das expectativas, como mecanismo de combate à própria. Independente da motivação, entretanto, o resultado foi positivo, conforme podemos observar no gráfico abaixo:



### 2.1.1 Metas de Inflação no Brasil

Após inúmeros anos e planos frustrados de se conter o descontrole inflacionário que assombrava a economia brasileira, a hiperinflação foi derrotada com o Plano Real em 1994, baseado em âncora cambial e desindexação da economia, com a criação da URV. O excelente resultado só foi possível devido à disposição do governo, manifestada nos cortes no orçamento através do Fundo Social de Emergência (FSE) e na não interferência no Banco Central do Brasil (BCB), e ao apoio maciço da população. Mesmo com períodos de repique inflacionário, como em 1999 com a crise do balanço de pagamentos e em 2002/2003 com a crise de confiança pela vitória da oposição nas eleições, foi observada uma forte queda no patamar inflacionário da economia.

Passados alguns anos da implantação do Plano Real, as economias asiáticas e a Rússia entraram em crise, e especulou-se que o Brasil poderia ser o próximo a se deparar com grandes problemas. Assim, o real passou a ser alvo de forte ataque especulativo. Como tentativa de conter a pressão, o governo optou pela gradual desvalorização da banda cambial e aumento na taxa de juros, que passou de 19% para 43% em apenas dois meses.

Entretanto, mesmo depois de repetidos movimentos deste tipo, o anúncio da moratória pelo então governador de Minas Gerais, Itamar Franco, e especulações sobre a possibilidade de não aprovação de um ajuste fiscal reforçaram a pressão sobre o real, gerando acentuadas perdas de reservas. Como as medidas não estavam gerando resultado, o ministro da fazenda no período, Pedro Malan, comunica, em 18 de janeiro de 1999, que, a partir daquela data, “*a taxa de câmbio será determinada pelas forças do mercado*”, fazendo com que as expectativas de inflação se desancorassem.

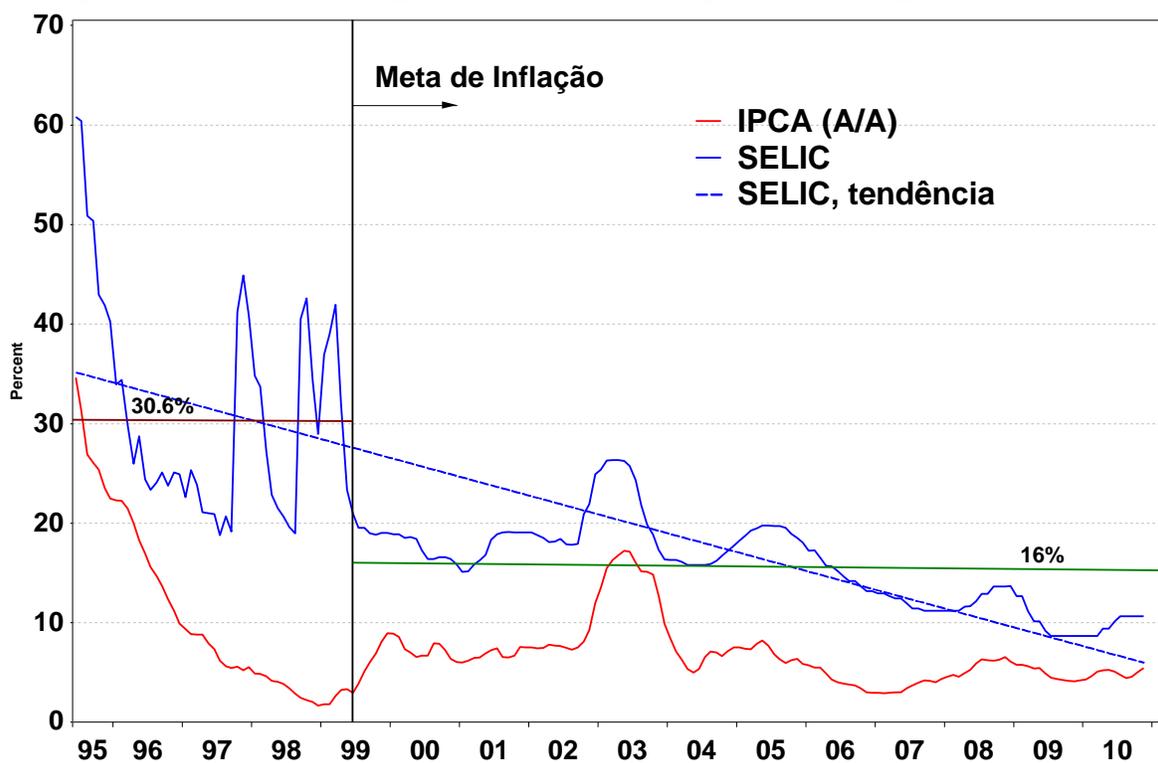
A queda do regime de câmbio fixo exigia a busca de uma nova âncora nominal para a economia brasileira. A possibilidade à volta ao regime de câmbio fixo foi logo eliminada, uma vez que sempre teve curta duração e culminou, em geral, em crises cambiais. Outra opção era uma definição de metas para agregados monetários, mas que devido à sua instabilidade também foi abandonada.

Nesse contexto, a idéia de se adotar o sistema de metas para a inflação parecia ser a melhor alternativa: a flutuação do real, pré-condição para a adoção do sistema, havia sido determinada poucos meses antes, muitos países já haviam adotado o regime com sucesso e havia também grande preocupação com as expectativas de inflação. E assim, pelo decreto

nº 3.088 de 21 de junho de 1999, fica estabelecido “a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências”. Em termos do clássico tripé, o Brasil havia escolhido ter política monetária independente, livre fluxo de capital e câmbio flexível.

Hoje, mais de onze anos após o início do regime, são notáveis os benefícios que este trouxe para a estabilidade e desenvolvimento da economia brasileira. A inflação caiu e manteve-se em patamares mais baixos, além de ter sido acompanhada por queda na taxa de juro e em sua volatilidade, como podemos constatar no gráfico a seguir. A SELIC média no período jul/95-jun/99, ou seja, anterior ao regime, é de 30.6%, enquanto após sua adoção é de 16%.

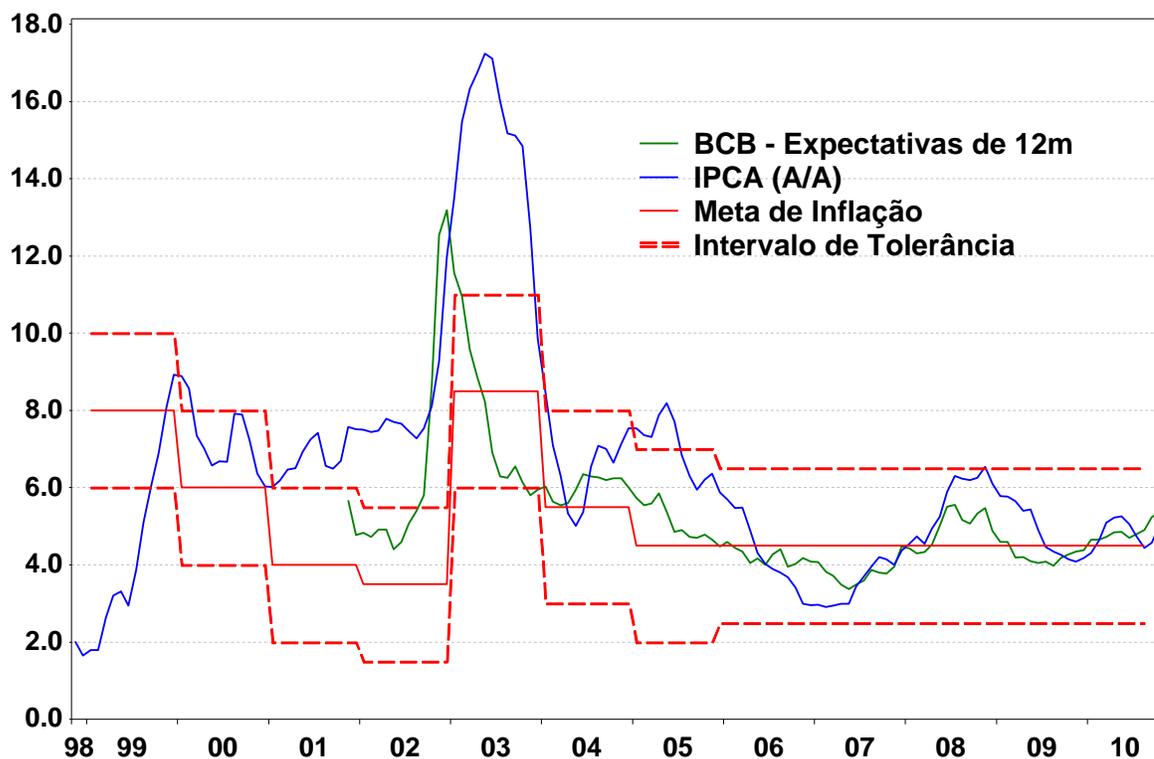
**Figura 2.2 - BRASIL: Regime de Meta de Inflação e Convergência da SELIC**



Source: Reuters EcoWin

Além disso, o sistema teve êxito no quesito coordenação de expectativas, que só foi possível em função de um BC internacionalmente reconhecido por sua transparência. Desse modo, fica evidente o suporte que o sistema de metas de inflação proporcionou para a convergência da taxa selic.

**Figura 2.3 - BRASIL: Expectativas, Metas e Inflação Realizada**



Source: Reuters EcoWin

## 2.2 A demora na convergência

Quando o sistema de metas para a inflação foi implementado, esperava-se a convergência da taxa de inflação e da taxa de juros para níveis compatíveis com o de países semelhantes ao Brasil. Embora o país tenha passado por um forte processo de desinflação e uma queda pronunciada dos níveis de juros, esta variável ainda se encontra bem acima do que era esperado e desejado.

Para uma rápida discussão desse processo, devemos nos focar na taxa básica da economia e em alguns fatores que a afetam, como o regime fiscal, a participação do governo no mercado de crédito e o nível da meta de inflação.

A questão do regime fiscal é de extrema importância no caso brasileiro. Foram anos de descontrole fiscal até que houvesse algum saneamento nas contas do governo, e para isso, a Lei de Responsabilidade Fiscal foi determinante. Mesmo assim, ainda nos deparamos com uma composição bastante ruim das contas públicas, com despesas correntes crescendo robustamente ao sacrifício de investimentos e alta carga tributária. O aumento dos investimentos (sem aumentos da carga tributária) melhoraria a eficiência produtiva,

com impactos positivos sobre emprego e oferta, o que contribuiria para a queda nos juros. Além disso, menores gastos contribuiriam para uma queda na razão dívida-PIB, diminuindo o prêmio de risco e, conseqüentemente, a taxa de juros.

