



LEONARDO LANDGRAF SANTA MARIA

**MERCADO IMOBILIÁRIO *VERSUS* RENDA FIXA:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA.**

Trabalho apresentado ao curso MBA em Gestão Estratégica Empresarial, Pós-Graduação *lato sensu*, Nível de Especialização, do Programa FGV Management da Fundação Getulio Vargas, como pré-requisito para a obtenção do Título de Especialista.

José Carlos Franco de Abreu Filho

Coordenador Acadêmico Executivo

Theodomiro S. M. Delpim

Orientador

Londrina-PR

2015

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

PROGRAMA FGV MANAGEMENT

MBA EM GESTÃO ESTRATÉGICA DE EMPRESAS

O Trabalho de Conclusão de Curso

Mercado Imobiliário *versus* Renda Fixa

Elaborado por Leonardo Landgraf Santa Maria e aprovado pela Coordenação Acadêmica, foi aceito como pré-requisito para a obtenção do certificado do Curso de Gestão Estratégica de Empresas da Fundação Getúlio Vargas.

Londrina, 10 de Agosto de 2015.

José Carlos Franco de Abreu Filho

Coordenador Acadêmico Executivo

Theodomiro S. M. Delpim

Orientador

TERMO DE COMPROMISSO

O aluno Leonardo Landgraf Santa Maria, abaixo assinado, do curso de MBA em Gestão Estratégica de Empresa, Turma LD 3/13-Londrina, do Programa FGV Management, realizado nas dependências da instituição conveniada ISAE, no período de Outubro/2013 a Junho/2015, declara que o conteúdo do Trabalho de Conclusão de Curso intitulado **Análise do Mercado Imobiliário como fonte de Investimento em comparação a alternativas de Renda Fixa**, é autêntico e original.

Londrina, 10 de Agosto de 2015.

Leonardo Landgraf Santa Maria

Dedicatória:

Dedico este trabalho e principalmente o curso aos meus pais, minha esposa, a todos os professores que fizeram deste curso o melhor investimento da minha vida, em especial ao professor Theodomiros S. M. Delpim, por todo auxílio, atenção e suporte, e pelo Banco PAN pela confiança, auxílio e bolsa subsídio no valor do curso.

Resumo

Diante do cenário atual da economia, estagnação no crescimento, aumento crescente do desemprego, inflação acima do teto da meta, desconfiança dos consumidores, taxa de juros em patamares elevadíssimos, encarecimento e retração do crédito, aumento do endividamento, e outros tantos indicadores passaram a fazer parte do dia-dia das famílias, prejudicando vários segmentos, entre os mais afetados é o mercado imobiliário.

Aumento da inadimplência, crescimento constante dos distratos, retração na demanda e aumento da oferta (empurrando os preços dos imóveis pra baixo) fizeram a hipótese de existência de uma bolha imobiliária ser um dos assuntos mais debatidos entre os agentes e dividindo opiniões de especialistas.

O mercado imobiliário, até então um “porto seguro” para qualquer crise, deu sinal de enfraquecimento, colocando em cheque toda sua segurança e atratividade que demonstrara ao longo da última década. Afinal investir em imóveis ainda é um bom negócio? O retorno com aluguel vale a pena? A valorização do bem ainda compensa?

Em vias contrárias, o mercado de renda fixa, beneficiado pelo aumento da Selic vem tomando o posto de preferido entre os investidos, causando uma fuga dos recursos da caderneta de poupança nunca vista desde o início da série histórica.

Palavras Chave: Mercado Imobiliário, Renda Fixa, Investimento, Economia.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
3. METODOLOGIA	59
4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	60
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	64
6. CONCLUSÕES	65
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67
8. ANEXOS	68

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro viveu, na última década, um momento único: uma legislação moderna, capaz de reduzir a burocracia nas operações e de melhorar as garantias; inflação e desemprego sob controle; mercado de capitais disposto a bancar o crescimento e, por fim, um consumidor ávido para desembarcar com sua mudança numa casa novinha. O resultado foi um aumento de 900% no número de unidades financiadas com recursos da Caderneta de Poupança, de pouco mais de 53 mil em 2004 para mais de 538 mil em 2014, o valor financiado saltou de R\$ 1,7 bilhão em 2002 para R\$ 113 bilhões em 2014, segundo a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip, 2015).

Mas voltemos no tempo. A construção da Era de ouro do mercado imobiliário brasileiro começou ainda no fim da década de 1990, com a aprovação, em 1997, da figura da Alienação Fiduciária (Lei 9.514), que proporcionou maior segurança aos credores na execução das garantias. Antes, recorria-se às hipotecas, um instrumento que dá margem a uma enxurrada de ações na Justiça, postergando a execução das garantias. Com a alienação, toda a execução da garantia passou a ser extrajudicial, permitindo agilidade no processo e diminuindo a insegurança jurídica que impedia que um volume maior de recursos fosse destinado para o crédito habitacional.

Na virada dos anos 2010, no entanto, o mercado já apresentava sinais de mudança de cenário: com um grande número de lançamentos e preços elevados, começou a aumentar o número de distratos (cancelamento de compras), especialmente em duas situações: (a) investidores interessados em ganhar com a alta dos preços e que compravam e (b) compradores que passavam pelo crivo das construtoras, mas, no momento do repasse, eram reprovados pela análise de crédito mais específica dos bancos, tendo de entregar os imóveis.

Os distratos, por sua vez, aumentaram o estoque, segundo o Sindicato da Habitação de São Paulo (Secovi-SP, 2015), o estoque aumentou de 7,8 mil unidades em agosto de 2010 para 14 mil em agosto de 2011. Hoje, são 28 mil unidades em estoque.

Os recursos da caderneta de poupança também foram diminuindo e os bancos passaram a ter de buscar outras fontes de funding, especialmente as chamadas Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), captados junto ao mercado, mas com taxas mais altas, aumentando o custo geral das operações. Esse

descasamento vem aumentando na medida em que, com a alta da Selic, a caderneta de poupança se torna um investimento menos atrativo na comparação com outras aplicações, principalmente a Renda Fixa, que passou a ser o investimento da vez, já que oferece tanta segurança quanto, liquidez e rentabilidade que ultrapassam o dobro da poupança, o que vem provocando migração de recursos. No primeiro semestre, segundo o Banco Central, os saques superam os depósitos em R\$ 38,5 bilhões. Nessas circunstâncias, as instituições têm de aumentar os juros – acompanhando as altas da Taxa Selic – e diminuir os valores financiados, agravando ainda mais a situação.

Investir em imóvel ainda é o negócio mais rentável e seguro atualmente? Ganhar na valorização do bem ou retorno do aluguel? Existe outras fontes de investimento mais atraente que o aluguel? O mercado de locação ainda tem alta liquidez? Afinal, Mercado Imobiliário ou Renda Fixa, qual a melhor opção?

Embora o mercado de imóveis seja altamente ineficiente em termos de informações, não há cotações em tempo real, como é feito no mercado de capitais, há muitos estudos e formas de se calcular os custos de se comprar um imóvel e o retorno sobre o investimento, fazendo uma comparação com o retorno adquirido com a renda fixa e seus determinados papéis e títulos.

O objetivo deste trabalho é encontrar as respostas para as perguntas acima, analisando o perfil dos investidores atuais (entenda investidor o simples fato de poupar), o nível de conhecimento e a forma de pensar em sua tomada de decisão na hora de aplicar seus recursos, saber com o nível de conhecimento e interesse do poupador atual sobre o tema Investimento e expor os prós e contras de cada mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. HISTÓRIA DO MERCADO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

A década de 60, que pretendia ser uma década mais industrializada, foi o tímido estopim do mercado imobiliário no Brasil. Até então as construções não eram em escala produtiva. Podemos generalizar, porque nessa época é que se iniciou o crescimento dos grandes centros urbanos, como São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Brasília. Em decorrência do crescimento da população, as pessoas, por falta de opção, moravam mal e distante de seu trabalho. Não existia financiamento de casa própria, comprar uma casa própria, para a maioria da população, era um sonho distante (FILHO, 2009, p.31).

Nessa época, a possibilidade de financiamento para aquisição de casa própria era privilégio daqueles que, por inscrição antecipada nos seus institutos de previdência, conseguiam adquirir um imóvel para pagamento parcelado em conjuntos habitacionais que ensaiavam seus primeiros passos no mercado imobiliário.

O problema habitacional e de deslocamento até a década de 50 era tão grave que empresas construía seus próprios conjuntos habitacionais para funcionários. O governo Jânio Quadros foi um fiasco e com sua renúncia veio João Goulart – o Jango, seu vice, os motivos políticos não nos interessam no caso, mas Jango não era benquisto pelas elites e o povo estava muito cansado de discursos. Jango era muito considerado à esquerda, a revolução militar então aconteceu (FILHO, 2009, p.31).

Com a instalação do governo militar, muitos problemas nas áreas financeiras, fiscal, de saúde e moradia vieram à baila e um deles era o problema habitacional. Fazer um planejamento habitacional no papel era relativamente fácil, o complicado seria conseguir os recursos para desenvolver os planos. O déficit habitacional na época era considerado como em torno de dez milhões de habitações. Habitações simples, não se contavam as habitações do tipo padrão médio alto e alto, o assunto era sério greve e grave, enfim, era necessário planejar. (FILHO, 2009, p.32).

Para Filho (2009, p.33) “Por volta da década de 70, algumas construtoras iniciaram obras de construções de edifícios, todavia, com financiamento dos próprios compradores,

essas obras eram normalmente em terrenos bem localizados e os preços eram bastante atraentes, bem abaixo dos de outros edifícios assemelhados”. A venda acontecia rapidamente e os compradores imaginavam que os prazos combinados seriam cumpridos, grande ilusão!

Esses contratos previam que os compradores faziam parte de um grupo que tomariam decisões em assembleias próprias, nessas assembleias bem preparadas por aqueles construtores, levantava-se a situação da obra e novos valores eram solicitados e decididos, novos aporte de recursos era então colocado para andamento da obra que, em alguns casos, demorava anos e anos para terminar. Aqueles que desistiam, por cláusula contratual, perdiam tudo o que haviam colocado, ou faziam acordo nos quais os valores pagos eram devolvidos em percentuais absolutamente baixos, assinava-se um distrato e os construtores ou vendedores vendiam novamente a unidade e tudo começava outra vez. Ganhavam duas ou três vezes, conforme a quantidade de desistências (FILHO, 2009, p.33).

Não havia apoio jurídico para os adquirentes, não havia Código do Consumidor e o Código Civil era o antigo e não havia nenhum tipo de regulação em seus artigos, nessas construtoras de má fé, a quantidade de advogados era sobejamente maior do que a quantidade de engenheiros.

Evidentemente que esse era o retrato de uma época em que a necessidade de se ter um imóvel, casa ou apartamento tornava-se caso de sobrevivência numa sociedade que não produzia habitações suficientes para a demanda.

Neste período de construtores inescrupulosos e aproveitadores da boa-fé da nossa gente, já florescia outra classe de incorporadores que desejavam ser sérios e fazer dos seus clientes futuros admiradores. Era o início das possibilidades de se fazer com um conjunto de casas ou um edifício de apartamentos com financiamento dos recursos do Sistema Financeiro da Habitação – SFH, o qual estava em gestação. Muita coisa se desenvolvia no Sistema Financeiro Nacional (FILHO, 2009, p.34).

Em 1964 foi criado o Banco Nacional de Habitação – BNH. Era o que se denominava um banco de segunda linha, não atendendo o público diretamente. Ele gerava operações de crédito, administrava o FGTS – também criado nesta época – e deu grande apoio a caótica situação de saneamento básico. Era um banco para fomento urbano (FILHO, 2009, p.31)..

Por jogada política e para fazer média com a população que não aguentava os aumentos das prestações dos seus financiamentos por causa da inflação, criada e disseminada

pelo próprio governo, o então presidente Sarney o extinguiu após 22 anos de inestimáveis serviços. Foi como um símbolo para acabar com a inflação, de nada adiantou, pois a inflação e os problemas sociais decorrentes dos aumentos das prestações e dos saldos devedores foram maiores ainda no governo dele. Tudo então que existia de BNH foi encaminhado para a Caixa Econômica Federal (CEF).

Havia ainda nesta época, a necessidade de criação de bancos de investimentos, companhias financeiras para financiar os produtos que a indústria – novos empreendedores – começava a produzir. Enfim, chegava uma nova era no Brasil para o mercado imobiliário: O desenvolvimento. Evidentemente, foram necessários recursos e isso o Brasil conseguiu com relativa facilidade aos bancos internacionais e apoio financeiro dos EUA ao novo governo militar (FILHO, 2009, p.35).

A lei 70/66, que implantou os aspectos jurídicos de execução extrajudicial das hipotecas dos futuros financiados do Sistema Financeiro da Habitação e deu início a regulamentação da correção monetária. Seria chamado mais tarde de mutuários. Era tudo ainda uma grande novidade. Pouco antes deste período, que ainda era militar, foram criados também o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), os bancos de investimentos, com a criação das financeiras de bens duráveis para financiamento de automóveis, os consórcios e os financiamentos imobiliários, assim foi sendo reestruturado todo o sistema financeiro nacional (FILHO, 2009, p.35).

O Banco Nacional da Habitação foi criado pela lei nº 4.380, de 21/08/1964, consequência do Plano Nacional de Habitação, com o objetivo de diminuir o grande déficit habitacional que era por volta de dez milhões de habitações, conforme informações do IBGE da época. Essa lei instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários a qual depois seria regulamentada, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, o serviço federal de habitação e urbanismo. Em seguida, veio o Decreto nº 55.279, de 22/12/1964, que colocou a Caixa Econômica Federal no Sistema Financeiro de Habitação, com o objetivo nuclear de diminuir o déficit habitacional (FILHO, 2009, p.35).