Outra questão que também é relevante é a participação do governo no mercado de crédito, especialmente através do BNDES. Se por um lado o balanço do Banco Central praticamente não sofreu alteração durante a recente crise financeira, de outro observou-se forte expansão no financiamento de investimento pelo BNDES. Desde a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers em outubro de 2008, a instituição já recebeu R\$ 180 bilhões do Tesouro para dar suporte à demanda de investimento do setor público e privado, fazendo com que sua participação de recursos originários dos cofres públicos aumentasse de 6% em 2001 para 40% em 2009. Soma-se a isso o fato de que este aporte é considerado recebível do governo junto ao BNDES e, portanto, não aparece na dívida líquida. O aumento da participação do banco é natural em um momento de grande instabilidade como o vivido recentemente, mas dessa situação surgem algumas questões importantes. A primeira é que esse aumento da oferta de crédito reduz o espaço para uma queda nos juros ao coibir a efetividade da política monetária. A constituição brasileira concede ao BNDES fontes de financiamento com custos inferiores que, por sua vez, o leva a emprestar à TJLP, de 6% a.a, enquanto a SELIC encontra-se em 10.75%. A segunda é que o BNDES tem tido atuação quase solitária nos empréstimos de longo prazo no Brasil. A ausência de um mercado desse tipo é um problema brasileiro bastante conhecido, e deve ser resolvido de modo que não seja um empecilho para a expansão da economia no futuro. A concentração do financiamento de longo prazo na instituição deve ser tratada com muita cautela, pois é inviável que bancos privados compitam com suas taxas, dado que não possuem as mesmas fontes de financiamento. Ao mesmo tempo, o banco pode contribuir para o subdesenvolvimento do mercado de capitais uma vez que as empresas que conseguem obter empréstimos junto à instituição têm menos incentivo para se auto-financiarem com a emissão de títulos, por exemplo. Essa atuação fez ainda com que a instituição passasse a ser alvo de outras críticas, como estar privilegiando empresas que seriam capazes de captar recursos no exterior a taxas competitivas e, por conseguinte, estaria distorcendo a alocação do mercado, e por continuar com a expansão nos empréstimos mesmo quando a economia brasileira já demonstrou sinais de uma recuperação bem fundamentada.

Em relação à meta de inflação, foi observada redução nos últimos anos para patamares mais próximos ao de países como Chile e México. Entretanto, cabe ressaltar alguns pontos. O primeiro é que o atual centro da meta de 4,5%, em vigor desde 2005, e a banda de flutuação de +/- 2% são muito altos para serem permanentes. Outro ponto é que, ao longo do regime de metas para inflação, esta ficou a maior parte do tempo acima do que fora predeterminado. Levando em consideração esses aspectos, deveria ser considerada a adoção de uma trajetória de queda da meta bem suave e em um momento apropriado, a fim de completar o processo de convergência da inflação e, ao mesmo tempo, não comprometer a credibilidade do Banco Central. Como consequência, isso fixaria as expectativas de inflação em níveis mais baixos, abrindo espaço para mais redução nos juros.

### 2.3 Casos semelhantes

Finalmente, é válido conhecermos brevemente os casos de dois países semelhantes ao Brasil, com o intuito de refletirmos sobre as semelhanças e diferenças dos processos, bem como seus resultados. Como exemplos, serão utilizados o Chile e Israel.

#### 2.3.1 Chile

Nas décadas de 70 e 80, a economia chilena encontrava-se em um ambiente de alta inflação e indexação de sua economia. Em 1989, o Banco Central adquire autonomia operacional e financeira e, em 1991, o regime de metas de inflação é adotado, podendo ser dividido em duas fases.

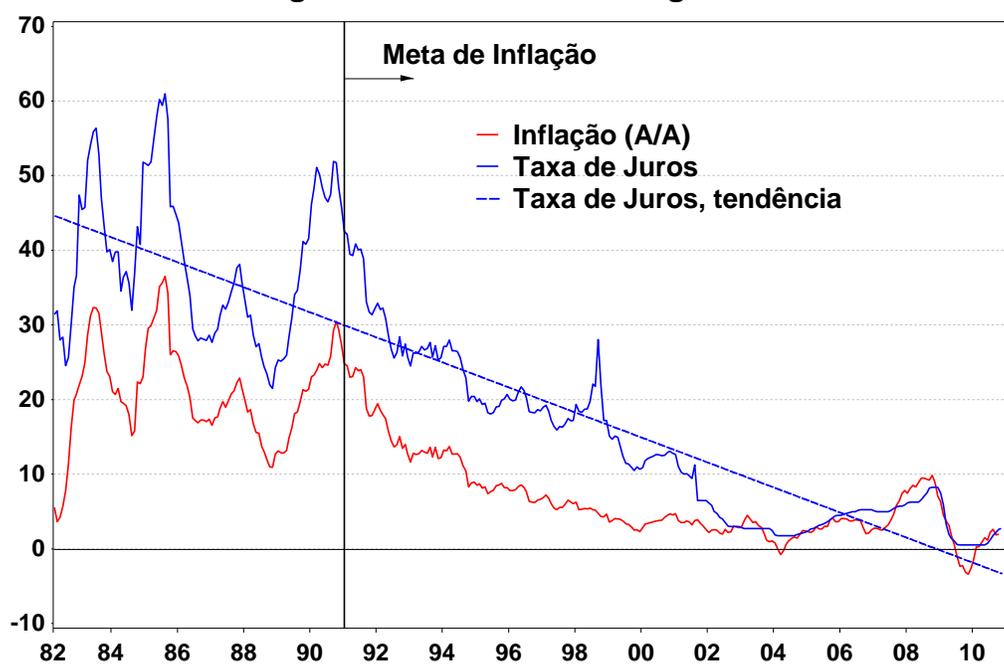
A primeira, de 1990-99, é a fase de convergência. O regime de câmbio era fixo em uma banda cambial e, para conciliar a taxa fixa com uma política monetária independente, adotou-se controles de capital. Ficou estabelecido que o horizonte a ser perseguido fosse de 7,5 meses e que a meta anual seria uma banda até 1996, tornando-se um número-alvo após essa data. Ainda em sua fase inicial, o Banco Central do Chile comprometeu-se firmemente a atingir primeiro uma inflação de um dígito, e depois as taxas de inflação observadas nos países desenvolvidos.

A segunda fase abrange de 1999 aos dias de hoje e é chamada de estado de equilíbrio. O regime de câmbio passou a ser flutuante e, com os positivos resultados desde a introdução do sistema, a meta de inflação passou a ser permanente em 3% com tolerância de +/- 1% e o horizonte mudou para dois anos. Iniciou-se ainda, com a finalidade de melhorar a transparência, a publicação de relatórios de inflação trimestrais e minutas sobre

as decisões de política monetária. Além disso, não podemos esquecer a regra fiscal introduzida em 2000, que teve o importante papel em conciliar as políticas monetária e fiscal.

Em suma, a experiência do Chile com o regime de metas de inflação foi muito bem sucedida: houve queda acentuada da inflação e dos juros, assim como em suas volatilidades, ao mesmo tempo em que foi observado forte crescimento econômico. As expectativas também foram bem administradas, e a meta de 3% age hoje como uma verdadeira âncora para a inflação.

**Figura 2.4 - CHILE: Convergência**



Source: Reuters EcoWin

### 2.3.2 Israel

A economia israelense vinha se deparando com alta inflação na década de 70, e os choques que marcaram este período, em conjunto com o forte aumento dos gastos públicos, acabaram por agravar o problema e conduzir o país à sua época hiperinflacionária. Em 1985, foi adotado um programa de estabilização cuja principal característica foi o agressivo corte no orçamento do governo. Podemos dividir a experiência israelense em duas fases.

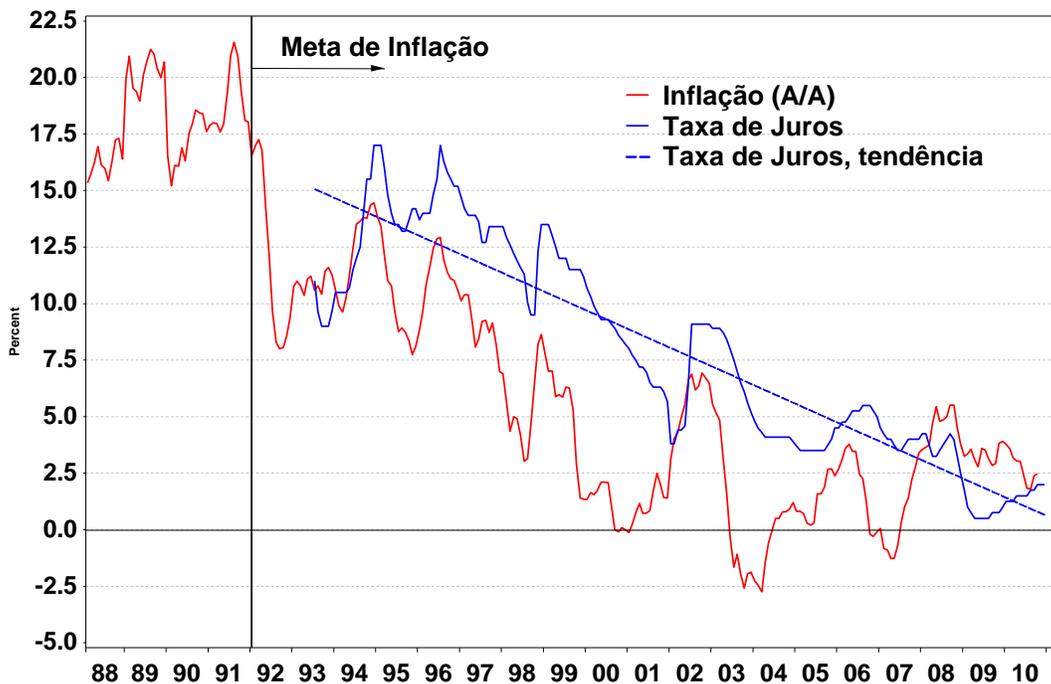
A primeira, de 1986-1992, caracterizou-se pelo regime de câmbio fixo e reformas que visaram a reduzir a intervenção do governo no mercado de capitais, como forma de aprimorar sua eficiência e promover seu desenvolvimento. Neste período, também se observou redução no controle de capitais, permitindo que os setores domésticos

adquirissem crédito no exterior e contribuindo para a convergência entre a taxa de juros doméstica e a internacional.

O segundo período abrange o ano de 1992 até hoje, sendo seu início marcado pelo duplo foco do regime de política monetária. As medidas adotadas na fase anterior foram bem sucedidas em diminuir a inflação, mas esta ainda se encontrava em níveis muito elevados. Desse modo, houve uma mudança gradual de atenção do câmbio para a inflação. O ano de 1995 foi um marco importante, pois ficou estabelecido um aumento na banda cambial e o regime de metas para inflação entrou em vigor (até então havia apenas uma declaração). O processo deflacionário foi completo em 1997, quando a inflação tornou-se o único objetivo da política monetária e o Banco Central encerrou suas intervenções cambiais. Não surpreendente, essa transição teve suporte de uma reforma na política fiscal. Ao longo dos anos, o regime continuou evoluindo através da publicação de comunicados, minutas e relatórios de inflação, que, ao melhorar a comunicação, contribuíram para a estabilização das expectativas.

Assim sendo, também podemos constatar o sucesso do processo israelense, que conseguiu conduzir, gradualmente, a inflação para a meta de 2% vigente hoje e a taxa de juros para níveis baixíssimos.

**Figura 2.5 - ISRAEL: Convergência**



### **3. Incompatibilidade entre a convergência dos juros e o rendimento da poupança**

No Brasil, os depósitos de poupança tiveram início com a criação da Caixa Econômica Federal em 12 de janeiro de 1861. Pelo decreto nº 2.723, o imperador Dom Pedro II afirmava que “A Caixa Econômica estabelecida na cidade do Rio de Janeiro (...) tem por fim receber, a juro de 6%, as pequenas economias das classes menos abastadas e de assegurar, sob garantia do Governo Imperial, a fiel restituição do que pertencer a cada contribuinte, quando este o reclamar (...)”.

Desde sua instituição, a poupança sofreu algumas modificações, como a determinação, em 1874, que as taxas seriam fixadas anualmente e não poderiam ser superiores a 6% a.a. Posteriormente, em 1915, ficou estabelecido que os juros passariam a ser estipulados pelo governo conforme as circunstâncias locais. Contudo, a grande mudança em sua remuneração ocorreu em 1964, com a introdução da correção monetária. Desde então, os depósitos são remunerados mensalmente por duas fontes de reajuste: os juros fixos, definidos em 0,5% a.m., e outra parcela de atualização, antes representada pela Correção Monetária e, a partir do início da década de 90, pela Taxa Referencial (TR).

Desse modo, podemos observar que o desenvolvimento da história recente da caderneta se deu conforme a aceleração inflacionária nos anos 70 em diante: além do componente de atualização, a remuneração começou anual, passou para trimestral e, enfim, para mensal. Hoje, ela representa um dos ativos que sobrevivem ao período hiperinflacionário da economia brasileira, embora vivamos em uma realidade completamente distinta há mais de uma década. Por que, então, não houve ajuste até hoje?

Em primeiro lugar, vale lembrar que desde a queda e estabilização da inflação com o Plano Real em 1994, os juros estiveram em patamares elevados (embora com clara tendência de queda). Assim sendo, o alto custo da poupança como fonte de financiamento para a concessão de empréstimos não gerava realmente problema. Ademais, era um ativo pouco atraente principalmente em comparação aos fundos de renda fixa.

Além disso, é essencial atentarmos ao fato de que a poupança ganhou enorme confiança da população por ser um investimento simples, seguro e estável. Assim sendo, adquiriu um valor simbólico e cultural e “qualquer alteração em seu regulamento transcende aspectos técnicos e ganha dimensão política” (Kohler, 2009). Por contar com forte oposição, dificilmente qualquer alteração seria aprovada com facilidade no Congresso

e, mesmo se entrasse em vigor por meio de uma medida provisória, ainda poderia ser alterada.

Tendo em vista o fato de não ser possível mensurar precisamente o segundo fator explicitado, vamos nos ater a estudar o rendimento da poupança, a fim de deixar clara sua incompatibilidade com a convergência da taxa de juros.

Em relação ao seu alto custo como fonte de captação, deve-se ter em mente que o juro cobrado no financiamento habitacional será composto pela soma do custo de captação (poupança), de custos administrativos e do *spread*. Assim, é fácil demonstrar que, mesmo se a SELIC continuar a cair, é inviável para o agente financeiro reduzir a taxa de crédito imobiliário a partir de determinado ponto. A tabela abaixo sintetiza esse impasse (a TR incide tanto na captação quanto no empréstimo e, portanto, é neutra do ponto de vista do agente financeiro, não sendo incluída).

**Tabela 3.1 - Inviabilidade da Redução da Taxa de Juros pelo Agente Financeiro**

<b>A</b>	<b>Taxa de Juros do Financiamento (nominal aa)</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
<b>B</b>	<b>Custo Financeiro da Poupança</b>	<b>6%</b>						
<b>C</b>	<b>Custo Operacional</b>	<b>2%</b>						
<b>D</b>	<b>Margem Bruta = Base de cálculo dos Impostos A - (B+C)</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>
<b>E</b>	<b>Impostos (35% x D)</b>	<b>1.40%</b>	<b>1.05%</b>	<b>0.70%</b>	<b>0.35%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.35%</b>	<b>-0.70%</b>
<b>F</b>	<b>Margem Líquida após Impostos (D-E)</b>	<b>2.60%</b>	<b>1.95%</b>	<b>1.30%</b>	<b>0.65%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.65%</b>	<b>-1.30%</b>
<b>G</b>	<b>Viabilidade</b>	<b>VIÁVEL</b>				<b>INVIÁVEL</b>		

Além disso, um exercício simples mostra a problemática associada à migração dos fundos de renda fixa para a poupança ocasionada por sua alta rentabilidade. Sabemos que, de um lado, a pessoa que aplica na caderneta possui liquidez imediata e não precisa pagar imposto de renda. O rendimento da poupança na última década foi o que se segue:

<b>Tabela 3.2 - Rendimento Anual da Poupança</b>	
2000	8.32%
2001	8.63%
2002	9.27%
2003	11.21%
2004	8.10%
2005	9.21%
2006	8.40%
2007	7.77%
2008	7.90%
2009	7.01%
<b>Média</b>	<b>8.58%</b>

Por outro lado, a pessoa que investe em fundos de renda fixa também tem liquidez, mas deve pagar imposto de renda e taxa de administração do fundo. O imposto de renda a ser pago incide sobre o rendimento, e sua alíquota varia de acordo com o prazo da aplicação, conforme a tabela a seguir:

**Tabela 3.3 - IR sobre Rendimento**

<b>Prazo da aplicação</b>	<b>Alíquota de IR</b>
Até 180 dias	22.5%
De 181 a 360 dias	20.0%
De 361 a 720 dias	17.5%
Acima de 720 dias	15.0%

Levando em consideração as informações acima e, para sermos mais conservadores, adotando o rendimento da poupança como sendo o de 2009 (bem abaixo da média), um simples cálculo ilustra a situação: suponha um fundo de renda fixa que tenha rendimento igual à SELIC, atualmente em 10.75%, e cobre taxa de administração de 2%. A rentabilidade líquida seria a SELIC deduzida da administração e do imposto de renda sobre essa diferença, ou seja,

$$\text{Rendimento Líquido} = \text{SELIC} - \text{TaxaAdm} - [(\text{SELIC} - \text{TaxaAdm}) * \text{IR}]$$

Em números,  $10.75\% - 2\% - (10.75\% - 2\%) * 0.20 = 7.00\%$ , que é igual à rentabilidade da poupança em 2009. Nessa situação, um fundo com taxa de administração superior a 2% já não é vantajoso, sendo esperada migração de seus recursos para a poupança. Esse movimento seria problemático, pois os fundos são compostos em grande

parte de títulos do governo, podendo, desse modo, comprometer a rolagem da dívida pública. Repetindo o exercício acima para diferentes taxas de administração e para o intervalo da SELIC no auge da crise (8,75%) e no pré-crise (13,75%), mas supondo sempre uma alíquota de imposto de renda de 20% e o referencial para a poupança como sendo o rendimento de 2009, podemos elaborar o quadro a seguir.

**Tabela 3.4 - Atratividade da Poupança vs Fundos de Renda Fixa**

		Taxa de Administração (%)						
		0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5
<b>Selic (%)</b>	<b>8.75</b>	6.60	6.20	5.80	5.40	5.00	4.60	4.20
	<b>9.25</b>	<b>7.00</b>	6.60	6.20	5.80	5.40	5.00	4.60
	<b>9.75</b>	7.40	<b>7.00</b>	6.60	6.20	5.80	5.40	5.00
	<b>10.25</b>	7.80	7.40	<b>7.00</b>	6.60	6.20	5.80	5.40
	<b>10.75</b>	8.20	7.80	7.40	<b>7.00</b>	6.60	6.20	5.80
	<b>11.25</b>	8.60	8.20	7.80	7.40	<b>7.00</b>	6.60	6.20
	<b>11.75</b>	9.00	8.60	8.20	7.80	7.40	<b>7.00</b>	6.60
	<b>12.25</b>	9.40	9.00	8.60	8.20	7.80	7.40	<b>7.00</b>
	<b>12.75</b>	9.80	9.40	9.00	8.60	8.20	7.80	7.40
	<b>13.25</b>	10.20	9.80	9.40	9.00	8.60	8.20	7.80
	<b>13.75</b>	10.60	10.20	9.80	9.40	9.00	8.60	8.20

**POUPANÇA < FUNDO**
 **POUPANÇA = FUNDO**
 **POUPANÇA > FUNDO**

Familiarizados com a base teórica do problema, analisamos a questão à luz da evidência empírica.

A eclosão da crise financeira em setembro de 2008 ocasionou a necessidade de relaxamento monetário e fiscal em todo o mundo. No Brasil, o temor de escassez de crédito e de recessão mais profunda levou o COPOM a cortar a taxa básica da economia em 5p.p. gradualmente, diminuindo-a de 13,75% para 8,75%. Conforme a SELIC ia atingindo patamares mais baixos, observava-se forte captação da poupança, que começou a chamar a atenção dos reguladores.

Com essa preocupação em mente, o governo propôs a cobrança do imposto de renda sobre os rendimentos da poupança. Pela proposta inicial, em maio de 2009, a taxa seria progressiva e condicionada às reduções da SELIC. Em setembro do mesmo ano, a nova proposta sugeria cobrança de imposto de renda com alíquota única de 22,5% para contas com saldo superior a R\$ 50 mil, e o imposto incidiria sobre o rendimento do montante que ultrapassasse este valor. Segundo o ministro da Fazenda, Guido Mantega, esta proposta seria eficaz em conter a migração de grandes investidores dos fundos de renda fixa para a

caderneta, ao mesmo tempo em que não afetaria o pequeno poupador. De acordo com dados do governo, 99% das contas de poupança têm saldo inferior a R\$ 50 mil e, portanto, nada mudaria para estas.

Embora o debate sobre o assunto tenha chamado mais atenção no episódio recente, vale ressaltar que esta não foi a primeira vez que o governo interveio. Após longo processo de redução da SELIC, esta atingiu um patamar preocupante ao governo em 2007 no que diz respeito a essa questão, levando-o a aumentar o redutor da TR e, assim, tornando a poupança menos rentável.

Além da cobrança do imposto de renda sobre os rendimentos, outras propostas já foram consideradas, como o aumento no prazo de carência (atualmente em um mês). Entretanto, estas também possuem o objetivo de diminuir a atratividade da poupança em relação aos fundos, não considerando o entrave associado ao seu alto custo como fonte de captação. Desse modo, a alternativa mais viável parece ser a redução da rentabilidade das cadernetas, que, ao diminuir o custo de captação de recursos dos agentes financeiros, possibilitaria a queda da taxa de financiamento imobiliário, além de evitar a mencionada migração dos recursos.