Com base nos números do Pnad (Pesquisa Nacional por Amostra do IBGE), aponta que o déficit habitacional estima-se em 5,2 milhões de lares em 2012, se considerarmos o crescimento da população nos grandes centros urbanos e os investimentos no setor, verifica-se ainda que é muito alto. Estima-se ainda que pelo menos mais duas gerações sofra com esse

déficit, segundo estudo divulgado pela FGV em outubro de 2014, será necessário o investimento de 76 bilhões ao ano no setor, até 2024 para zerar esse déficit.

Logo após esse período, foi colocada em cheque a Lei da Estabilidade – que na época já era considerada um absurdo – e foi criado o FGTS pela lei ° 5.107, de 13/09/1966. O trabalhador poderia optar ou não pelo FGTS. O recolhimento era compulsório de 8% sobre o total de toda a folha de pagamento, gerando um considerável volume de recursos.

Havia uma grande preocupação na época relativamente ao retorno dos investimentos efetuados pelos agentes financeiros, isso ainda não estava bem definido, era necessário garantir a recuperação dos recursos investidos em tempo hábil para, em seguida, reaplicá-los. O tempo era o vetor que indicava a lucratividade ou não do negócio por causa da inflação.

Havia garantias e até, em casos problemáticos, garantias extraordinárias para o negócio, todavia o mutuário, ou o comprador da época, precisava de regulação também, pois, se o comprador ficasse inadimplente e tivesse problemas financeiros no meio do caminho, como resolver?

Foi sancionado então o Decreto-lei nº 70/66, que autorizou o funcionamento das Associações de Poupança e Empréstimo e instituiu a Cédula Hipotecária, que era um papel que representava a dívida do adquirente do imóvel financiado, era um negócio do tipo “compra de carteiras” e tornou-se papel de troca no mercado e servia até para pagamento de dívidas e acertos entre os agentes financeiros. Se os recursos aplicados no SFH não são recuperados em tempo hábil, não há, por consequência lógica, como reaplicá-los. Esse era o pensamento preocupante dos agentes financeiros, a inadimplência daria sinais de aparecimento após alguns anos desse período (FILHO, 2009, p.37).

Esse Decreto nº 70/66 trouxe a execução extrajudicial do mutuário inadimplente, criou o agente fiduciário, a adjudicação compulsória do imóvel e a forma de retomada do imóvel para o agente financeiro. Com toda essa parafernália jurídica e regulatória, foi possível, então, criar o restante da estrutura do mercado de habitações (FILHO, 2009, p.37).

Em 1967, o Banco Nacional de Habitação, criou o Sistema Brasileiro de Poupança e empréstimo (SBPE), dando possibilidades para a criação de empresas financiadoras de empreendimentos imobiliários e a captação de recursos através das cadernetas de poupança e letras imobiliárias. Eram recursos de aplicações, todos esses recursos deveriam ser aplicados em planos habitacionais. Floresceram empresas na atividade (FILHO, 2009, p.38).

O negócio do momento era fazer funding, além das cadernetas de poupança, dos recursos gerados pelo FGTS e das dotações orçamentárias para o setor, o mercado imobiliário, pelo seu lado ativo, podia emitir também letras imobiliárias, que eram papéis que pagavam juros sob forma de cupons. Era também uma forma de captar recursos e aplicar no mercado habitacional.

2.1.1. A REVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Houve um tempo em que o futuro afigurava-se um buraco negro, uma espécie de fantasma simbolizado pela inflação de 1% ao dia (como no início da década de 90) e pelos rocambolescos déficits cambial e fiscal, este representado por esqueletos variados, inclusive na esfera do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), como o Fundo de Garantia do tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Esse tempo passou, e não deixou nenhum pouco de saudades (ABECIP, 2011, p.19).

O Crédito imobiliário brasileiro – ao lado de sua contraparte, a construção civil – vive um período de extraordinário dinamismo e de radicais transformações. Conquistou, nos últimos anos, feitos formidáveis e superou nos anos de 2013 e 2014 a marca de um milhão de unidades financiado anualmente (ABECIP, 2011, p.21).

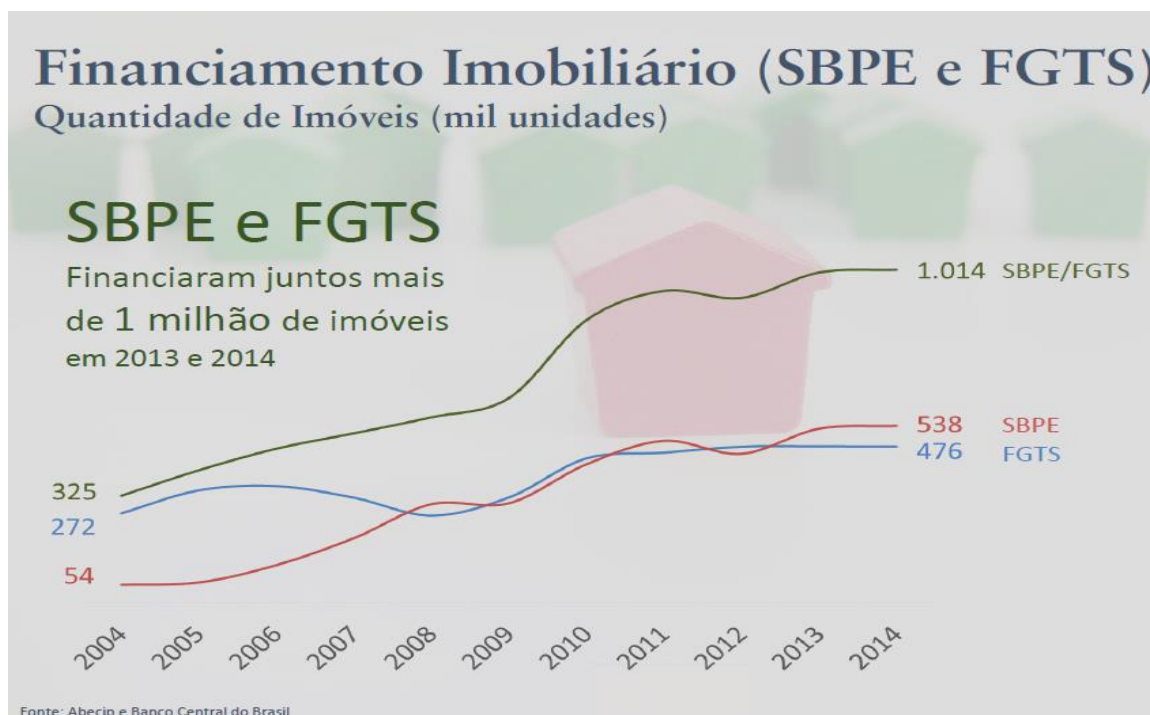


Gráfico 1: Evolução em quantidade de unidades financiadas (ABECIP, 2014)

A expansão da economia, a estabilidade macroeconômica, os programas governamentais na área social, o avanço no nível de emprego e na renda, portanto, na demanda, a emergência de uma nova classe média, modernos marcos regulatórios - todos esses são fatos que explicam o caminho trilhado até aqui e justificam a expectativa otimista de que é sustentável a continuidade dessa trajetória, mesmo que se estabilize nos já elevados patamares atuais. Assim, abrem-se novos horizontes e a casa própria deixa de ser um sonho, acalentado por dezenas de milhões de pessoas, para tornar-se realidade.

Segundo a ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), alguns números bastam para dar a dimensão dessas conquistas notáveis. O número de unidades financiadas cresceu 120% de 2006 a 2010, quando chegou a 873 mil. O volume de financiamentos, considerando somente o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), que incorpora a caderneta de poupança e FGTS, cresceu espetaculares 700%. Se tomarmos apenas os financiamentos feitos com recursos da caderneta de poupança, a expansão terá superado 1.000%. Ao longo da história, o SFH, criado em 1964, soma quase 13 milhões de unidades financiadas para as famílias brasileiras.

2.1.2. EXPANSÃO E DECADÊNCIA

Como já vimos o SFH nasceu em 1964, e serviu como guarda-chuva cuja cobertura se abrigava o Banco Nacional da Habitação (BNH) e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Ao longo deste tempo, enfrentou inúmeros altos e baixos, a primeira fase que durou até 1980/82, foi de quase euforia. O número de unidades financiadas avançava ano após ano até alcançar o recorde de 627 mil em 1980. Eram tempos de milagre econômico e inflação razoavelmente controlada (em patamar alto). Para sustentar esse crescimento, porém, os governos promoveram várias interferências no sistema original, principalmente para limitar a correção das parcelas financiadas (e do saldo devedor) e adequá-las a correção dos salários. Justificavam-se essas incursões pela elevada sensibilidade popular e familiar do tema casa própria, mas produziam esqueletos financeiros, como o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), que só foram equacionados 30 anos depois.

A segunda crise do petróleo e a explosão dos juros nos EUA (bateram os 20% anuais) ceifaram as benesses do sistema. Com recessão, inflação, default externo, o SFH derrapou, caiu e se estagnou do começo dos anos 1980 até meados de 1990. Em 1986 o BNH foi extinto e os diversos planos heterodoxos para combater a já hiperinflação produziram novas interferências. O número de unidades financiadas (Poupança e FGTS) baixou sucessivamente até chegar a seu recorde negativo: 58 mil em 1993, como mostra o gráfico 2 abaixo – não por coincidência ano de extrema econômica e política, que terminou levando o impeachment e a renúncia do presidente Fernando Collor (FILHO, 2009, p.39).

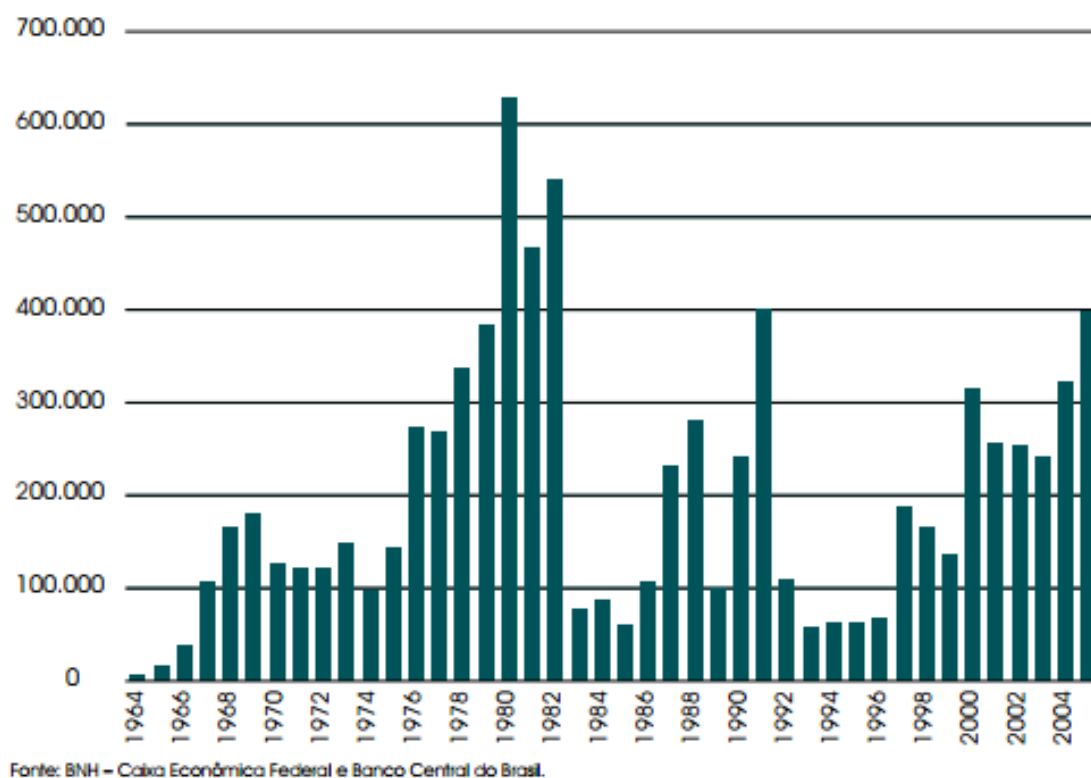


Gráfico 2 – Unidades financiadas pelo SFH entre 1964 e 2005 (BACEN, 2005)

2.1.3. O IMPULSO DA ALIENAÇÃO

Igualmente não por coincidência, começou aí a ressurreição que nos trouxe até aqui. O governo do presidente Fernando Henrique Cardoso abriu caminho, primeiro ao formatar o Plano Real e, segundo, ao estimular o debate que levaria à reforma do sistema. Desses contatos entre empresários – a Abecip, fundada em 1967, na linha de frente – e governantes, nasceu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), a securitização dos ativos imobiliários (fonte alternativa de obtenção dos recursos para os financiamentos) e, principalmente, a alienação fiduciária para os bens imóveis (que substituiu a hipoteca largamente usada nos EUA, mas rejeitada por aqui).

A alienação fiduciária, estabelecida em 1997, foi um verdadeiro divisor de águas, essa mudança no marco regulatório deu mais confiança a investidores e financiadores, permitindo ao mesmo tempo a retomada dos financiamentos – o que agradaria também aos

potenciais compradores. Tanto é assim que, após implantação da alienação, a inadimplência (superior a 90 dias) reduziu-se drasticamente, caindo de 11,2% em 2003, a 1,3% no fim de 2014, conforme gráfico abaixo:



Gráfico 3 – Inadimplência Alienação Fiduciária x Hipoteca (ABECIP, 2015)

2.2. CENÁRIO ATUAL

O momento atual em que vive o Brasil reflete em muitos setores produtivos, e um dos que mais vem sentido é o mercado imobiliário. A desaceleração no crescimento, inflação acima do teto da meta, taxas juros em patamares elevadíssimos, falta de confiança dos empresários e consumidores, falta de investimentos e aumento do desemprego é, entre outros, alguns indicadores que sustentam a má fase do Mercado imobiliário.

O mercado imobiliário vive uma situação bastante complicada, e o principal sintoma disso já é sentido pelas incorporadoras, que assistem a um aumento preocupante de pedidos de distrato. Palavra restrita ao dicionário da construção civil, distrato se tornou uma realidade para muitos brasileiros que compraram imóveis, principalmente, nos primeiros anos após a

onda de abertura de capital das incorporadoras, no fim dos anos 2000, quando os critérios das empresas para a aceitação do crédito dos clientes eram menos rigorosos do que a média atual.

Nas estimativas de um analista, em 2012, as rescisões correspondiam a 10% das vendas brutas das incorporadoras, parcela considerada saudável. Atualmente, de acordo com o especialista, a fatia chega a 30% ou 35% (ABECIP, 2015).

O distrato acontece sempre que alguém que pretendia adquirir um imóvel na planta desiste do negócio depois de já ter assinado o contrato com a incorporadora, mas antes de assinar a papelada do financiamento bancário.

Segundo reportagem da revista VEJA em Mai/15, De 42% dos distrato em 2014, passaram a representar 64% do total neste ano. Segundo o advogado e presidente do Comitê de Habitação da OAB/SP, Marcelo Tapai, “desfazer o negócio a qualquer momento anterior ao financiamento é um direito do comprador e, pela jurisprudência existente, cabe à incorporadora devolver de 85% a 90% do que o cliente pagou a ela. Os valores devem ser corrigidos monetariamente e devolvidos em uma única parcela, e o consumidor não pode ter o nome negativado”, completa.

Outro ponto que dificulta o cenário atual, é a escassez e os critérios das Instituições Financeiras nas concessões de Crédito para financiamento imobiliário, como já vimos, o financiamento foi um dos principais motivos que ajudaram a alavancar o crescimento do mercado imobiliário com um todo.

Em Abril deste ano a Caixa Econômica federal, detentora de aproximadamente 70% da fatia de crédito imobiliário no país e principal termômetro do mercado, anunciou medidas rigorosas na concessão de novos financiamentos, principalmente para imóveis usados, além do aumento na taxa de juros, também reduziu o percentual financiado de 80% para 40%, e mais recentemente restringiu também a concessão de novos financiamentos para os clientes que já obtiveram crédito no banco estatal para a mesma finalidade. A instituição reiterou que o "foco" do banco em 2015 é o financiamento de imóveis novos, com destaque para a habitação popular, por meio do Minha Casa Minha Vida ou com recursos do FGTS. Nesses casos, não houve nenhuma alteração.

2.2.1 FUGA DA POUPANÇA

De longa data, atravessando gerações, a caderneta de poupança existe na realidade dos brasileiros desde a formação do sistema e mercado financeiro brasileiro. Sua história se confunde com a dos grandes bancos nacionais (Caixa, BB, Bradesco, Itaú, Unibanco), estes originários das casas bancárias e também das caixas econômicas coloniais.

A poupança é considerada a forma mais básica e popular de se acumular recursos, lembrando que os valores ali alocados já foram - e são - utilizados como instrumento de política econômica em diversos momentos, como por exemplo, intermediar políticas de desenvolvimento habitacional, garantia de direito trabalhistas e também na tentativa de combate à hiperinflação. Recentemente, sua regra de rentabilidade foi alterada de acordo com o patamar da taxa SELIC, na tentativa atabalhoada do governo em forçar a derrubada da taxa de juros básica da economia. Pois bem, aparentemente a senhora voltou aos holofotes (ABECIP, 2015).

É sabido - principalmente pelos agentes dos mercados - que com a nomeação da nova equipe econômica do Dilma II ocorreu uma guinada à ortodoxia. A palavra de ordem rapidamente tornou-se a implementação (ou a tentativa) de um profundo ajuste fiscal nas contas públicas, visto que estamos assistindo uma dura empreitada na aprovação de maiores equilíbrios nas receitas e despesas governamentais, com provável aumento de impostos, envolvendo grandes negociatas políticas nos escritórios de Brasília. O alinhamento com as exigências das agências de risco internacionais e o realismo fiscal, com reajuste no preço da água, gasolina, energia (este com aumento de 60% nos últimos 12 meses) e transporte público completam o pacote de “maldades” necessário para a normalização dos fundamentos econômicos (BACEN, 2015).

No turbilhão de tais acontecimentos, o nível da poupança bancária nos primeiros seis meses de 2015 acompanhou o movimento de retração em que a economia e a renda estão trilhando, movimento este nunca visto desde a estabilização econômica em 1994, com o plano Real.

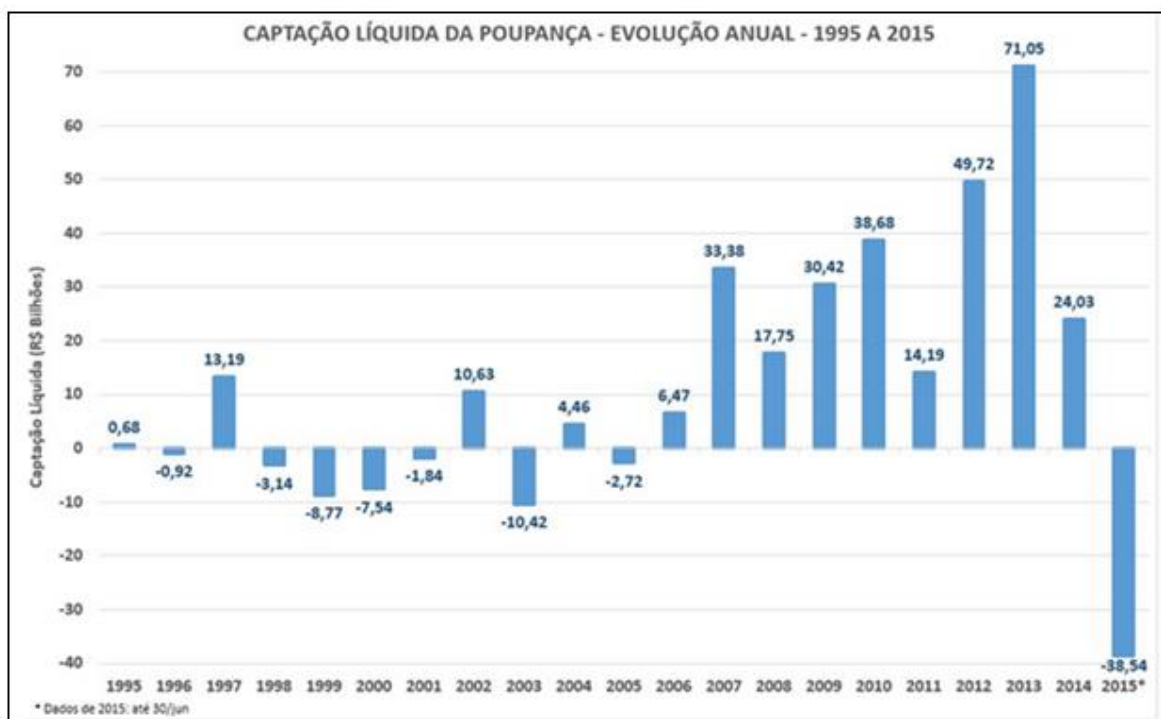


Gráfico 4 – Série histórica: Captação líquida da Caderneta de Poupança (BACEN, 2015)

As explicações por parte de economistas quanto a este fluxo são diversas. Entretanto, há certo consenso de que, mesmo com o maior gasto das famílias brasileiras no início do ano (especialmente com tributos como IPVA, IPTU, matrícula e material escolar), o movimento é extremamente atípico, levando grandes instituições bancárias a promoverem estratégias para impedir maiores saídas.

O país convive em um ambiente de baixo crescimento econômico desde 2014, situação agravada neste ano. Em 2015, consideramos os seguintes elementos de uma tempestade perfeita:

Expectativas de inflação extrapolando os limites civilizados (acima dos 9,0%),
Aumento da taxa de desemprego (que passou de 4,3% em dezembro de 2014 para 7,5% em julho). Restrição crescente do crédito direto ao consumidor

Assim, fica mais fácil compreender o movimento de retiradas nas cadernetas, portanto, ao se levar em conta o maior custo do dinheiro na economia e o aumento do endividamento das famílias, a demanda por consumo diminuiu. Em outras palavras, o brasileiro médio, em

tese, considera mais eficiente utilizar seu pequeno fundo de reserva para honrar seus compromissos do que se alavancar do mercado de crédito.

2.2.2. SOCORRO DO GOVERNO

Para tentar resolver a questão de falta de recursos para o crédito à casa própria, o governo anunciou no final de Maio/2015, à medida que decidiu liberar os bancos para usar R\$ 22,5 bilhões dos depósitos da poupança que são obrigados a manter no Banco Central para desembolsos nas operações de financiamento habitacional. A medida compõe o pacote de socorro ao crédito imobiliário. Juntando com as decisões tomadas pelo conselho curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) nesta semana, o governo vai injetar R\$ 31 bilhões no setor imobiliário via financiamentos (SECOVI/SP, 2015).

A quantia é semelhante à saída recorde de recursos da poupança nos seis primeiros meses deste ano, quando os saques foram superiores aos depósitos em quase R\$ 40 bilhões.

Preocupado com a inflação, o governo fez uma engenharia para liberar parte dos recursos que os bancos são obrigados a depositar na instituição, chamados de depósitos compulsórios, sem que o efeito saísse pela culatra e dificultasse ainda mais o combate ao aumento dos preços.

Foi reduzida a obrigatoriedade de guardar uma parte dos depósitos da caderneta no BC desde que os recursos fossem usados para financiamento habitacional (até R\$ 22,5 bilhões). A medida favorece a Caixa Econômica Federal, líder do crédito imobiliário com quase 70% do mercado. Ao mesmo tempo, o BC aumentou de 20% para 25% o depósito compulsório sobre os depósitos a prazo, como o CDB (Certificado de Depósito Bancário). Com a elevação, a instituição espera enxugar do mercado R\$ 25 bilhões, a mesma quantidade que liberou para o financiamento imobiliário (BACEN, 2015).

Além da liberação dos depósitos compulsórios, o CMN também atendeu ao outro pedido do setor de endurecer as normas para fiscalizar se os bancos estão aplicando os 65% dos recursos da poupança para o financiamento imobiliário. A utilização de títulos e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) só será permitida se tiver como lastro

financiamentos de imóveis até R\$ 750 mil, (nos estados de SP, RJ, MG e Distrito Federal) e R\$ 650 mil (demais estados), teto do Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Os bancos encontravam brecha para usar o CRI ao cumprir a exigência mesmo tendo como lastro imóveis comerciais e casas de luxo, o que agora é vetado. O CMN extinguiu a possibilidade que os bancos tinham de usar outros tipos de títulos para cumprir a exigência, como cotas de fundo de investimento imobiliário, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDIC), debêntures, carta garantia de CRI, entre outros. "Essa é uma excelente sinalização de que o governo que está preocupado com a situação da construção civil" comemorou o presidente da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (Cbic), José Carlos Martins. Segundo ele, as medidas já vão ter efeito no emprego. O setor fechou mais de 90 mil em 2015 (BACEN, 2015).

As outras duas medidas do pacote foram tomadas pelo conselho curador do FGTS. Do orçamento programado para este ano em habitação, o órgão ampliou em R\$ 5 bilhões os recursos disponíveis para o programa pró-cotistas, para trabalhadores que tenham conta do FGTS há, no mínimo, três anos. Os recursos poderão ser usados para financiar imóveis de até R\$ 400 mil (ABECIP, 2015).

A outra decisão foi autorizar o Ministério das Cidades a remanejar até R\$ 3,5 bilhões para aumentar a fonte para operações acima do limite do teto do Minha Casa Minha Vida, de R\$ 190 mil nos grandes centros urbanos. A decisão foi tomada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão que reúne o presidente do BC, Alexandre Tombini, e os ministros da Fazenda, Joaquim Levy, e do Planejamento, Nelson Barbosa (BACEN, 2015).

2.2.3. FONTES ALTERNATIVAS DE FUNDING

A caderneta de poupança é o principal instrumento de *funding* para o crédito imobiliário, lembrando que as instituições precisam direcionar ao menos 65% das captações para tal fim, conforme artigo 1º da Resolução 3932 do Banco Central do Brasil. É evidente, se a demanda por crédito habitacional cresce a taxas maiores do que as captações da poupança, em algum momento essa conta não irá fechar (*funding* insuficiente). Nesse sentido, o cenário forçou os bancos a adotarem outros instrumentos para captação mais custosos, diminuindo, a princípio, seu *spread* (CETIP, 2015).

Em todo caso, as formas alternativas de financiamentos nos quais os bancos estão se apoiando são: emissão de LCI (Letra do Crédito Imobiliário) e LCA (Letra do Crédito Agrícola). Tais operações são mais custosas em sua captação em comparação a caderneta, sobretudo pela necessidade operacional de ofertar o produto no mercado, a sua capacidade de remunerar o capital investido acima de 100% do CDI e também a existência benefício fiscal (isenção de imposto de renda). No entanto, aparentemente o produto está sendo bem aceito, o número de aplicadores nas letras, passou de 540 mil em 2013 para 1 milhão em 2014, segundo o FGC (Fundo Garantidor de Crédito).