Para isso, a manutenção da sistemática *juros fixos + atualização*, mas com redução do componente fixo e substituição da TR por um índice de inflação, como o IPCA, se mostra uma boa alternativa.

O primeiro ponto a se pensar é que, devido à mencionada politização desta questão, quanto maior e mais elaborada for a mudança, maior será a resistência e menor a chance de ser aprovada. A permanência do atual algoritmo ajuda a minimizar este problema.

Outro ponto é que os depósitos em poupança estenderam sua forma de remuneração para vários contratos jurídicos, como o sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que são contratos de financiamento habitacional lastreados com recursos da poupança e os financiamentos para habitação, saneamento e desenvolvimento urbano, com recursos do FGTS. Em relação ao SBPE, que é de nosso interesse, a maioria dos contratos de financiamento imobiliário é remunerada como a poupança, conforme observado anteriormente: uma parte fixa, estabelecida a partir do rendimento fixo da própria poupança (6% a.a.), mais uma margem de lucro e uma atualização mensal, também feita pela Taxa Referencial. Observando que os antigos e os novos contratos têm a mesma fonte de

financiamento, que são os depósitos das cadernetas que não foram sacados, não seria possível separar os saldos antigos dos novos nem haver diferença entre seus rendimentos. Sendo assim, a manutenção da sistemática atual também facilitaria o processo de transição dos contratos para a adequação às novas regras (aqui sugerida como queda na parte fixa e substituição da TR pelo IPCA).

Um cuidado que se deve tomar é que se a parcela de juros fixos estipulada nos contratos não estiver sujeita à revisão, a redução da remuneração da poupança corresponderá a um aumento no lucro dos bancos. Deve-se ainda estar atento se a revisão permitida é nos dois sentidos, isto é, de aumento no caso em que o custo da captação (poupança) se eleve e de diminuição no caso em que caia.

Em relação à redução do componente fixo, esta poderia ser feita como fora proposto por Giambiagi (2010): 0,1% ao mês, ou 1,2% ao ano. Lembra-se aqui que este rendimento é real, dada a indexação ao IPCA e, dada a perspectiva de queda na meta de inflação, seria compatível com a queda nos juros. O mesmo autor mostra isso: se a taxa de juros nominal cair para algo em torno de 7%, junto com uma taxa de 10% e inflação de 4%, o rendimento bruto é de 2,9% e a taxa real líquida, de 2,2%. Isso garantiria uma remuneração real das cadernetas e um mercado para títulos do governo a taxas maiores que a da poupança.

A motivação da mudança da TR pelo IPCA se dá por algumas razões. Sabendo que o cálculo da TR é “ $TR = 100 \{ [ (1 + TBF/100) / R ] - 1 \}$ ”, sendo R um redutor com a fórmula “ $R = (a + b * TBF/100)$ ”, onde  $a = 1,005$  e b é um valor determinado de acordo com a tabela abaixo, em função da TBF obtida, constatamos que a presença do redutor faz com que a TR não seja regida pelas leis do mercado, mas por uma lei discricionária.

**Tabela 3.5 - Parâmetro 'b' do Redutor da TR**

TBF (% a.a.)	b
TBF > 16	0.48
$16 \geq TBF > 15$	0.44
$15 \geq TBF > 14$	0.40
$14 \geq TBF > 13$	0.36
$13 \geq TBF > 12$	0.32
$12 \geq TBF > 11$	0.28
TBF = 11	0.24

Além disso, a mudança para um índice de inflação garantiria remuneração real, que se constituiria em um grande motivador do sistema. Contudo, com o histórico inflacionário do Brasil não se pode ignorar um possível choque na inflação, que, caso a renda das pessoas não fosse corrigida, levaria a uma enorme crise no sistema pela elevação da inadimplência. Para dar maior segurança e credibilidade ao sistema com a nova regra, poderia ser criado um fundo para momentos críticos como esse. Este fundo poderia ser constituído, por exemplo, pela obrigatoriedade de direcionamento de um percentual do *spread* das instituições, embora isso significasse seu aumento. Como essa situação se dá em um cenário de incerteza, outra alternativa seria sua resolução pelo mercado, através das companhias de seguro ou oferecimento de produtos de *hedge*.

Desse modo, a mudança proposta parece ser mais condizente com o padrão de uma economia estável e estabeleceria um horizonte para a queda da taxa real de juros, sem risco de gerar futuras inconsistências, ao mesmo tempo em que minimizaria os entraves relacionados à resistência cultural e aos custos de transição dos contratos. Ademais, a alteração da TR pelo IPCA, desde que acompanhada pela criação de algum mecanismo garantidor em caso de choque, estimula o sistema e acaba com o problema relacionado a parâmetros discricionários. Resta-nos, agora, analisar como o financiamento imobiliário se insere no contexto apresentado até aqui.

#### **4. Financiamento Imobiliário**

Como já observado, o crédito imobiliário é pouco desenvolvido no Brasil e seu financiamento tem grande origem na poupança. Os recursos provenientes deste instrumento estão sendo estimados como suficientes para atender à demanda até 2014 apenas<sup>1</sup>. Desse modo, um cenário inevitável de alteração na remuneração da caderneta só diminuiria sua atratividade, sendo necessário um maior desenvolvimento do financiamento habitacional. Assim, este capítulo busca abordar os problemas do atual sistema vigente no Brasil, bem como o potencial do setor, e identificar possíveis alternativas.

##### **4.1 SFH: origens, auge e declínio**

Com objetivo de “facilitar e promover a construção e aquisição da casa própria, especialmente pelas classes de menor renda da população”, foi criado, pela Lei 4.380 de 1964, o Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Este foi o principal modelo de financiamento à habitação e permanece, ainda, como o pilar do crédito imobiliário.

Suas principais inovações foram a instituição da correção monetária dos ativos e passivos, garantindo a rentabilidade real das aplicações, e a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), que tornou-se o elo central na coordenação entre os diversos agentes participantes. O sistema contava ainda com subsídios cruzados, isto é, cobrava taxas de juros diferenciadas e crescentes, de acordo com o valor do financiamento.

A captação de fundos se deu a partir de dois instrumentos: as cadernetas de poupança, pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). A poupança continua como principal fonte de recursos e obedece a critérios de exigibilidade mínima que variaram ao longo do tempo. Atualmente, as normas do Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelecem que 65% dos recursos captados por esse instrumento devem ser aplicados em operações de financiamento imobiliário, sendo 80% destes em operações no âmbito SFH e 20% em outras aplicações imobiliárias. Do restante, 20% devem ser alocados como encaixe obrigatório no Banco Central e os 15% finais em aplicações livres. Para as operações do SBPE, fica ainda estabelecido o valor máximo do imóvel e de seu financiamento em R\$ 500 mil e R\$ 450 mil, respectivamente, e juros flutuantes de, no máximo, 12% a.a. mais TR. Estes parâmetros são bem menos restritivos que aqueles definidos na criação do SFH.

---

<sup>1</sup> ABECIP (junho/2010)

Os resultados iniciais eram estimulantes: o volume de crédito chegou a representar 57% do total de empréstimos ao setor privado e a atender 70% do aumento anual da demanda por domicílios. Ademais, foi responsável pelo financiamento de 38% das unidades produzidas entre 1973-80.<sup>2</sup>

O ponto que se mostrou fatal ao sistema foi o descompasso entre os critérios de reajuste das prestações e do principal da dívida. Inicialmente, ambos eram corrigidos acompanhando as variações do salário mínimo. Entretanto, em 1965, ficou determinado que o principal da dívida passaria a ser reajustado pelas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)<sup>3</sup>, enquanto as prestações continuariam com o salário mínimo como indexador. Os altos índices inflacionários observados a partir da década de 80 levaram a uma enorme divergência entre o valor do principal e das prestações, ocasionando um saldo residual ao final do contrato muito superior ao estipulado<sup>4</sup>. O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que havia sido criado pelo BNH com o intuito de minimizar a incerteza quanto à quitação total do imóvel, não deu conta desse aumento no saldo residual, culminando na extinção do Banco em 1986, símbolo central do SFH.

A partir da instabilidade macroeconômica que tomou conta do país na década de 80, observou-se o colapso do sistema: a estagnação da renda inibe diretamente os investimentos da economia, principalmente aqueles de longo prazo, que, justamente por essa característica, já possuem um risco embutido maior. Além desse fator inibidor de desenvolvimento do mercado habitacional, Rebelo (1997) e Castelo (1997) também apontam outras falhas: a) a taxa de juros fixa, que impede o ajuste entre oferta e demanda; b) a falta de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais, que trava o desenvolvimento de fontes alternativas de financiamento; c) a instabilidade do sistema, ocasionada pelo prazo incerto dos depósitos dos fundos de financiamento, que capta recursos no curto prazo e empresta-os no longo prazo; e d) seu caráter pró-cíclico, que potencializa, em períodos recessivos, o problema de descasamento do balanço dos bancos.

---

<sup>2</sup> Dionísio Dias Carneiro e Marcos Valpassus (2003)

<sup>3</sup> Modalidade de título público que foi emitida entre 1964 e 1986 com a característica de pagar uma remuneração corrigida, evitando a corrosão da inflação.

<sup>4</sup> Segundo estimativas da Caixa Econômica Federal, este saldo tinha magnitude estimada de R\$ 100 bilhões, em valores de outubro de 2006.

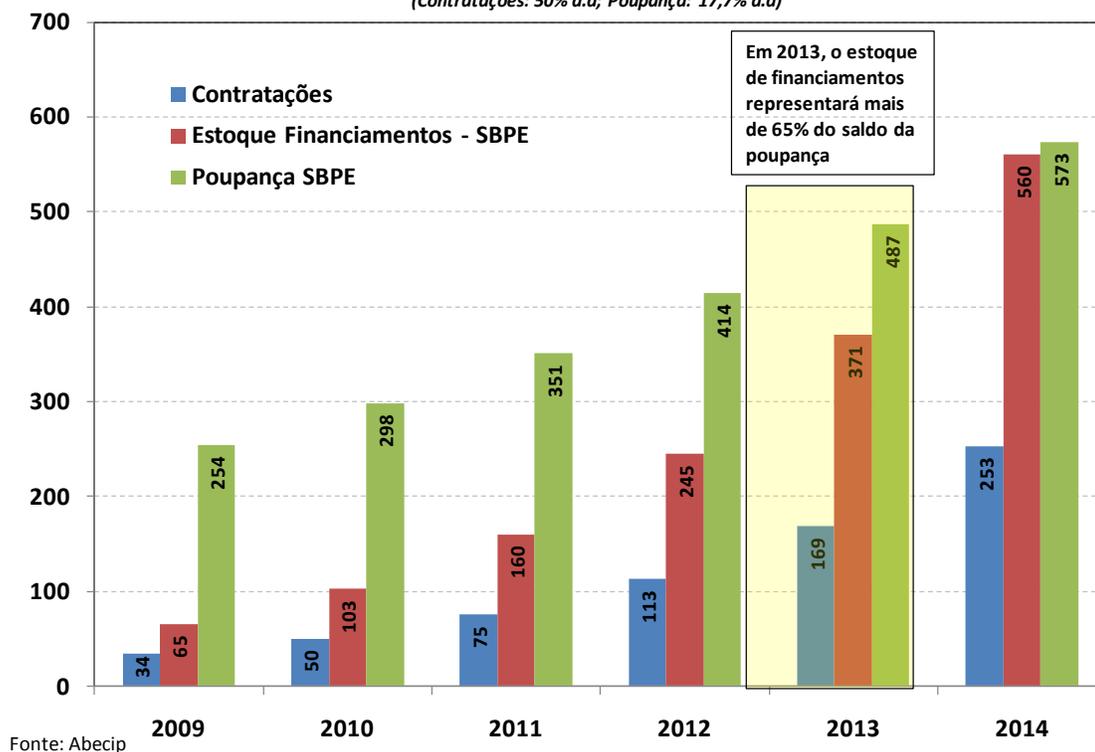
Esse problema de descasamento dos bancos é um fator essencial a ser corrigido no modelo brasileiro. Na verdade, deveria ser limitado pelas autoridades monetárias por representar um risco ao sistema financeiro, e não estimulados, como se é verificado.

Ao mesmo tempo, o sistema falhou no quesito atendimento à população de baixa renda. O elevado valor do imóvel, que comprometia grande parte da renda dessas pessoas, era um dos empecilhos. Outro entrave era a instabilidade da economia nos anos 80, que ocasionou na perda do poder aquisitivo, elevando os índices de inadimplência e tornando as entidades financeiras mais cautelosas principalmente a esse segmento, que apresentam maior risco. No entanto, mesmo após a estabilização da economia com o Plano Real, as entidades permaneceram relutantes em fornecer empréstimos habitacionais, pois a elevada taxa de juros vigente no período aumentava consideravelmente o custo de oportunidade dessas instituições. Por fim, a classificação de risco das operações de crédito imobiliário também contribui no sentido de diminuir o fornecimento voluntário de recursos ao setor como um todo, uma vez que a qualidade do crédito imobiliário é inferior a de outros setores, como indústria e comércio. Desse modo, essas características afetavam não só, mas principalmente, as pessoas de baixa renda, resultando em um grande aumento no déficit habitacional brasileiro.

Além desses problemas, o sistema está sujeito ao fato de que tem sua capacidade de empréstimo limitado ao tamanho do *funding*, que é a poupança. Estudos da ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança) estimam um cenário em que as contratações através do SBPE crescem 50% a.a. e a captação da poupança cresce 17,7% a.a. Nestas condições, o estoque de financiamento no âmbito SBPE representará mais de 65% do saldo da poupança em 2013 (ou seja, mais do que é direcionado), e em 2014 corresponderá a quase 100% do saldo das cadernetas, mostrando a necessidade de novas fontes de financiamento.

**Figura 4.1 - Cenário do SBPE (R\$ Bilhões)**

(Contratações: 50% a.a; Poupança: 17,7% a.a)



#### 4.2 SFI: Grande potencial, pequena realização

Frente a esse cenário desfavorável, buscou-se reformular o setor, o que foi feito somente em 1997, com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Este sistema foi criado para complementar o SFH e trouxe como principais fundamentos e avanços a securitização dos créditos imobiliários e a maior segurança jurídica dos contratos. Assim, diferentemente do SFH, o SFI capta recursos no mercado, não dispondo de uma fonte de financiamento certa nem de taxa de juros fixas.

Em relação à securitização, seus principais instrumentos são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).

O CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, que permite a captação de recursos nos mercados financeiros com lastro em créditos imobiliários. Só pode ser emitido com a única e exclusiva finalidade de aquisição de créditos imobiliários e seu prazo não deve ser superior ao do crédito imobiliário lastro do CRI. Ao transformar o fluxo de recebíveis de médio e longo prazo em ativos negociáveis à vista, proporciona novas alavancagens financeiras para as empresas que possuem créditos com lastro imobiliário e

que possam atrelar a eles uma garantia, também imobiliária, como incorporadoras, construtoras e imobiliárias. Ainda conta com a vantagem de que, se o titular do CRI for pessoa física, seu rendimento está isento de Imposto de Renda; caso contrário, incide uma alíquota de 20%.

A LCI, por sua vez, é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulada. O título é emitido pelo credor do crédito imobiliário, devendo representar a totalidade do crédito e ser lastreado em créditos imobiliários de vários empreendimentos. Seu prazo deve ter no mínimo 60 dias e não ser superior ao prazo dos créditos lastro. Esse instrumento também possui a vantagem de captar recurso junto ao público, contribuindo para ativação e crescimento do setor imobiliário e integração deste com o mercado financeiro. Além disso, ao emitir LCIs os agentes financeiros não precisam aguardar o vencimento das prestações para recuperar o capital de um projeto, podendo reinvesti-lo em novos empreendimentos antes disso. Conta, por fim, com isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas.

A CCI é um título representativo de crédito imobiliário, emitido com ou sem garantia, e remunerado pelos índices de preços. Emitida pelo credor do crédito imobiliário, são lastreadas em recebíveis imobiliários de apenas um empreendimento, e deve representar a totalidade do crédito. Uma das principais vantagens deste ativo é gerar maior velocidade de captação de recursos, visto que as CCIs podem ser usadas como lastro de CRI.

A questão de maior segurança jurídica foi alcançada pela introdução da alienação fiduciária, que consiste na detenção do imóvel como propriedade pelo banco até o momento de sua quitação, tendo o mutuário apenas o direito de uso. No SFH, a garantia era a hipoteca (imóvel como garantia do empréstimo). Esse avanço faz com que a instituição financeira possa reaver o imóvel com maior facilidade no caso de inadimplência.

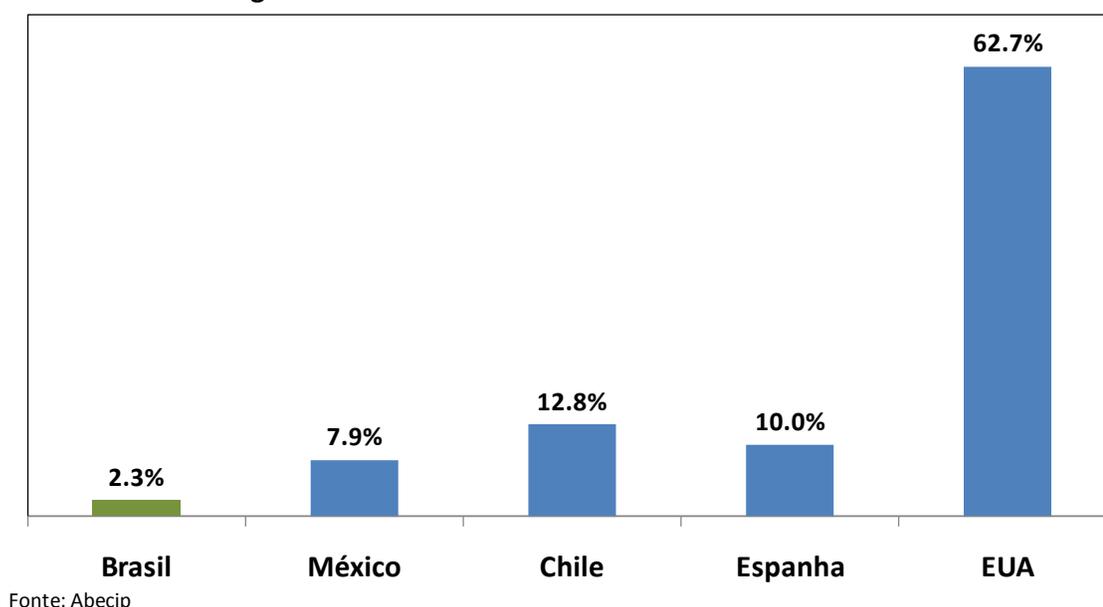
Embora com uma perspectiva promissora na teoria, mais de dez anos após a introdução do sistema verificamos sua fraca inserção no mercado, tornando-se válido conhecermos alguns determinantes para isso.

Um é a alta taxa de juros que se verifica no Brasil. Como já mencionado, apesar da observada convergência da taxa de juros, esta ainda é uma das mais altas do mundo,

elevando consideravelmente o custo de financiamento. A obrigatoriedade do direcionamento de recursos para o financiamento habitacional, estipulados pelo SFH, também representa um entrave de natureza institucional e jurídica, ao limitar a participação dos bancos nesse mercado. Podemos identificar ainda a problemática associada à existência de inúmeros indexadores de correção aos contratos de compra e venda de imóveis a prazo (IGP-M, IPCA, etc...). Essa característica torna o uso de financiamentos imobiliários existentes para lastrear emissões de CRIs uma operação complexa, seja pela falta de transparência ao detentor do título, seja pelo valor abaixo do potencial e custo acima do necessário, dada a dificuldade de se reunir diversos indicadores, cláusulas e sistemas de amortização em uma única emissão (Bovespa, 2006).

Mesmo assim, não podemos dizer que não houve evolução no mercado de securitização. A legislação alcançou muito no sentido de incentivar maior volume de operações e fornecer maior garantia. Também tem-se verificado maior conhecimento e iniciativa por parte de investidores, além de lições aprendidas com o que aconteceu no mercado internacional recentemente. Permanece, contudo, um grande potencial a ser explorado, como é mostrado nos gráficos a seguir.

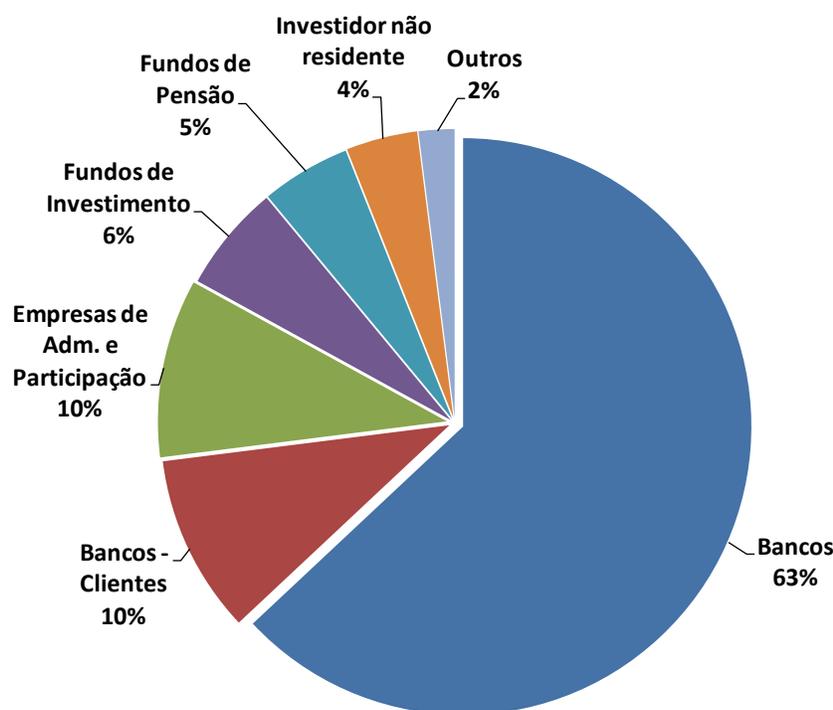
**Figura 4.2 - Mercado Secundário x Crédito Imobiliário**



O mercado secundário brasileiro permanece muito pouco desenvolvido, mesmo se comparado com países emergentes. Para sua consolidação, é necessário dar liquidez ao

papel e dar maior volume ao mercado. Por exemplo, os bancos, que utilizam os CRIs no enquadramento da exigibilidade habitacional, são os maiores compradores do instrumento. Os investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras), a despeito da relevância dos recursos administrados e da adequação do investimento, foram pouco explorados até o momento, possivelmente em virtude da preferência por títulos públicos, mais seguros, líquidos e com boa rentabilidade. Os investidores pessoa física têm demandado CRI com mais frequência, dada a isenção de IR sobre os rendimentos, mas ainda representam uma parcela muito pequena do negócio.