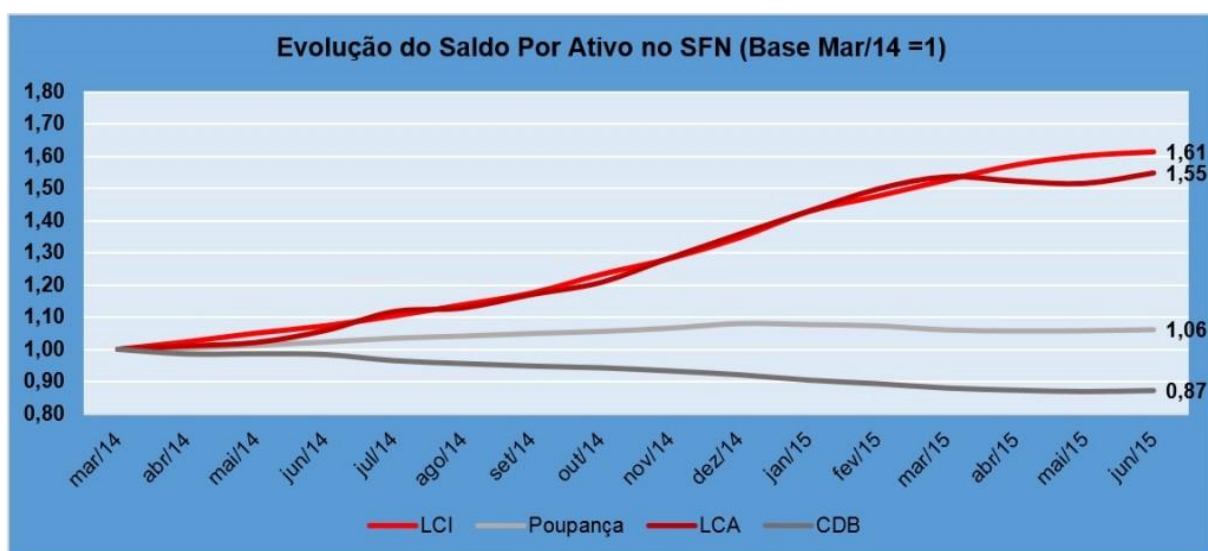


Gráfico 5 – Evolução nos últimos 12 meses de captações de outras fontes de Funding (CETIP, 2015)

Uma análise dinâmica do Sistema Financeiro Nacional, a relação da depreciação no saldo total das aplicações convencionais (caderneta de poupança e o CDB - Certificado de Depósito Bancário), é notável a elevação dos saldos das letras, também ajuda a explicar o fenômeno dos saques. O fato coloca as instituições em certo dilema estratégico, pois precisam ofertar cada vez mais letras para atender seus limites de *funding*, retroalimentando o movimento de resgate existente.

As atratividades destas letras de crédito, ou a falta dela na caderneta de poupança, fizeram as mesmas se tornarem artigo raro. Tanto as plataformas on-line voltadas para o varejo quanto os alocadores de fortunas têm rebolado para atender à demanda crescente dos clientes enquanto a falta de lastro impede o aumento da oferta. Difícil encontrar um substituto

perfeito para as Letras de Crédito Imobiliário (LCIs). Outros produtos isentos e os tradicionais Certificados de Depósito Bancário (CDBs) estão na fila (CETIP, 2015).

"Em duas horas acaba o lastro que o emissor disponibiliza. Você põe na plataforma e some", diz Bruno Carvalho, gerente de renda fixa da Guide Investimentos - em entrevista ao Valor Econômico em junho/15 - que oferece títulos e fundos por meio de uma prateleira online. Em tempos de economia fraca, ficam mais escassas as operações de crédito imobiliário que servem de base à estruturação de LCIs.

Com a pressão da demanda, os prêmios também encolheram. A redução de retorno em relação aos tempos áureos, quando comparados papéis de mesmo prazo, aproxima-se de dez pontos percentuais do CDI segundo os distribuidores. Os prazos também estão mais longos. A determinação do CMN impede vencimento em menos de três meses, mas, na prática, prazos inferiores há seis meses estão ausentes nas plataformas.

O freio na oferta de letras de crédito começa a criar uma legião de órfãos. São investidores que querem retorno farto, mas sem correr muito risco. Alocadores e distribuidores testam a demanda por outros produtos, como os tradicionais Certificados de Depósito Bancário (CDBs), que ressurgem nas plataformas.

A principal semelhança do certificado com as letras é a proteção do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que assegura ao investidor até R\$ 250 mil por instituição investida, em caso de default. Essa garantia pode ser o caminho para os CDBs recuperarem seu reinado, ameaçado pelo advento das LCIs e LCAs. Para se ter ideia, o estoque de certificados na Cetip encolheu 13,2% de maio do ano passado para o mesmo mês deste ano (CETIP, 2015).

Certificados de recebíveis imobiliários (CRIs) poderiam ser vistos como substitutos naturais às letras, por conta da isenção de imposto. Os prazos, entretanto, são mais longos, em geral de pelo menos três anos. Além disso, são produtos mais complexos, que não contam com a segurança do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que devem passar por uma avaliação mais criteriosa do projeto e dos agentes participantes, como custodiante e securitizador (CETIP, 2015).



Gráfico 6 – Evolução das fontes de funding que fomentam o Financiamento Imobiliário (ABECIP, 2015)

Se por um lado a caderneta de poupança dá sinais de enfraquecimento, comprometendo o futuro do crédito e do mercado imobiliário como um todo, de outro, temos a evolução crescente nas captações de recurso por meio de LCI e CRI, conforme gráfico 6. Portanto como é de conhecimento de todos, os juros cobrados para financiamento imobiliário no Brasil é considerado um dos menores do mercado, pois a poupança (principal funding) é um dinheiro considerado barato para as Instituições financeiras, pois rendem aos investidores 0,5% ao mês (6,17% ao ano) mais variação da Taxa Referencial (TR), quando a Selic estiver igual ou superior a 8,5% (ABECIP, 2015).

Uma vez que esta fonte se esgote e seja necessário recorrer às captações das LCI e CRI, obviamente este custo será repassado às taxas cobradas aos clientes, pois estes papéis possuem rentabilidade geralmente atrelada ao CDI (Certificado de Depósitos Interfinanceiros), hoje no patamar de 14,13 ao ano, aumentando o spread bancário, e quem perde é o consumidor.

2.3 ESTAMOS DIANTE DE UMA BOLHA IMOBILIÁRIA NO BRASIL?

Já há alguns anos, a existência de uma bolha imobiliária no Brasil vem sendo tema de ampla discussão entre economistas, analistas de mercado e mesmo potenciais compradores de imóveis. Esta preocupação se explica, principalmente, pelo aumento percebido nos preços de imóveis em todo o país nos últimos anos. São inúmeros os estudos e pontos de vista opostos quando se trata deste tema.

Além da percepção de aumento de preços, diversos outros indicadores devem ser acompanhados para melhor definir a existência ou ausência de uma bolha imobiliária, bem como as potenciais dimensões do desenvolvimento da mesma e o que serve de gatilho para que ela estoure. Além da análise deste processo, analisamos ainda como se comporta um cliente, tomador de financiamento imobiliário, em momentos de crise.

Segundo Leandro Ávila, autor do livro *Como Investir em Imóveis*, o mercado imobiliário se comporta de forma cíclica, sendo ciclos de altas e de baixas. Existem diversos fatores que quando estão presentes favorecem a alta e na sua ausência favorecem a baixa. São eles:

1. Alta disponibilidade de crédito;
2. Baixa taxa de juros;
3. Baixa taxa de desemprego;
4. Aumento da renda;
5. Baixo endividamento das famílias;
6. Crescimento populacional e demanda por imóveis

Na ausência dos itens acima, o mercado mergulha em um ciclo de baixa.

O último ciclo de crescimento começou no final de 2005 e pode ser dividido em dois momentos importantes. O primeiro momento, entre 2005 e 2009, foi impulsionado pelo crescimento da economia, estabilização da inflação, aumento real da renda, redução na taxa de desemprego, etc. Tudo começou quando as exportações subiram em quantidade e em preços. Exportamos muitos alimentos e muito minério, principalmente para a China.

A partir de 2009 temos o segundo momento quando o governo resolveu adotar medidas anticíclicas para reduzir os efeitos da crise econômica mundial de 2008. Nunca se ofereceu tanto dinheiro rápido e fácil para quem desejasse comprar (imóveis, veículos e outros bens). Através do que os economistas chamam de “Política Monetária Expansiva” o governo começou a aumentar a quantidade de dinheiro em circulação e baratear os empréstimos forçando a baixa da taxa de juros. Para isto o Banco Central utilizou vários instrumentos como reduzir os depósitos compulsórios para injetar dinheiro na economia e reduzir a taxa Selic até atingir seus menores níveis. O governo utilizou os bancos públicos para forçar bancos privados a baixarem os juros. O maior efeito colateral da política expansionista imposta pelo governo foi o retorno da inflação muito acima do centro da meta. O país não tinha a infraestrutura e as empresas não estavam preparadas para atender o crescimento da demanda. Sem condições de produzir para atender o aumento do consumo (por baixa produtividade) os preços em todos os setores começaram a aumentar.

O mercado imobiliário foi um dos muitos onde os preços dispararam, já que não existiam imóveis prontos para atender a demanda criada pela farta oferta de crédito. Naqueles anos, o mercado estava com todas as condições favoráveis para a expansão. Os bancos estavam oferecendo crédito rápido e fácil, juros baixos, a renda crescia com baixo nível de desemprego e muitas famílias sonhavam com a compra do primeiro imóvel. Várias construtoras perceberam a grande oportunidade. Grandes empresas da construção receberam investimentos e algumas abriram capital na Bolsa de Valores.

Praticamente, da noite para o dia, todos os brasileiros passaram a ter condições financeiras para comprar o imóvel dos sonhos assumindo enormes dívidas de até 35 anos para pagar. As pessoas compravam imóveis como se estivessem comprando calçados no último dia da liquidação. Nada de pesquisa, nada de planejamento, as pessoas se acotovelavam para comprar imóveis nos feirões realizados em grandes cidades, compravam o primeiro imóvel que aparecia em bonitas maquetes de plástico e madeira.

O problema de toda essa demanda repentina foi uma enorme pressão nos preços dos imóveis. As construtoras não possuíam estoques de imóveis vazios prontos para vender. Quem tinha imóvel usado não estava disposto a vender no momento em que os preços estavam subindo. Qualquer imóvel ruim em um bairro mais ou menos parecia ser uma ótima oportunidade no olhar de tantos leigos sonhando com a possibilidade de comprar qualquer

teto para morar. Como todos queriam comprar o imóvel dos sonhos e as empresas não tinham imóveis, resolveram vender os sonhos.

Por todas as partes imóveis na planta eram lançados. Em muitos casos, condomínios inteiros com centenas de unidades eram vendidos em poucas semanas. Nunca se viu um apetite tão grande por imóveis e tanta despreocupação em assumir enormes dívidas de longo prazo. As notícias de pessoas que compraram imóveis na planta e se deram bem começaram a se espalhar. As pessoas estavam tirando dinheiro da renda fixa (que rendia muito pouco depois da queda dos juros) para comprar os imóveis que apareciam pela frente.

2.3.1. INDICATIVOS SOBRE UMA REAL EXISTÊNCIA DE BOLHA

A BAIN & COMPANY (2013) empresa de Consultoria Global, publicou no final de 2013 um estudo sobre o tema, por objetivo avaliar o estágio vigente de evolução da indústria de crédito imobiliário no Brasil à luz de históricos de outros países, tanto os diretamente impactados pela recente crise global quanto os que se mostraram resistentes à mesma. Nesse estudo, comparam o Brasil com sete países selecionados pelo alto impacto ou a alta resiliência que demonstraram à crise econômica recente e permitiram a comparação de dados entre si: Alemanha, Canadá, Espanha, Estados Unidos, Irlanda, Portugal e Reino Unido.

A BAIN & COMPANY (2013). acredita que, “além da percepção de aumento de preços, diversos outros indicadores devem ser acompanhados para melhor definir a existência ou ausência de uma bolha imobiliária, bem como as potenciais dimensões do desenvolvimento da mesma e o que serve de gatilho para que ela estoure indicando cinco fatores que são os mais relevantes para melhor entender os princípios da formação de uma bolha imobiliária”:

- I. Condições oferecidas para crédito imobiliário, medidas pelo percentual do valor do imóvel que é financiado (conhecido como *Loan-to-value ratio* ou simplesmente LTV);
- II. Prazos de financiamento e processos de aprovação do financiamento imobiliário;
- III. Acessibilidade à aquisição de imóveis (*affordability ratio*), medida de duas formas:

- a. Diferença entre a evolução do preço dos imóveis e o crescimento da renda por domicílio;
 - b. Relação entre o valor médio dos imóveis e o rendimento médio anual por domicílio;
- IV. Penetração de crédito imobiliário como porcentagem do PIB;
- V. Nível de comprometimento de renda familiar.

I. *Loan-to-value* – Nos países mais impactados pela recente crise financeira, uma característica quanto às condições oferecidas para crédito imobiliário era recorrente: financiava-se mais de 75% dos valores dos imóveis.

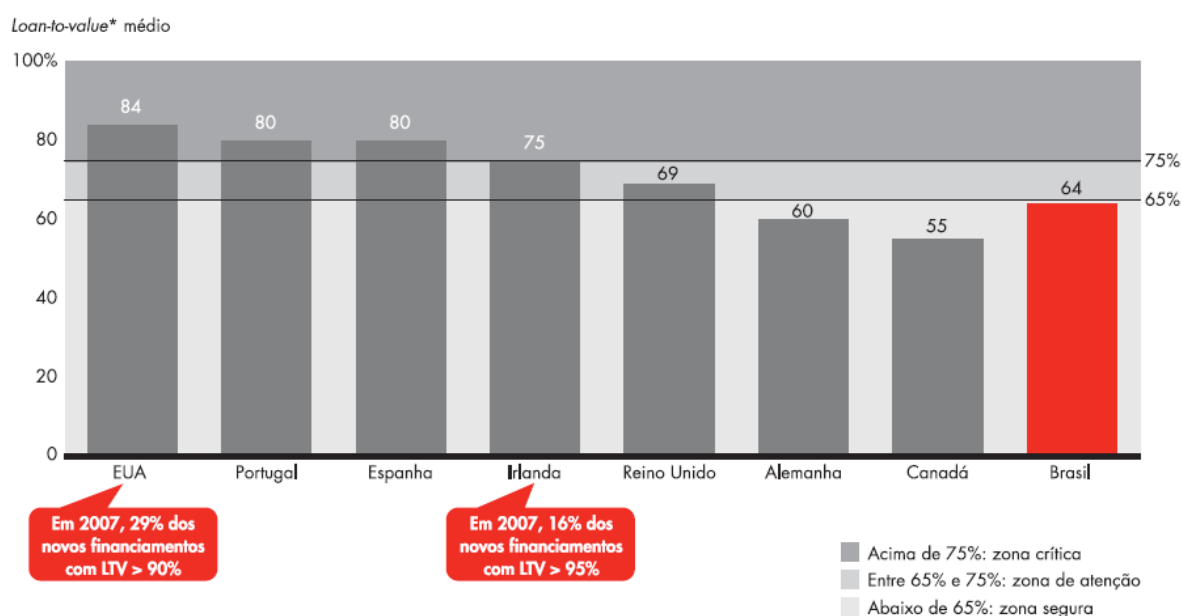


Gráfico 7 – Análise do LTV nos contratos de financiamento imobiliário (BAIN & COMPANY, 2013).

A trajetória de crescimento do LTV médio de novos financiamentos dava-se pela mecânica competitiva da indústria e, em casos extremos, era possível financiar até 130% do valor de um imóvel (ou seja, além do pagamento do imóvel todo, ainda sobrava dinheiro para mobiliá-lo, além de comprar um carro novo, tirar férias e fazer compras). Quase 1/3 dos imóveis novos financiados nos EUA em 2007 tinham LTV maior que 90%. Na Irlanda, um a cada seis imóveis novos financiados em 2007 tinha LTV maior que 95%.

Era frequente a discussão do risco inerente de se financiar mais do que 75% do valor dos imóveis, na média. A competição por crédito era bastante acirrada e a crença de que os preços de imóveis sobem consistentemente estava incutida na visão de todos. A análise indica

que, em situações nas quais o LTV médio dos empréstimos imobiliários supera 65%, os riscos aumentam significativamente. A partir de 75%, passam a um nível crítico. Nos financiamentos com LTV muito alto, o valor da dívida que o proprietário tem com a instituição financiadora pode ficar maior que o valor do imóvel no eventual caso de uma queda significativa de preços. Isso pode servir de motivação à inadimplência e agravar a crise (BAIN & COMPANY, 2013).

II. Prazos de financiamento e processo de aprovação – Além do crescimento do LTV médio de novos financiamentos, as políticas de crédito eram pouco criteriosas e os produtos, fruto da competição cada vez mais intensa entre instituições financeiras com foco imobiliário, tornaram-se excessivos. Por exemplo, nos Estados Unidos e Espanha havia a possibilidade de se realizar um empréstimo através de ‘*interest-only loans*’, ou seja, financiamentos nos quais o cliente tomador pagava somente juros—e nada de principal—nos primeiros seis meses a dois anos. Outro exemplo foram os chamados ‘*NINJA loans*’ oferecidos nos EUA, concedidos a pessoas sem rendimentos mensais comprovados, sem emprego e sem ativos (NINJA, do inglês *No Income, No Job, no Assets*).

LTV acima de 100% COM PRAZOS generosos...

¿Buscas casa?
Esta es tu oportunidad

100% de tu vivienda
40 años de plazo

ESP - 2012

... interest only loans ...

Interest Only Loans
Home Dreams Do Come True

EUA - 2007

... e com processo de screening cada vez menos criterioso

both of you qualify for
low-cost financing

EUA - 2006

www.DBestHomeLoans.com
email EZ2Lend@aol.com

The Spectrum Group
Providing Excellence in Mortgage Banking

100% Finance Up To \$875,000
No Tax Returns
No W-2's
No Pay Stubs
Purchase or Refinance
Call For No Cost Loans

"NINJA loans"

Eddie Khatchaturian
253 378-1859 (RI) 372-4537 (010) 806-LEND
Rates and programs Subj. to Change

EUA - 2007

Gráfico 8 – Condições para financiamento imobiliário cada vez mais excessivas e fáceis (BAIN & COMPANY, 2013)

No Brasil, por um lado, não existem atualmente créditos imobiliários com carência para pagamento de principal, e os processos de concessão de crédito se mostram bastantes rigorosos por parte das instituições. Por outro lado, já é possível encontrar empréstimos com prazos de até 35 anos e o LTV médio está se aproximando dos 65%, o que levaria os

indicadores de “condições de crédito imobiliário” a uma zona de atenção, ainda que não crítica.

III. *Affordability ratio* (Acessibilidade à aquisição de imóveis) – A existência de condições excessivamente atrativas para financiamento imobiliário leva o setor a um movimento especulativo, caracterizado pela escalada dos preços dos imóveis em descompasso com o crescimento da renda por domicílio. O estudo mede este crescimento descompassado através do aumento dos preços indexados ao ano-base 2000 ao longo do tempo versus o crescimento da renda por domicílio, também indexado ao mesmo período. Então, a diferença entre essas duas curvas é medida comparativamente. A análise demonstrou que, internacionalmente, começam a se tornar preocupantes diferenças acima de 30%.

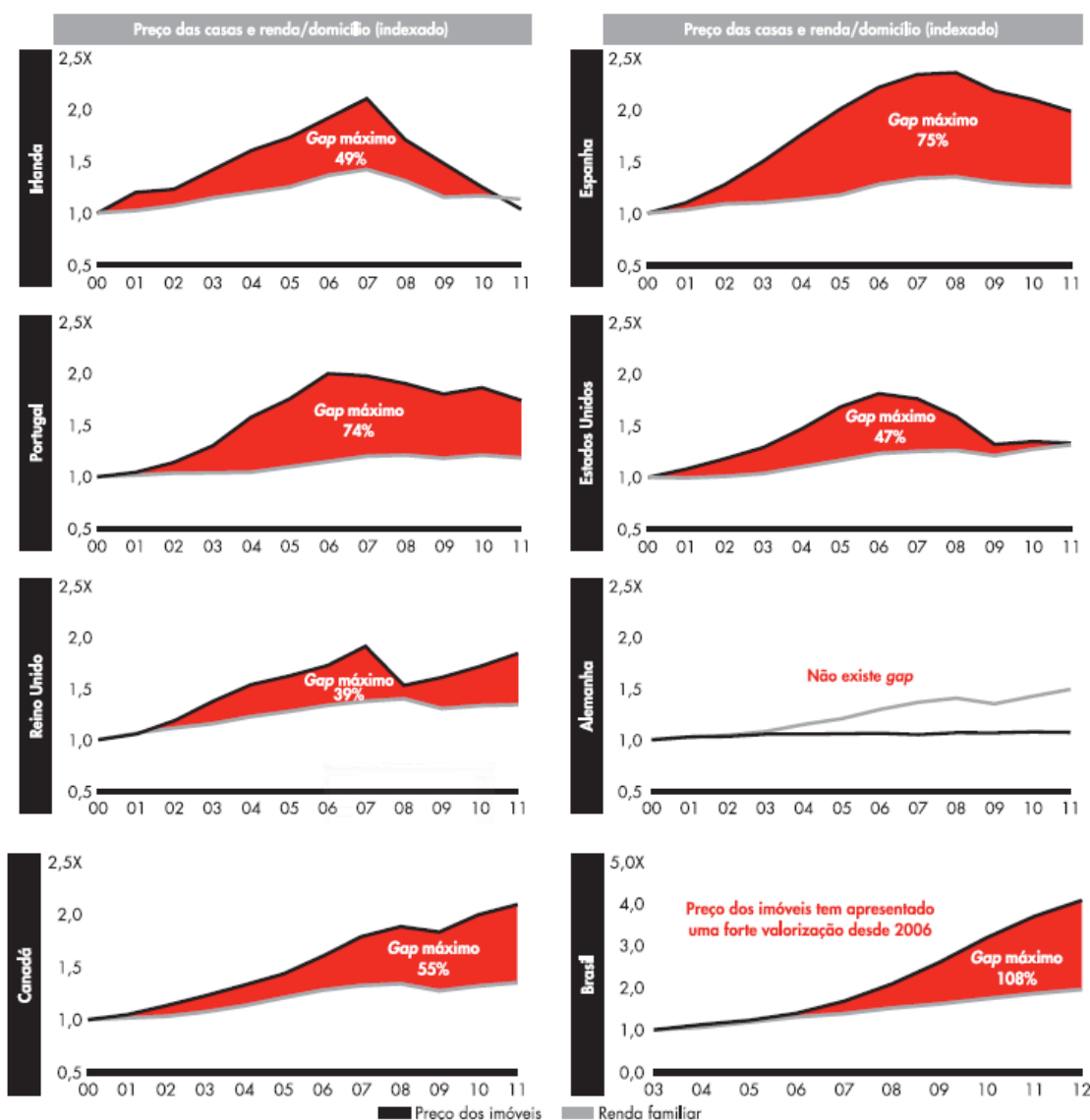


Gráfico 9 – Descompasso entre o crescimento do valor dos imóveis com a renda familiar bruta (BAIN & COMPANY, 2013)

A evolução destas curvas para todos os países analisados. Aqueles que passaram por este *gap* tiveram a sua crise imobiliária e financeira, com exceção do Canadá. No caso do Brasil, e segundo os dados do PNAD e do Banco Central, observa-se que, entre 2003 e 2012, o valor médio dos imóveis cresceu a um ritmo muito superior ao da renda por domicílio, acima do limite definido (108% contra 30%). Apesar da forte valorização dos preços dos imóveis, sobretudo quando comparados com o aumento da renda, a proporção do valor médio dos imóveis por salário médio anual no Brasil, segundo os dados do PNAD e da ABECIP, continua abaixo do limite de 8x definido como crítico. Isso mostra que o crescimento dos últimos anos resulta, sobretudo, de ajustes ao nível da demanda e da oferta provocados pelas restrições ao nível da oferta de imóveis e por um maior acesso da população à compra de habitação e ao financiamento imobiliário.

IV. Penetração de crédito imobiliário – Com grande frequência, a discussão sobre a existência de bolha imobiliária no Brasil se foca em discutir a penetração do crédito imobiliário em função do PIB.

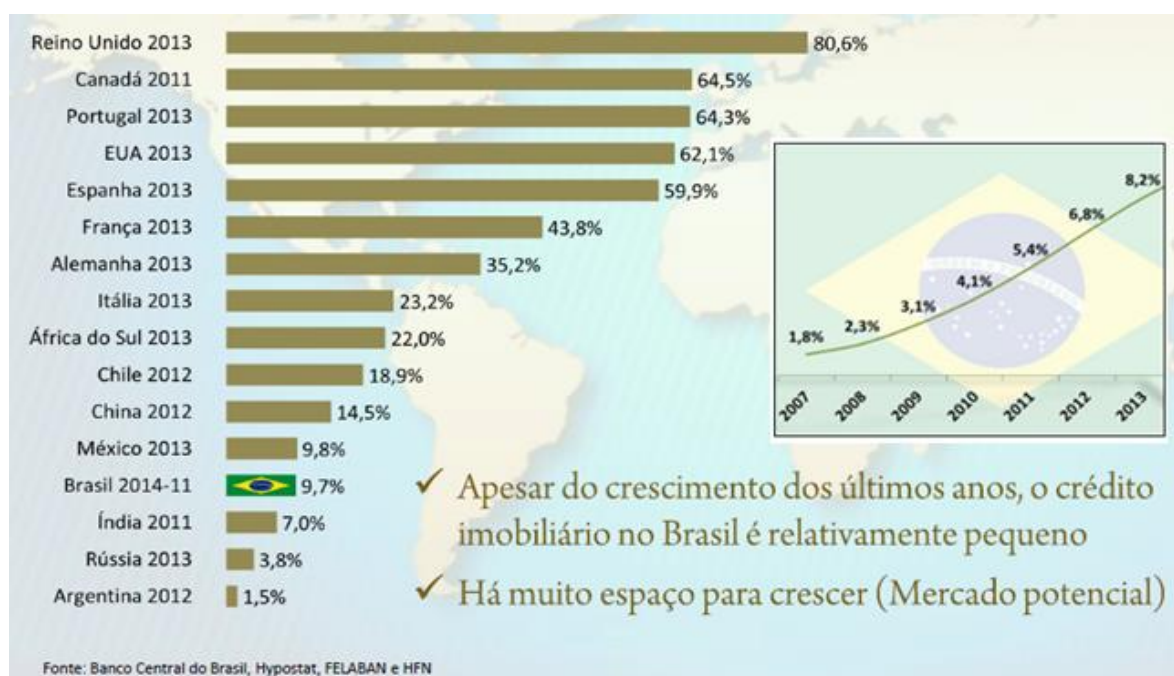


Gráfico 10 – Penetração do Crédito Imobiliário no PIB (ABECIP, 2015)

Baseado neste indicador, a percepção é de que o Brasil ainda teria fôlego para aumentar a penetração de crédito imobiliário, atingindo patamares mais comparáveis aos de economias avançadas.

V. Nível de comprometimento de renda familiar – Por outro lado, aumentar a penetração do crédito imobiliário na população média significa ver o endividamento total familiar ficar maior, bem como, potencialmente, o comprometimento de renda. Desde 2005, o endividamento total das famílias brasileiras mais do que dobrou e o comprometimento de renda familiar superou a faixa dos 20% em 2011, apesar das quedas nas taxas de juros, ampliação dos prazos e crescimento da receita.

Isso se explica, em parte, pelo histórico brasileiro de escassez de crédito. Quando ele ficou mais disponível, a população brasileira começou a aumentar seu consumo e, ao mesmo tempo, o seu endividamento. Assim, mesmo com mudança de perfil da carteira de crédito do Brasil (com uma maior penetração de crédito imobiliário, caracterizado por maiores prazos e menores taxas de juros), o aumento do endividamento elevou os padrões de comprometimento de renda no Brasil a níveis recorde.