**Figura 4.3 - Investidores em CRI**



Fonte: Abecip

#### 4.3 Déficit habitacional e infra-estrutura

O déficit habitacional também se configura como uma séria deficiência do setor. Seu conceito engloba uma série de classificações, podendo variar entre instituições. O conceito usado pela FGV considera a inadequação estrutural das moradias, incluindo as rústicas ou improvisadas, e a coabitação, isto é, mais de uma família ocupando a mesma residência. Em um estudo da FGV Projetos (2009) estimou-se o déficit habitacional brasileiro de 2008 em 5,772 milhões de moradias, sendo 3,552 milhões por moradias

inadequadas e o restante pela coabitação. Ademais, 90% deste total estão concentrados em famílias com renda até três salários mínimos, resultado a ser considerado na elaboração de políticas para desenvolvimento do sistema.

Analisando os dados geograficamente, observamos que as regiões nordeste e sudeste são responsáveis pela maior parte do déficit, embora por motivos diferentes. Levando em consideração uma terceira classificação de déficit, a de ônus excessivo com aluguel<sup>5</sup>, constatamos que a região sudeste, onde se localizam os maiores centros urbanos, o déficit causado por este terceiro motivo é o maior de todos. Já na região nordeste, que apresenta um grau de desenvolvimento menor, a habitação precária e a coabitação representam a maior parte do déficit.

A questão do déficit habitacional também engloba o ramo da infra-estrutura e saneamento, nos levando a constatar que, para diminuir o déficit habitacional promovendo moradias com boas condições, seria preciso forte investimento nesses setores.

Portanto, verificamos que o problema relacionado ao déficit deve ser levado em conta na elaboração de políticas para o desenvolvimento do setor, principalmente no que diz respeito à concessão de subsídios, dado que a maior parte é relacionada com famílias de baixa renda. Além disso, a infra-estrutura necessária para que essa redução aconteça de forma organizada surge como oportunidade para aumentar a taxa de investimento em relação ao PIB, que é muito baixa, mesmo em comparação com outros países emergentes.

#### 4.4 Experiências Internacionais

Em função do sucesso de sua consolidação, o caso chileno é o que mais ilumina a discussão do caso brasileiro, possuindo elementos que podem contribuir em muito para seu aprimoramento. Em virtude das semelhanças na história social e na magnitude do déficit habitacional, também será estudado o setor habitacional mexicano, mais particularmente sua política habitacional.

##### 4.4.1 México

Até a crise financeira mexicana de 1995, as instituições financeiras eram responsáveis por grande parte dos empréstimos habitacionais. A eclosão da crise ocasionou

---

<sup>5</sup> Este item está presente no conceito de déficit da Fundação João Pinheiro e corresponde ao número de famílias urbanas com renda familiar até três salários mínimos que despendem 30% ou mais de sua renda com aluguel.

a falência de inúmeras instituições e deixou muitas outras em situação difícil, resultando na estatização de parte delas. Após a reorganização do setor, as mesmas foram abertas à privatização e muitas foram adquiridas por grupos estrangeiros.

Antes disso, porém, ocorreram reformas importantes, que foram determinantes para o desenvolvimento do mercado imobiliário mexicano. Em 1963, o Banco do México criou o Fundo de Operação e Financiamento Bancário à Moradia (FOVI), cuja principal função era promover a construção e melhoria das moradias de interesse social, além da concessão de crédito por meio de bancos privados. Em 1972, uma reforma constitucional impôs a obrigatoriedade dos empresários de aportar recursos para a formação de um Fundo Nacional de Moradia e de estabelecer um sistema de financiamento com crédito acessível para a compra de casas pelos empregados. Dessa forma, surgiu o Fundo Nacional de Moradia para os Trabalhadores (Infonavit), no qual é depositado quinzenalmente, pelo empregador, 5% do salário do trabalhador. A obrigatoriedade de cada trabalhador participar dos fundos e a reforma do sistema previdenciário, direcionando recursos para fundos de pensão privados, estimularam a formação de um volume importante de recursos disponíveis para créditos de longo prazo.

Em 2001, a denominação FOVI foi alterada para Sociedade Hipotecária Federal (SHF), renovando seu objetivo primário e visando também o desenvolvimento do mercado secundário. A SHF origina créditos imobiliários por meio das Sociedades Financeiras de Objeto Limitado (Sofoles), que oferecem garantias, mas não fornecem crédito diretamente ao mutuário. O resultado até o momento tem sido bastante positivo: o montante emitido de instrumentos financeiros lastreados por hipotecas passou de 596 milhões de pesos em 2003 para 154 bilhões em 2009.

O quadro habitacional crítico, com o qual o país se depara ainda hoje – estima-se um déficit habitacional de cerca de seis milhões de unidades - fez com que fosse elaborado, também em 2001, um plano habitacional estratégico visando a reverter esta situação. Em uma primeira etapa, o objetivo era organizar e ampliar a oferta de crédito. Na segunda, projetou-se a ocupação do solo e a infra-estrutura necessária para que a evolução se desse de forma organizada. A última fase consistiria na redução dos custos de operação.

Este programa foi baseado em dois pilares: o subsídio direto para a compra de moradia pela população de baixa renda e o crédito para melhoria física da habitação. Assim

como no Brasil, o déficit mexicano é fortemente concentrado nas camadas mais pobres, justificando o foco do programa. Vale notar que o projeto conta com aporte do governo federal, do beneficiário e com a participação do governo local, através de estudos e de provisão de infra-estrutura.

O desenho da política habitacional também levou em consideração a atuação das instituições privadas e do sistema financeiro, a fim de direcionar os diferentes recursos de acordo com os distintos grupos de renda, para que se tenha uma alocação mais eficiente. Por exemplo, o principal objetivo do Infonavit é atender o público com renda em torno de quatro salários mínimos, de modo que quanto maior a faixa de renda, menor o percentual de crédito obtido, estimulando o mutuário a buscar financiamento em outras instituições.

Ainda em relação a esse fundo, vale observar que a concessão de crédito se dá através de um sistema de pontuação dado aos trabalhadores, dependendo de sua renda, número de dependentes familiar, tempo de contribuição, idade e poupança voluntária. Com isso, o governo diminui o problema de assimetria de informação e melhora a qualidade do crédito. Desde 2002, o Infonavit passou a financiar também imóveis usados, estimulando o mercado secundário. O sucesso do sistema o tornou principal originador de créditos imobiliários no país, fazendo com que, a partir de 2006, passasse a emitir operações de securitização de crédito, com o objetivo de captar recursos adicionais diretamente do mercado de capitais.

Além disso, a estabilidade da economia e do sistema financeiro no período recente, bem como as taxas de juros reduzidas, também foram fatores determinantes para o desenvolvimento do mercado.

Assim sendo, a nova estrutura institucional permitiu o aprimoramento do sistema habitacional mexicano. O investimento em construção tem crescido consideravelmente e o crédito também foi ampliado. Ademais, o sistema conta com fontes mais sólidas de financiamento e o mercado secundário tem avançado bastante. Todavia, o país ainda conta com elevado déficit habitacional a ser corrigido, e a securitização de hipotecas, que vinha apresentando bom crescimento, perdeu ritmo com a crise financeira a partir de 2008. É necessário que volte à tendência anterior para se consolidar. Além disso, o fato de ser feita majoritariamente por entidades públicas como o Infonavit gera preocupação, sendo necessária a maior participação do setor privado no segmento.

#### 4.4.2 Chile

O fortalecimento do mercado habitacional do Chile está ligado às reformas institucionais após a década de 70, mas o período 1959-1970 também foi bastante importante, pois aí prosperou o Sistema de Poupança e Empréstimo (Sinap).

O sucesso deste sistema estava diretamente associado à correção monetária para operações de longo prazo e às Associações de Poupança e Empréstimo (AAP), que emitiam títulos hipotecários corrigidores monetariamente que, por sua vez, eram transacionados no mercado secundário. A partir de meados da década de 70, o sistema entrou em declínio. Brollo (2004) ressalta que sua perda de vigor se deu por i) problemas de fluxos, ou seja, a captação diminuiu em função da recessão e da consequente perda de poder aquisitivo da população; ii) pelo descompasso entre os prazos de aplicação e captação; e iii) pela política econômica, caracterizada por forte aumento da intervenção estatal e restrições à alocação de portfólio e subsídios, que provocaram inúmeras distorções no mercado financeiro.

A partir de 1976, uma série de reformas institucionais foi introduzida na economia chilena, dentre elas, a de financiamento habitacional. As reformas neste sistema, marcada pelo fim do controle das taxas de juros e pela autorização aos bancos para realizarem todas as operações de intermediação financeira, tiveram como objetivo a geração de instrumentos e recursos que fossem capazes de intermediar a oferta e demanda de crédito.

Antes, o sistema era limitado à captação de poupança das famílias no curto prazo, enquanto o novo modelo buscava ampliar e diversificar os empréstimos à casa própria. Este tinha como base a concessão de créditos reajustáveis pela Unidade de Fomento (UF), indexador de inflação. Os principais instrumentos criados foram as Letras de Crédito Hipotecário (LCH) e os Mútuos Hipotecários Endossáveis (MHE).

As LCHs são emitidas por bancos comerciais com valor nominal, prazo de resgate e taxa de juros iguais às do contrato de empréstimo que as gerou. São isentas de impostos na transação e são livremente negociadas na bolsa de valores do Chile, desenvolvendo o mercado secundário de títulos do país.

Os MHE são títulos que podem ser negociados continuamente, mas que não necessitam de colocação no mercado secundário, fazendo com que seus valores não dependam da valorização do mercado. Assim, são usados para financiamentos de imóveis com valores mais elevados e contam como principal demandante as companhias de seguro.

A reforma previdenciária chilena também teve papel essencial na consolidação do sistema, no sentido que foi responsável por grande geração de demanda para os títulos hipotecários e securitizados criados: os fundos de pensão, que representavam 39% do PIB em 1999, hoje atingem mais de 60% do PIB e são autorizados a direcionar até 50% de seu valor para letras hipotecárias, 10% em fundos de investimento imobiliário e 10% em bônus titularizados.