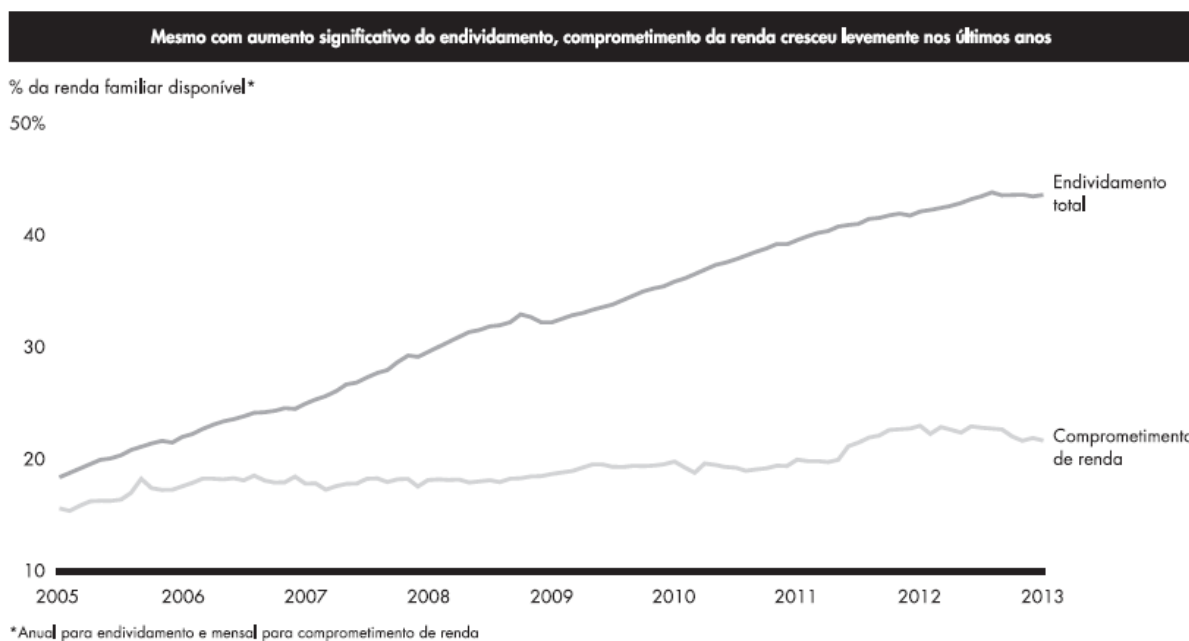


Gráfico 11 – Aumento do comprometimento de renda familiar (BAIN & COMPANY, 2013)

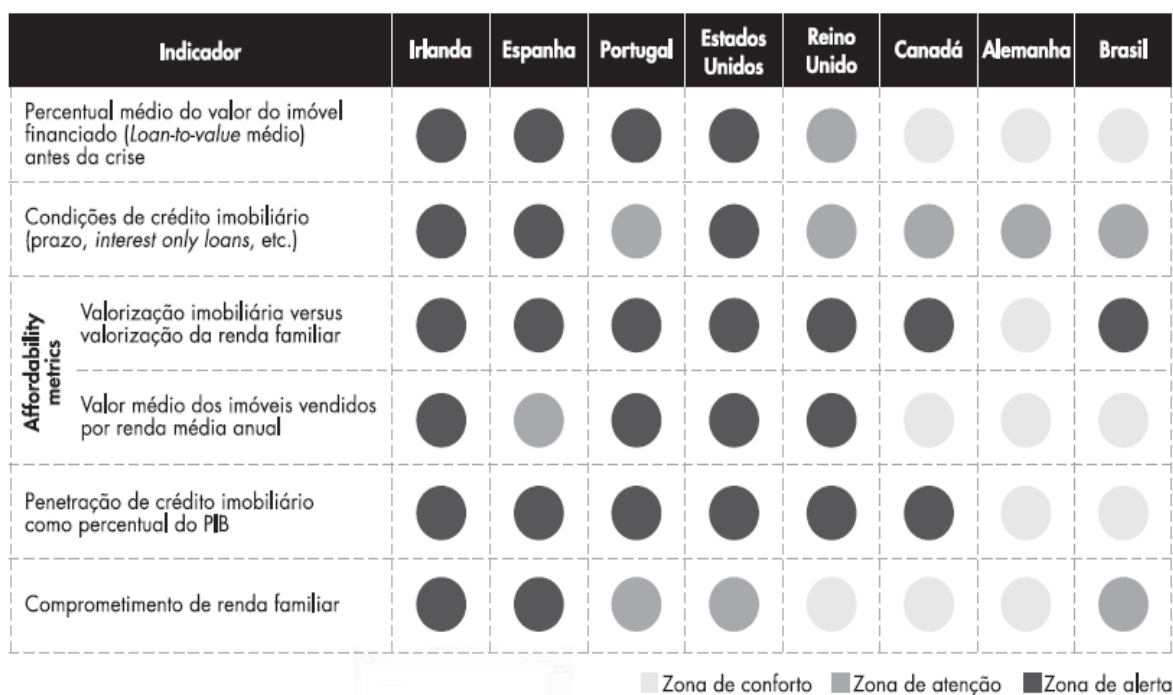


Gráfico 12 – Indicadores comparativos dos países analisados no estudo (BAIN & COMPANY, 2013)

O valor dos imóveis em relação à renda das famílias ajuda a dar força a esta afirmação. No Brasil, o alto comprometimento de renda e a recente elevação acelerada dos valores dos imóveis em relação à receita das famílias sugere atenção à evolução desses indicadores. Nos casos analisados, nota-se que as bolhas imobiliárias foram tomando forma ao longo de uma série de anos, até de fato se transformarem nas crises que foram vistas.

A conclusão é que os números do Brasil estão muito mais próximos dos de países que resistiram melhor à crise, como Alemanha, do que daqueles altamente impactados pela crise, como Espanha, Irlanda e Estados Unidos.

2.4. IMÓVEL COMO INVESTIMENTO

Segundo o “Conselho Popular” o único investimento seguro é a casa própria! Certamente quem colocou este conselho em prática entre as décadas de 50 a 80 provavelmente ficou muito feliz com o retorno obtido, mas nos anos 90 a realidade foi diferente.

O Brasil, entre os anos 40 e 80, viveu enorme migração do campo para as cidades, sensos demográfico revelado pelo IBGE revela que, em 1940, 69% da população brasileira vivam na zona rural; em 200, apenas 19% da população permaneciam no campo. Em decorrência, os imóveis urbanos assistiram a uma excelente apreciação em seus valores. Além disso, comprar casas e terrenos foi uma importante defesa contra as altas taxas de inflação (HALFELD, 2008, p.28).

Esses imóveis saíram-se bem diante dos diversos planos de estabilização econômica que ocorreu a partir de 1986: Cruzado, Bresser, Verão, etc. Juntem-se a isso os enormes subsídios oferecidos pelo Sistema Financeiro da Habitação nos anos 70 e 80. Todos os ingredientes estavam reunidos para um *boom* imobiliário. Entretanto, os imóveis não conseguiram suportar as elevadas taxas de juros praticadas nos anos 90, principalmente após o Plano Real. O gráfico 10, revela o rendimento anual médio, acima da inflação, de alguns investimentos durante o Plano Real. O mais rentável foi o CDI, taxa de juros que serve de referência aos investimentos em renda fixa. EM São Paulo, quem vendeu seu apartamento em 1994 e aplicou em fundos DI, acumulou hoje, o equivalente a, pelo menos, dois apartamentos similares.

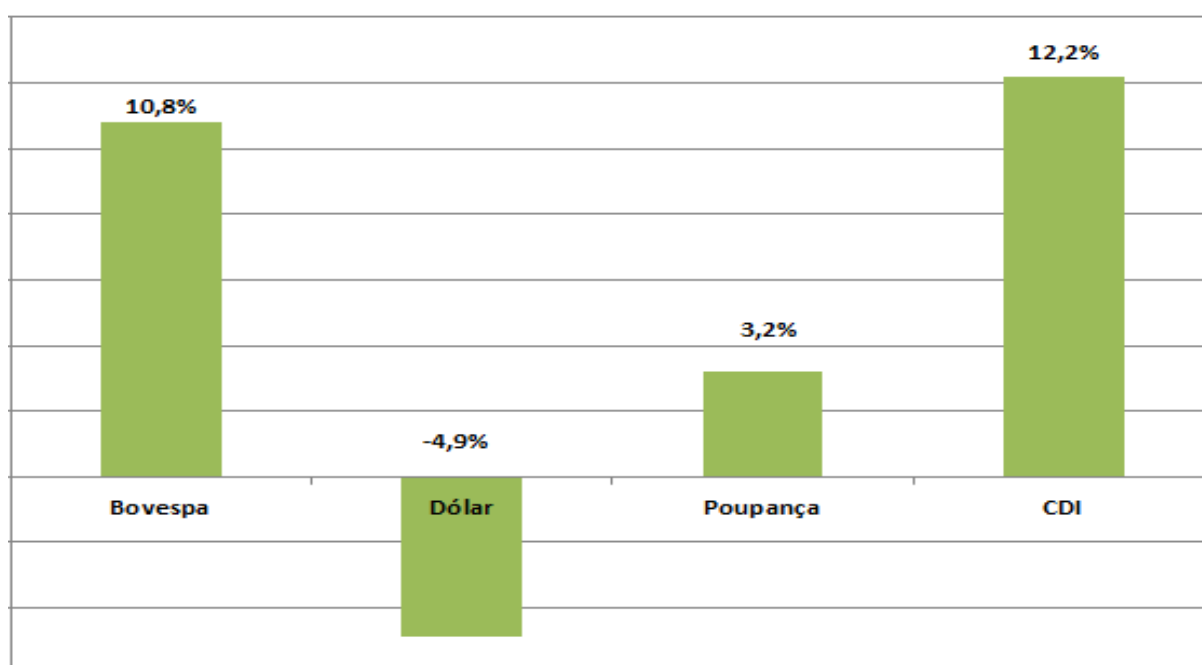


Gráfico 13 – Comparativo de índices (HALFELD, 2008)

2.4.1. LUCRAR COM A VALORIZAÇÃO DO IMÓVEL

Muito se escuta ainda, principalmente por pessoas mais experientes e que viveram na década de 90, os efeitos das medidas econômicas e com a hiperinflação e congelamento das aplicações em renda fixa, que investir em imóvel é garantia de valorização do bem e retorno atrativos com o aluguel.

Para os dias atuais, a primeira coisa que precisamos aprender é que o investimento em imóveis é um investimento de renda variável. A rentabilidade positiva não é mais uma garantia. É possível rentabilidade negativa e até perder grande parte do valor principal investido. Imóveis pegam fogo, inundam e podem sofrer danos devido a diversos tipos de imprevistos naturais ou não. O interesse pelos imóveis pode variar muito no tempo. A situação econômica do país, as taxas de juros, a renda familiar e a oferta de crédito interferem na demanda por imóveis e como consequência nos seus preços (HALFELD, 2008).

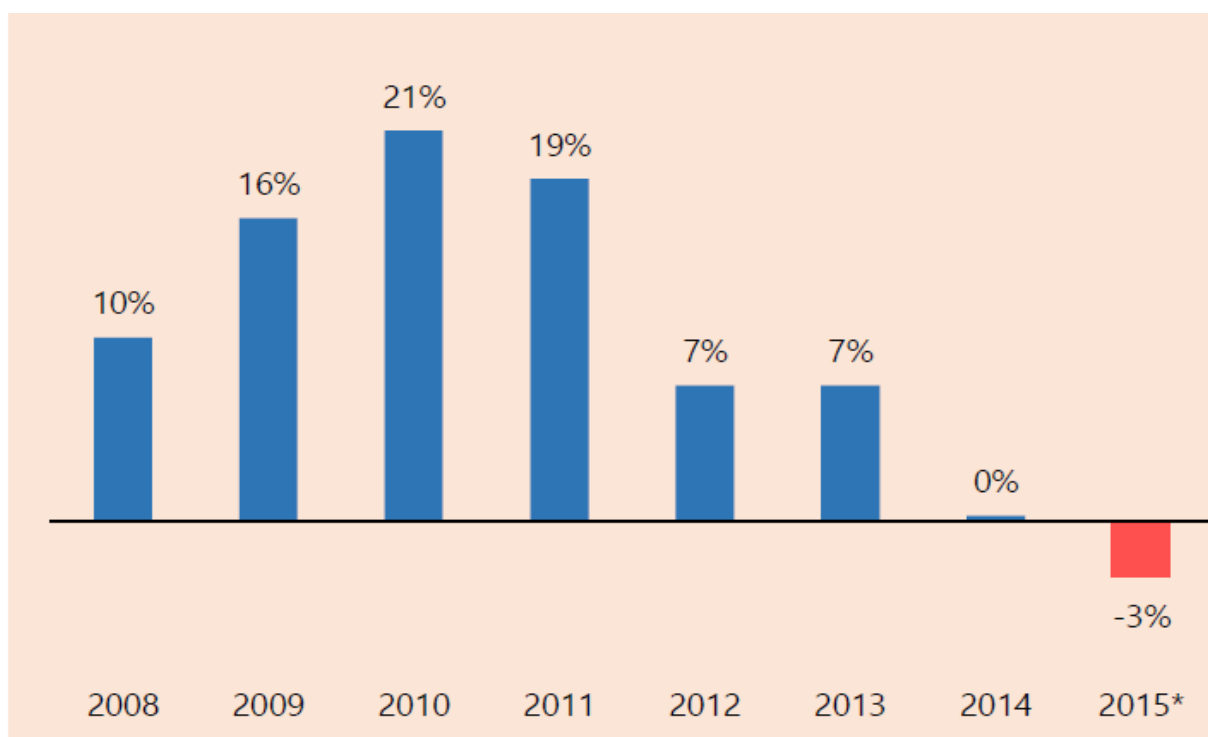
Intervenções urbanas produzidas por investimentos públicos e privadas podem valorizar ou desvalorizar seu imóvel. É errado imaginar que os preços dos imóveis sempre sobem. Eles podem não subir como também podem cair dependendo do imóvel.

Imóveis possuem baixa liquidez. Isto significa que não é rápido e nem fácil transformar o seu imóvel em dinheiro. O processo de venda é demorado, burocrático e custoso. Para qualquer imóvel sempre existe um comprador, tudo vai depender do valor que você está disposto a perder para vender o imóvel rapidamente. Da mesma forma que no mercado de ações, quem define o preço de venda do imóvel é o mercado e não você. Existem pessoas que estão comprando e vendendo imóveis todos os dias e o preço do metro quadrado está sempre flutuando para mais ou para menos (HALFELD, 2008).

Na bolsa você pode ver o preço das ações subindo e descendo em tempo real quando cada transação de compra e venda é realizada. No mercado imobiliário os preços fluam, mas não podemos ver esta flutuação. Não sabemos quanto vale nosso imóvel diariamente. Quando uma pessoa coloca um imóvel à venda, e ele demora a vender, significa que o preço anunciado está muito acima do preço de venda aceito pelo mercado. Na bolsa de valores é possível ver quanto às pessoas estão dispostas a pagar pelas ações. No mercado imobiliário isto é impossível. Um indicativo de preço acima do valor de mercado é percebido quando a imóvel demora muito para vender.

O primeiro trimestre de 2015 marcou o início de um ciclo de queda nos preços dos imóveis no Brasil. Não é possível prever quanto tempo essa queda vai durar, já que: (i) a conjuntura econômica atual é bastante peculiar; (ii) faltam dados históricos para sabermos como os preços se movimentaram em outros ciclos de baixa e (iii) esse ciclo de correção é o primeiro após a grande e recente expansão no crédito imobiliário no país, portanto é o primeiro após uma grande mudança estrutural do mercado (FIPEZAP, 2015).

Segundo o FipeZap (maior portal de classificados da internet brasileira) nos três primeiros meses de 2015, o preço médio anunciado do m² para venda subiu 0,7% na média das 20 cidades que compõem o Índice FipeZap. Com uma inflação próxima a 4% no mesmo período, os preços reais dos imóveis já acumulam queda de 3% no ano, sendo que em quatro cidades a variação nominal já é negativa. Esse comportamento é significativamente distinto do auge do *boom* em 2010, quando os preços subiram apenas naquele ano 21% em termos reais.



(*) Até março.

Gráfico 14 – Variação real do preço dos imóveis (FIPEZAP, 2015)

2.4.2. LUCRAR COM O RETORNO DO ALUGUEL

A rentabilidade do aluguel (conhecida no mercado financeiro como *Rental Yield*) é calculada através da divisão do valor recebido com a locação do imóvel pelo valor de venda do mesmo. Para obter a rentabilidade em termos anuais, multiplica-se essa razão por 12 (já que o aluguel normalmente é um valor mensal). O retorno que um investidor tem com aluguéis é uma informação importante não somente para quem investe em imóveis, mas para todas as famílias. Afinal, a família sempre pode escolher entre ocupar um domicílio próprio ou alugar um imóvel (HALFELD, 2008).

Assim, a comparação da rentabilidade do aluguel com a taxa de juros da economia ajuda a compreender o que deve acontecer com os preços dos imóveis. Se a rentabilidade da locação está baixa, devem acontecer dois movimentos: (i) um número maior de famílias irá optar por alugar um imóvel ao invés de comprar e (ii) os investidores vão preferir vender seus imóveis e aplicar o dinheiro em alguma alternativa mais rentável. Esses movimentos fazem com que o preço do aluguel aumente em relação ao preço de venda, o que por sua vez eleva a taxa de retorno com a locação até um patamar mais razoável. Por outro lado, se a rentabilidade do aluguel está alta, os movimentos se invertem e a taxa deve cair ao longo do tempo, fazendo com que o preço da venda aumente em relação ao de locação (FIPEZAP, 2015).

Fica claro, portanto, que o principal fator estrutural que determina os movimentos da rentabilidade do aluguel é a taxa de juros da economia. Em situações de bolha imobiliária, é muito comum que a rentabilidade do aluguel fique excessivamente baixa, já que a bolha se caracteriza exatamente pelo desalinhamento do preço de venda dos imóveis em relação aos fundamentos.

O gráfico 12 mostra, que ocorreu exatamente isso nos EUA durante o período anterior à crise de 2008: entre 2000 e 2005, os EUA conviveram com taxas de juros em um patamar bastante baixo (inclusive ficaram negativas durante parte desse período). Seguindo os mesmos mecanismos descritos no parágrafo anterior, esses juros baixos contribuíram para redução do *rental yield* de 4,6% a.a. em 2000 a 3,5% a.a. em 2006. Após o estouro da bolha em 2007, os preços dos imóveis caíram em média 21% até 2011. Essa redução foi suficiente para levar o retorno com aluguéis ao patamar de 4,7% ao ano. Cabe ressaltar que, como se sabe, atualmente os juros estão novamente em patamares baixos. Porém, nesse ciclo de

afrouxamento monetário o *rental yield* não cedeu da mesma forma (estão em 4,3% a.a., apenas 0,3 pontos percentuais abaixo do valor do ano 2000).

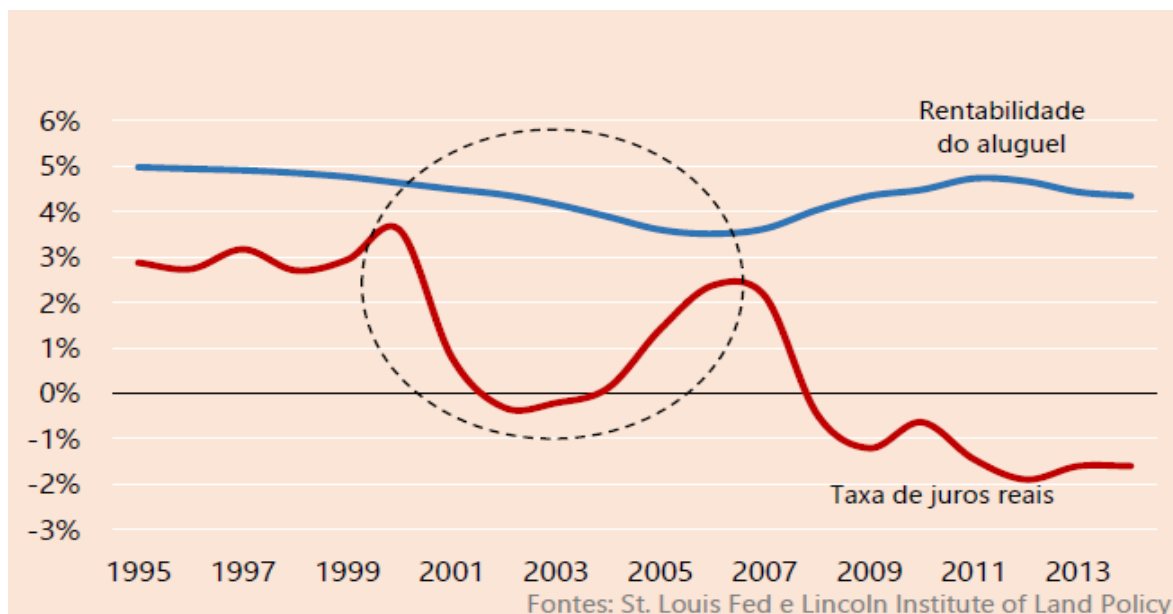


Gráfico 15 – Rentabilidade do aluguel vs. Taxa de Juros no EUA (FIPEZAP, 2015).

No Brasil esse processo não ocorreu. Cabe ainda destacar que mesmo durante o período 2011-2013, no qual os juros no Brasil foram reduzidos de forma abrupta pelo Banco Central, o mercado imobiliário manteve-se saudável e não parece ter sido influenciado por esse movimento, como mostra o gráfico 13, que durou pouco tempo e foi de magnitude inferior ao observado nos EUA entre 2000-2005.

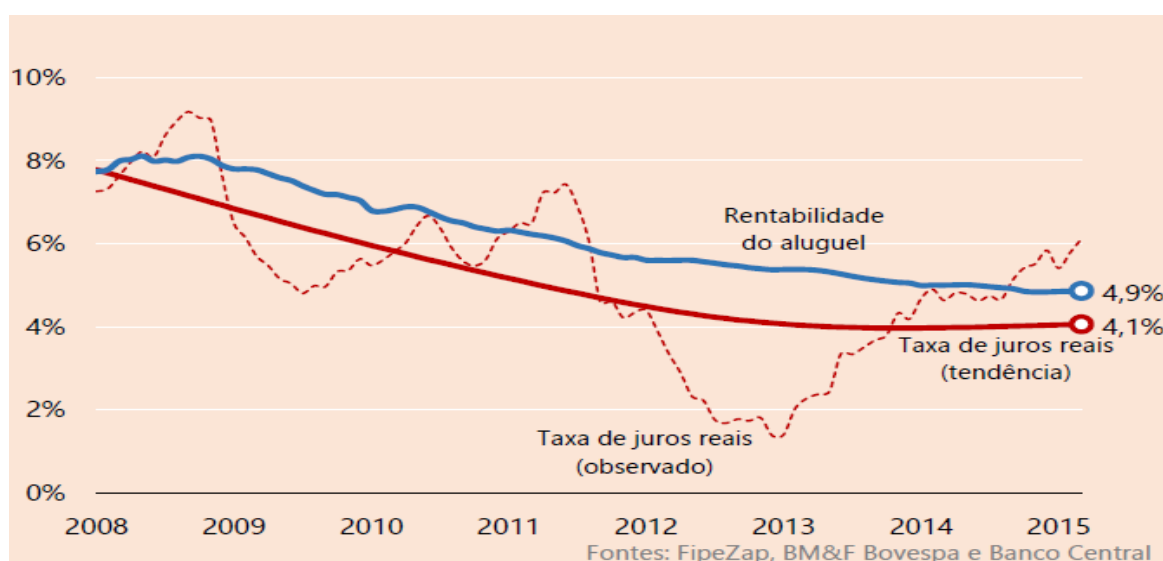


Gráfico 16 – Rentabilidade do aluguel vs. Taxa de Juros no Brasil (FIPEZAP, 2015).

Pelo exposto até aqui em relação aos fundamentos do mercado imobiliário, parece seguro afirmar que no Brasil os preços dos imóveis seguiram os fundamentos do mercado. A questão da bolha imobiliária só poderá ser respondida de forma definitiva quando ficar claro qual o patamar de equilíbrio da taxa de juros real, que oscilou bastante nos últimos anos.

Deve-se questionar o fato do Retorno médio do aluguel (representado pelo índice FipeZap) no Brasil estar atualmente em patamares muito baixo. Nota-se no gráfico 14 e 15 que o retorno do aluguel nos últimos 12 meses ficou bem abaixo quando comparado com o IPCA (índice oficial da Inflação), e com o IGPM (Índice de correção dos contratos de alugueis).

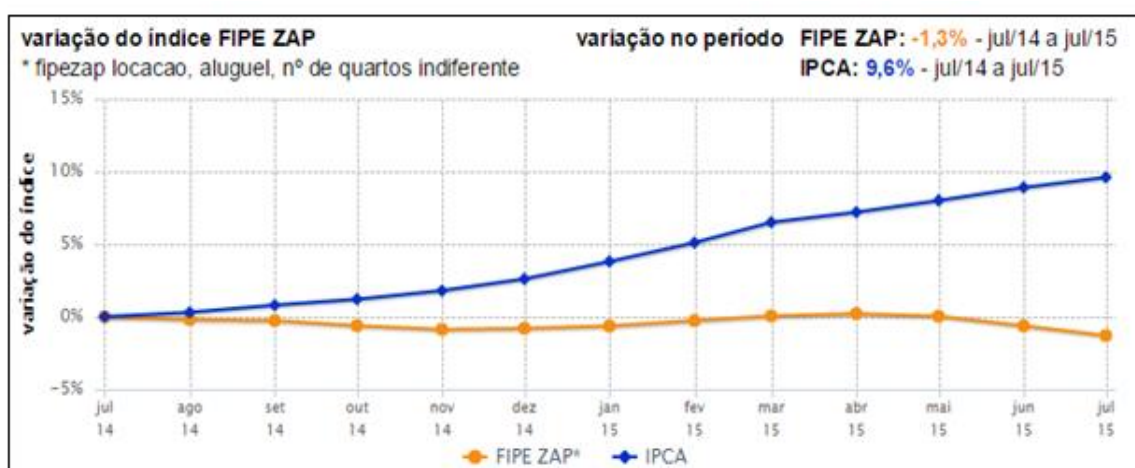


Gráfico 17 – Comparativo dos últimos 12 meses: Aluguel vs IPCA (FIPEZAP, 2015).