Em 1994, o país deu mais um passo na direção do desenvolvimento da securitização com a introdução de uma lei que estabelecia a obrigatoriedade da classificação de risco dos títulos securitizados e a formação de um patrimônio à parte para cada emissão de título. Mesmo assim, o desenvolvimento da atividade securitizadora foi lento nos primeiros anos, principalmente se comparado com o mercado primário de hipotecas.

Em relação à política social chilena, houve preocupação desde o início em facilitar o acesso à moradia para parte da população com baixa renda, que praticamente não possui acesso ao mercado financeiro. O subsídio governamental é baseado em dois princípios: o da equidade – garantindo o acesso universal ao sistema – e o da progressividade, isto é, determina subsídios maiores conforme o grau de pobreza aumenta. Há, ainda, um terceiro muito relevante, que estabelece uma poupança prévia por parte da família para a qual a ajuda será fornecida. Este compromisso tem por fim: 1) revelar a capacidade de pagamento da família, bem como seu comprometimento, diminuindo a preocupação com a seleção adversa; 2) constituir numa espécie de custo para o recebimento do subsídio, mitigando o problema de risco moral; e 3) diminuir a necessidade de financiamento, uma vez que a poupança consistirá em parte do pagamento.

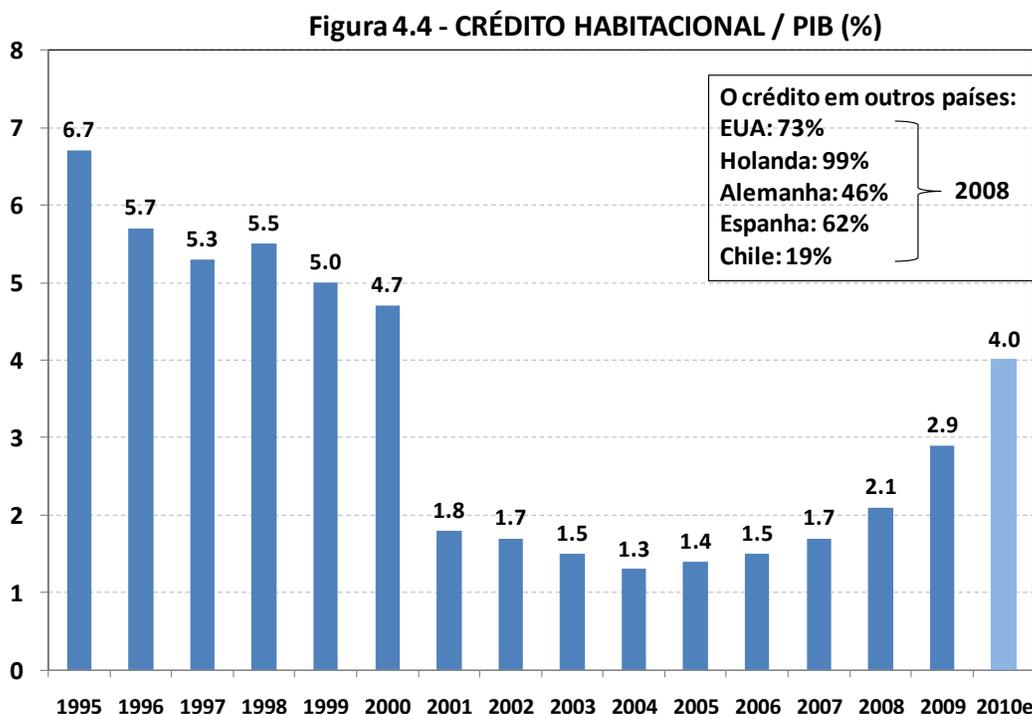
Vale chamar atenção ao fato de que o governo chileno também conta com planos de subsídios para a população rural, a fim de evitar a migração do campo para a cidade, o que poderia acarretar ocupação desorganizada, aumentando o déficit habitacional.

Naturalmente, o modelo chileno enfrenta alguns problemas. Um deles é a necessidade de fortalecer o mercado secundário de imóveis, a fim de diminuir o problema de liquidez associado a certos ativos imobiliários e, com isso, não comprometer seu desenvolvimento. Outro problema é o *trade-off* dentro do programa de subsídio. Se, de um lado, a exigência da poupança diminui a inadimplência, de outro, limita o acesso ao crédito subsidiado, geralmente discriminando em favor de pessoas solteiras ou de famílias com duas pessoas.

Isso acontece pois as condições para a concessão do auxílio se torna mais restrito conforme o tamanho da família aumenta, ao mesmo tempo em que a própria formação de poupança prévia se torna mais difícil.

#### 4.5 Considerações para o desenvolvimento do mercado brasileiro

A história do sistema imobiliário brasileiro e a análise de experiências internacionais, brevemente descritas acima, nos permitem identificar carências e pontos de estrangulamento do financiamento habitacional no Brasil. O gráfico a seguir ilustra a incipiência do crédito habitacional, indicando que ainda há necessidade de desenvolvimento.



Fonte: Abecip

Apesar da instabilidade macroeconômica e do elevado patamar de juros terem contribuído para a perda de dinamismo do SFH, características intrínsecas ao próprio foram fatores determinantes para que isto ocorresse. A captação de recursos de curto prazo para empréstimos de longo prazo é um fator de instabilidade inerente ao sistema, além de que o modelo desenhado tem sua capacidade de empréstimo limitado ao tamanho desse *funding*, que é a poupança. Em muitos aspectos já houve evolução, mas as necessidades habitacionais e o potencial de desenvolvimento do setor justificam uma intensa pesquisa

para seu aperfeiçoamento, principalmente em um cenário que a poupança tenha sua remuneração reduzida.

Para isso, é necessário, mas não suficiente, um ambiente propício, caracterizado por crescimento e inflação controlada. Esse aspecto se mostra importante pois esse tipo de financiamento depende, principalmente, de duas variáveis chave: juros e renda. Assim, qualquer política monetária e fiscal que venha a diminuir a pressão sobre a taxa de juros – e aqui, destaca-se a importância do estancamento dos gastos do setor público, como observado no primeiro capítulo – terá efeitos positivos sobre o financiamento imobiliário. O Brasil já avançou bastante nesse pré-requisito, faltando desenvolver políticas adequadas para o aprimoramento do setor.

O maior objetivo a ser atingido é fazer a conexão entre os maiores poupadores da nossa economia demandantes de ativos de longo prazo, como os fundos de pensão, com os demandantes de crédito imobiliário. Há, entretanto, muitas considerações a se levar em conta no momento em que uma reformulação for feita.

Alguns aspectos pontuais podem dar maior sustentabilidade ao sistema, como o fortalecimento do arcabouço regulatório (a maioria dos contratos é atrelada às normas antigas, que exigiam hipoteca como garantia, ao invés da alienação fiduciária), além da rápida desburocratização das operações de concessão de crédito e da redução de custos e impostos incidentes sobre as operações, que poderiam melhorar a transparência e servir como incentivo à securitização.

Ademais, para um desenvolvimento mais rápido do mercado de securitização, os diversos indexadores dos contratos devem ser padronizados. Como já mencionado, essa diversificação de parâmetros dificulta a união de diversos indicadores, cláusulas e sistemas de amortização em uma única emissão, representando um entrave ao dinamismo do segmento.

Dito isso, a ampliação das formas de captação, com a incorporação de novos *players* no mercado, é essencial para a dinamização e consolidação do sistema e maior atendimento das classes média e alta. Nessa questão, os fundos de pensão aparecem como potenciais candidatos em função da sinergia entre seus interesses e os do segmento imobiliário. Contudo, em dezembro de 2009, o montante acumulado dos fundos era da ordem de R\$ 500 bilhões, ou 17% do PIB, mas os ativos imobiliários correspondiam a 3,4% do total

apenas. Longe de ser um resultado positivo, a aprovação da resolução nº 3.792 pelo Conselho Monetário Nacional, em setembro de 2009, visou melhorar, dentre outros objetivos, a perspectiva da integração dos dois segmentos, ao ampliar a liberdade e responsabilidade dos fundos na gestão de seus recursos.

Dentre as modificações, destacam-se: i) o limite de alocação em 20% para CRIs e CCIIs (antes, o limite variava de 10%-20%) e; ii) criação de mais dois segmentos de investimentos: investimentos no exterior e investimentos estruturados, classificação para a qual os Fundos de Investimentos imobiliários (FIIs) migraram, não fazendo mais parte do segmento imóveis (que teve sua cota inalterada em 8%) e, assim, abrindo espaço a um maior direcionamento de crédito para o setor. A nova modalidade de segmento estruturado teve seu limite de alocação estabelecido em 20%, com um sub-limite individual de até 10% em cotas de FIIs.

Entretanto, uma análise do balanço consolidado dos fundos de pensão brasileiros nos permite constatar que o problema não está na legislação: antes dessas mudanças ocorrerem, os fundos destinavam uma proporção ao segmento imobiliário muito menor do que lhes era permitido. Como já observado, isso se deve em grande parte pelo fato dos títulos públicos apresentarem rendimento elevado e serem muito mais líquidos e tradicionais. De qualquer modo, podemos verificar o potencial que os fundos de pensão possuem como fonte de financiamento para o setor habitacional. Para isso, o quadro a seguir foi elaborado utilizando o balanço consolidado dos fundos de pensão da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), cujos ativos correspondem a 96% do patrimônio total do setor.

A tabela nos mostra que o percentual dos fundos destinados à linha imobiliária corresponde somente a 3,43% do total, distribuído pelo segmento imóveis, pelos fundos imobiliários e pelos CRIs e CCIIs. Com a mencionada mudança, o potencial adicional total, isto é, o quanto é permitido pelas novas regras e ainda não foi utilizado atinge R\$ 232,8 bilhões, ou 7,9% do PIB. Obviamente, isto não seria um cenário desejável, pois os fundos teriam que concentrar mais 46% dos recursos dos fundos para o setor, nem realístico, pois os estoques totais de CRIs e CCIIs são muito menores do que o valor limite permitiria. Assim sendo, a última linha considera um cenário mais plausível: supondo que os fundos do Brasil alocassem 17% de seus ativos para a linha imobiliária, teríamos que aumentar sua

participação no total dos fundos em 13,57% do total, representando um adicional de R\$ 67,9 bilhões de reais, ou 2,3% do PIB.

**Tabela 4.1 - Potencial dos Fundos de Pensão como Fonte de Recursos**

		Total Fundos (R\$ bi)	% Fundos	% PIB <sup>1</sup>
		500	100%	17.0%
Imóveis	Hoje	15.00	3.00%	0.51%
	<i>Potencial Adicional</i>	25.00	5.00%	0.85%
Fundo Imobiliário	Hoje	1.00	0.20%	0.03%
	<i>Potencial Adicional</i>	49.00	9.80%	1.67%
CRI	Hoje	0.55	0.11%	0.02%
	<i>Potencial Adicional</i>	79.45	15.89%	2.70%
CCI	Hoje	0.60	0.12%	0.02%
	<i>Potencial Adicional</i>	79.40	15.88%	2.70%
Cenário Atual		17.15	3.43%	0.58%
<i>Potencial Adicional Total</i>		232.85	46.57%	7.92%
<b>Adicional Cenário Estimado</b>		<b>67.85</b>	<b>13.57%</b>	<b>2.31%</b>

<sup>1</sup>Memória de Cálculo: PIB: R\$ 2941 bi

Além disso, a análise de experiências internacionais permite algumas sugestões acerca de como deve ser feita a adequação das políticas habitacionais, levando em consideração as diferentes realidades dentro do país.

Em primeiro lugar, deve ser ressaltado que, independente das especificidades dos países, há um elemento comum nessas experiências: ambas sustentam investimentos em habitação muito superiores ao do Brasil, contribuindo para o desenvolvimento do setor e para a formação de capital dessas economias.

Também deve ficar claro que não há um meio de reduzir o déficit habitacional sem a participação do governo através de políticas de subsídios. Isso porque o déficit está inteiramente concentrado na parcela da população com baixo poder aquisitivo, que não consegue arcar com os juros cobrados pelo mercado e é mais sensível a crises econômicas. Essa situação aumenta o risco do crédito, afastando qualquer atuação privada neste segmento. Sendo assim, o sistema vigente no Brasil precisa ser remodelado de modo que apenas a população de baixa renda tenha acesso ao benefício, ao contrário do que acontece hoje com a ausência de taxaço na poupança. Dos casos analisados, podemos ainda incorporar a idéia da exigência de compromisso prévio por parte do mutuário presente nos modelos chileno e mexicano, além de critérios como número de dependentes, e da concessão de crédito inversamente proporcional à faixa de renda, a fim de estimular uma

alocação mais eficiente dos recursos. Para reduzir custos operacionais, poderia ainda acoplar este programa ao bolsa-família, que já faz este tipo de análise.

Uma possibilidade que se verifica é a extensão do programa “Minha Casa, Minha Vida (MCMV)”, com algumas modificações. Este programa do governo tem como meta reduzir o déficit habitacional, mas limita-se a um milhão de casas, sendo que apenas 400 mil são direcionadas para a faixa de renda 1-3 salários mínimos. Como sabemos, 90% do déficit está concentrado nesta camada, confirmando a necessidade de medidas adicionais.

Modificando alguns parâmetros e incorporando outros, podemos chegar no seguinte modelo de subsídio<sup>6</sup>:

- O programa seria voltado, em um primeiro momento, apenas para famílias com renda 1-3 salários mínimos;
- O subsídio seria concedido apenas uma única vez, sendo feito cadastro dos beneficiários do programa;
- O mutuário não poderia possuir casa própria ou algum financiamento imobiliário;
- O subsídio do governo seria de, no máximo, R\$ 17.000,00;
- Deveria ser exigida uma poupança prévia, apenas simbolizando o compromisso como no caso do Chile, dado o nível de renda das famílias. Esta poupança poderia equivaler a, no mínimo, 2% do valor do imóvel e também serviria como *down payment*;
- Por fim, as parcelas não devem exceder 10% da renda das famílias.

A tabela abaixo ilustra uma situação levando em consideração esses parâmetros e tendo como base uma família com renda familiar de dois salários mínimos. O sistema de amortização usado é o da Tabela Price, mais adequado pela previsibilidade das parcelas fixas. Certamente, o volume de subsídio requerido é grande e o Brasil também possui outros setores importantes com carência, como o educacional, mas parte deste subsídio poderia ter origem na alteração do modelo atual, calcado na ausência de tributação da poupança.

---

<sup>6</sup> Ressalta-se que os números referentes a este modelo são apenas sugestões com base em um programa já estabelecido (MCMV), de modo que deve ser feito um estudo aprofundado, que foge do escopo deste trabalho, para obtermos seus valores adequados.

**Tabela 4.2 - Desenho de Política Habitacional**

<b>Inputs</b>	
Renda Familiar (2 S.M.)	R\$ 1,080.00
Salário Mínimo	R\$ 540.00
Valor do Imóvel	R\$ 57,000.00
Down Payment do Mutuário	2.0%
Prazo em anos	30
<b>Output</b>	
Pagamento até as chaves ( <i>down payment</i> )	R\$ 1,140.00
Valor Financiado	R\$ 38,860.00
Total Pago	R\$ 38,860.00
Faixa Inserida	0 a 3 SM
Parcela Máxima para o financiamento	R\$ 108.00
Valor das Parcelas	R\$ 107.94
Mutuário	R\$ 107.94
Governo	R\$ -
Desembolso do Mutuário por casa (R\$)	R\$ 38,860.00
Subsídio do Governo por casa (R\$)	R\$ 17,000
Seguro mensal	R\$ -
Prazo em meses	360
Subsídio Máximo Permitido	R\$ 17,000

As considerações feitas até aqui nos levam a perceber que ao lado da criação de novas modalidades de financiamento, como os CRIs, LCIs e CCIs, foram instituídos elementos de crucial importância para ampliar as garantias e segurança dos participantes do mercado, como a alienação fiduciária, que ajudaram a consolidar a base para o desenvolvimento do setor. Ao mesmo tempo, o país encontra-se em um contexto favorável de expansão de renda, inflação controlada e queda na taxa de juros, além da inadimplência ter regridido para 2.56% em 2009 (de 12.02% em 2000). Entretanto, o elevado déficit habitacional e a baixa securitização são reflexos claros de que o sistema não está funcionando como deveria.

Embora a queda nas taxas de juros para níveis reais de 3%-4% se configuraria como melhor impulsionador do segmento imobiliário, sabemos que isto não é viável no curto prazo. Desse modo, o aprimoramento do setor, que tem potencial para desenvolver o mercado financeiro, melhorar a infra-estrutura e aumentar a taxa de investimento, deve ser uma das prioridades na pauta do governo, em especial no que diz respeito ao aumento da liquidez do mercado secundário, principal alternativa à poupança. Isso permitiria anos de crescimento elevado, assim como um crescimento mais sustentável no futuro.

## 5. Conclusão

Este trabalho pretendeu investigar a necessidade da redução do rendimento da poupança e analisar o mercado imobiliário brasileiro, ressaltando-se a importância de alternativas de *funding*. Tal questão se mostra importante na medida em que se verifica a incompatibilidade de sua atual remuneração com o cenário de convergência da taxa de juros, além do crédito imobiliário ter sua grande fonte de financiamento neste instrumento. Ademais, a poupança possui recursos limitados, principalmente se considerarmos o forte crescimento da demanda por crédito imobiliário recentemente, e a queda em seu retorno diminuiria sua atratividade para novas captações.

Para atingir o objetivo, foi discutida, em um primeiro momento, a queda da taxa de juros brasileira nas últimas décadas. Mostrou-se que, após importantes mudanças institucionais - como o Plano Real e a adoção do sistema de metas para inflação - a SELIC e a inflação apresentaram tendência de queda e menor volatilidade.

Em seguida, procurou-se demonstrar a mencionada incompatibilidade. A convergência da taxa de juros é benéfica e essencial para o desenvolvimento do mercado imobiliário, mas a poupança, por ser um instrumento caro como fonte de captação e por atrair recursos dos fundos de renda fixa conforme a SELIC atinge patamares mais baixos, impossibilitaria sua queda para níveis mais adequados. Como alternativa, sugeriu-se a manutenção da atual sistemática *juros fixos + atualização*, a fim de facilitar a transição dos contratos, mas com a redução da parte fixa e a substituição do atual fator de atualização, a TR, pelo IPCA, como forma de assegurar a rentabilidade real da aplicação.

Por fim, foi feito um estudo do mercado imobiliário brasileiro. Analisou-se sua evolução, abordando os sistemas vigentes com o intuito de identificar não só seus potenciais, mas também seus pontos de estrangulamento. Também foi feita uma breve análise de experiências de países similares ao Brasil, como México e Chile, com o objetivo de considerar os modelos e políticas que fizeram com que esses países desenvolvessem seus mercados imobiliários. Finalmente, levando em conta o que foi exposto, foram feitas considerações para o aprimoramento do setor no Brasil, como a adequação e o potencial dos fundos de pensão como fonte alternativa de financiamento e a necessidade de políticas habitacionais para a população de baixa renda.

De um modo geral, foi observado que, apesar do progresso no segmento habitacional, este ainda possui grande potencial a ser desenvolvido, e este desenvolvimento está diretamente ligado a resolução dos entraves associados a sua fonte de financiamento. Por fim, como desdobramento futuro dessa linha de pesquisa, fica a sugestão de estudos mais precisos sobre as possíveis fontes alternativas de financiamento para o segmento.

## Bibliografia

1. FRAGA, A. ; GOLDFAJN, I. ; MINELLA, A. (2003). *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*. Working Paper Series 76. Banco Central do Brasil. Junho de 2003.
2. ROGER, S. (2010). *Inflation Targeting Turns 20*. FMI. Março de 2010.
3. FRAGA, A. (2009). Dez Anos de Metas para Inflação. XI Seminário Anual de Metas para a Inflação. Banco Central do Brasil. 14 e 15 de Maio de 2009.
4. A Determinação da Taxa de Juros no Brasil. Banco Central do Brasil. Fevereiro de 2007.
5. BINYAMINI, A. ; ECKSTEIN, Z. ; FLUG, K. (2008). *The Evolution of Monetary-Policy Strategy and Exchange-Rate Regime in Israel*. Banco Central de Israel. 19 de Junho de 2008.
6. VALDÉS, R. (2007). *Inflation Targeting in Chile: Experience and issues*. Banco Central do Chile. 28 de Fevereiro de 2007.
7. KOHLER, M. (2009). Alterações nas Regras da Poupança: Cuidados e Recomendações. Textos para discussão. Senado Federal. Brasília, 58, maio de 2009.
8. VALPASSOS, M. ; CARNEIRO, D. (2003). Financiamento para Habitação e Instabilidade Econômica: Experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003. 200p.
9. CASTELO, A.M. et al. (2007). O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios. FGV, São Paulo, Março de 2007.
10. FRANÇA, L.A. (2010). Fontes de recursos de Financiamento: a complementação dos recursos da poupança e FGTS no crédito imobiliário. Maceió, junho de 2010.
11. Implementação do S.F.I. e Securitização no Brasil. ABECIP e SECOVI. Agosto de 2010.
12. *Mortgage Market in Mexico: Evolution, Strategy and Challenges Ahead*. Sociedad Hipotecaria Federal. Fevereiro de 2009.
13. GIMBIAGI, F. ; NASCIMENTO, M. (2008). Prestações da Casa Própria com Diferentes Taxas de Juros e Crédito Imobiliário: Exercícios e Simulação. Revista do BNDES, V. 15, N.30, P.181-206. Dezembro de 2008

**Fonte de Dados**

Abecip

Banco Central do Brasil

Banco Central do Chile

Banco Central de Israel

Bloomberg

Ecwin

FMI