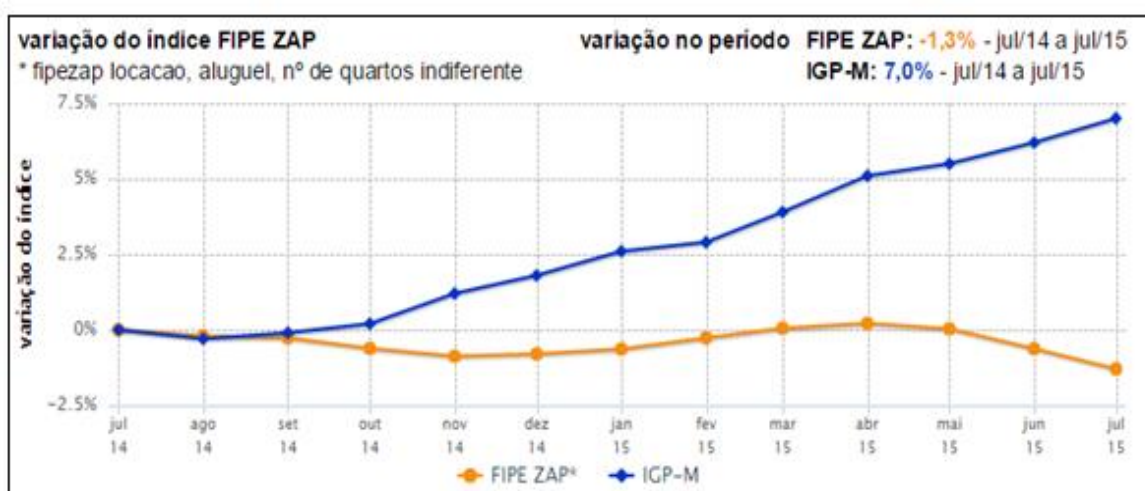


Gráfico 18 – Comparativo dos últimos 12 meses: Aluguel vs IGP-M (FIPEZAP, 2015).

Nota-se, porém, que na comparação com os mesmos índices levando em considerando um período maior (neste caso desde o início da série FipeZap), ou seja, desde fev/08, o retorno do aluguel fica mais rentável que ambos os índices financeiros.

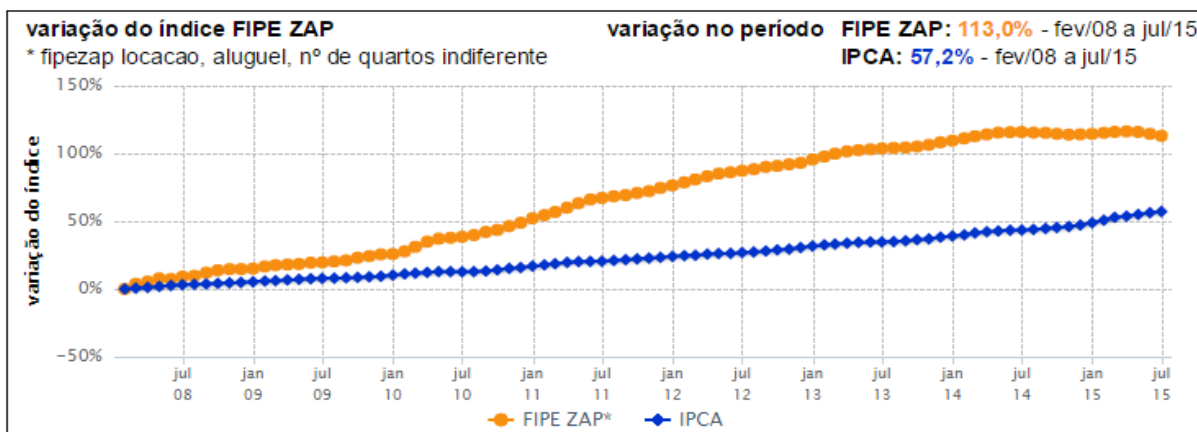


Gráfico 19 – Comparativo: Aluguel vs. IPCA: – período fev/08 a jul/15 (FIPEZAP, 2015).

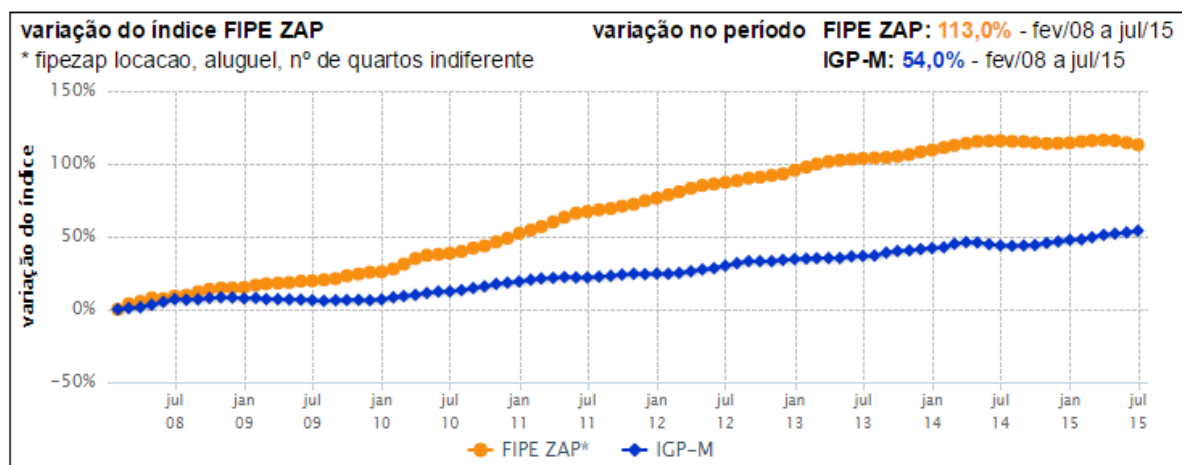


Gráfico 20 – Comparativo: Aluguel vs. IGP-M: – período fev/08 a jul/15 (FIPEZAP, 2015).

Isso significa que investir em um imóvel com o objetivo de renda (aluguel), foi até um passado recente uma excelente opção de investimento, gerando ganhos tanto na valorização do imóvel como no retorno com o aluguel, acima da inflação. Porém, diante das conjunturas atuais da economia do país, bem como do mercado imobiliário como um todo, fica evidente que este não é a melhor alternativa de investimento a se tomar, já que o retorno vem ficando abaixo da taxa de juro real (descontado a inflação).

2.5. INVESTIMENTO DA VEZ

O mercado imobiliário também sofre concorrência de outros mercados. Quando a taxa de juros sobe (como está acontecendo agora) muitos investidores preferem deixar seu patrimônio investido em Renda Fixa, CDB, Títulos do Tesouro com rentabilidade e segurança. Quem investe em imóveis buscando gerar renda através dos aluguéis está sempre comparando os custos e riscos do investimento imobiliário com o que poderia ganhar se vendesse o imóvel e investisse em aplicações de baixo risco, movimento que já vem sendo notado com a poupança, como já visto no item 2.2.1.

2.5.1. AFINAL O QUE É RENDA FIXA?

Muitos brasileiros têm se mostrado interessados nas aplicações de Renda Fixa. Este mercado cresceu muito nos últimos anos e hoje atinge mais de três milhões de investidores e movimenta mais de R\$ 2 trilhões, segundo dados da CETIP (maior empresa de custódia e liquidação financeira do país). Na prática, Renda Fixa representa aquele investimento em que as condições de rentabilidade são determinadas já no momento da aplicação (CETIP,2015).

Esses títulos que pagam, em períodos definidos, certa remuneração, que pode ser determinada no momento da aplicação ou no momento do resgate (no final da aplicação). O modo mais fácil de entender o que é um título de renda fixa é imaginar cada título como um empréstimo. Cada vez que você compra um título de renda fixa você está basicamente emprestando dinheiro ao emissor do título (que pode ser o seu banco, uma empresa ou o governo). Os juros cobrados nada mais são do que a remuneração que você recebe por emprestar seu dinheiro (MASSARO, 2014).

2.5.2. TÍTULOS PRÉ E PÓS-FIXADO – QUAL A DIFERENÇA?

Títulos Pré-Fixados, são aqueles cuja remuneração é determinada no momento da aplicação. Você sabe no ato na contratação quanto receberá de juros no final do prazo, independente das oscilações do mercado.

Títulos Pós-Fixado são diferentes, você saberá quanto irá receber de juros somente no final da aplicação. Isso ocorre porque o rendimento é determinado pela variação de um certo índice mais uma taxa de juros determinada no início (TESOURO DIRETO, 2015).

2.5.3. TÍTULOS PRIVADOS

São emitidos por instituições financeiras privadas visando à captação de recursos com prazo e um rendimento pré-determinado.

2.5.3.1. CDB - CERTIFICADO DE DEPÓSITO BANCÁRIO

Antes da introdução dos fundos de investimento, os CDBs eram uma das principais alternativas de investimento no mercado brasileiro. Os CDBs são títulos emitidos por bancos, que podem ser vistos como um depósito bancário, já que ao comprar o CDB você na verdade está emprestando o dinheiro para o banco, e recebendo em troca o pagamento de juros.

Rentabilidade: A taxa paga pelos bancos pode ser pré-fixada, pós-fixada ou flutuante, essa última atrelada a um percentual da variação de um índice, que pode ser a TR, TJLP, CDI, ou um índice de inflação, como o IGP-DI ou IGP-M. Nos CDBs pré-fixados, como o próprio nome já sugere, você sabe na hora da compra quanto irá receber em juros, enquanto nos pós-fixados a remuneração que você receberá só será definida depois do vencimento do título.

Prazo: Normalmente, as aplicações têm prazos que variam entre 30 dias e 180 dias. Em geral os bancos concedem taxas melhores de acordo com o volume investido, isto é, quanto maior o investimento, melhor deve ser a taxa que você receberá do banco.

Riscos/Garantia: Ao aplicar seu dinheiro em um CDB, o maior risco é de que o banco que emitiu o CDB fique inadimplente, ou seja, que o banco quebre antes de pagar seus clientes. Nesse caso, a aplicação é garantida pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), vinculado ao Governo Federal, até um valor máximo de R\$ 250.000,00 por CPF.

Tributação: Se o saque acontecer antes de 30 dias terá de pagar IOF regressivo, isto é, quanto mais tempo deixar o dinheiro investido menos paga em IOF. No vencimento do CDB, você recebe um crédito automático em sua conta corrente, já descontado o pagamento de imposto de renda sobre o rendimento bruto do CDB no período, conforme tabela regressiva do IR (CETIP, 2015).

2.5.3.2. LCA - LETRA DE CRÉDITO DO AGRONEGÓCIO

É um título emitido por uma instituição financeira. É utilizado para captar recursos para participantes da cadeia do agronegócio. Criados pela Lei nº 11.076, esses papéis tem como um de seus atrativos o fato de que os investidores pessoas físicas têm seus rendimentos isentos de Imposto de Renda.

Rentabilidade: LCA tem rentabilidade pré ou pós-fixada:

a) Pós-Fixada: A Taxa de Juros é apresentada como um percentual do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que acompanha de perto os juros básicos da economia - SELIC e é pago no vencimento da aplicação. Outra forma de rentabilidade é o indexador de inflação pelo IPCA ou IGPM mais os juros reais. Nesses casos o prazo mínimo de emissão é de 36 meses.

b) Pré-Fixada: A Taxa de Juros é determinada no momento da aplicação, e o valor de Resgate já fica conhecido previamente.

Prazo: O prazo mínimo de vencimento desse ativo varia de acordo com o emissor. Os mais comuns são de 60 dias a 720 dias. Fora da data do vencimento a negociação da LCA varia de acordo com as condições de mercado.

Risco/Garantia: Ao optar pela LCA, o investidor assume o risco primário do emissor. Conta ainda com a garantia dos ativos reais lastreados à operação. Outro diferencial é o fato de ser elegível à cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 250 mil

por investidor. Para sua emissão, os produtores entregam ao banco, como garantia da operação, ativos reais como soja, café, boi ou outra mercadoria, servindo como lastro dessas operações. Os lastros da LCA devem ser registrados em entidades autorizadas pelo Banco Central. Esses títulos contam ainda com o registro da operação na CETIP, dando maior transparência ao aplicador.

Tributação: O rendimento das aplicações em Letras de Crédito do Agronegócio - LCA são isentas de Imposto de Renda para pessoas físicas e IOF. Isso permite, em muitos casos, um ganho maior do que aplicações de renda fixa mais comum, como um CBD por exemplo (CETIP, 2015).

2.5.3.3. LCI - LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIA

Representa uma fonte de recursos para o setor imobiliário, pois possuem como lastro créditos imobiliários. Emitida por instituições financeiras – bancos comerciais, múltiplos e de investimento, além de sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e companhias hipotecárias – e regulamentada pela Lei no 10.931/2004 e a Circular do Banco Central no. 3.614/12.

A LCI tem rentabilidade pré ou pós-fixada:

- a) Pós-Fixada: A Taxa de Juros é apresentada como um percentual do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que acompanha de perto os juros básicos da economia - SELIC e é pago no vencimento da aplicação. Outra forma de rentabilidade é o indexador de inflação pelo IPCA ou IGPM mais os juros reais. Nesses casos o prazo mínimo de emissão é de 36 meses.
- b) Pré-Fixada: A Taxa de Juros é determinada no momento da aplicação, e o valor de Resgate já fica conhecido previamente.

Prazo: O prazo mínimo de vencimento desse ativo varia de acordo com o emissor. Os mais comuns são de 60 dias a 720 dias. Fora da data do vencimento a negociação da LCI varia de acordo com as condições de mercado.

Risco/Garantia: Ao optar pela LCI, o investidor assume o risco primário do emissor. Conta ainda com a segurança adicional de que está vinculado à carteira de crédito imobiliário da instituição financeira. Outro diferencial é o fato de ser elegível à cobertura do Fundo

Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 250 mil por CPF, limitado ao saldo. Além das garantias do FGC, as LCI's tem como lastro financiamentos imobiliários, garantidos por alienação fiduciária, e com registro na CETIP.

Tributação: O rendimento das aplicações em LCI são isentas de Imposto de Renda para pessoas físicas. Isso permite, em muitos casos, um ganho maior do que aplicações de renda fixa mais comuns, como um CDB por exemplo (CETIP, 2015).

2.5.3.4. LC - LETRA DE CÂMBIO

É um instrumento de captação usado pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento que é emitido com base em uma transação comercial. Desta forma, trata-se de uma operação estruturada de forma a obter recursos que serão eventualmente direcionados para financiamento de crédito ao consumidor final. Apesar de possuir a palavra “Câmbio” no seu nome, ela não tem nada a ver com investimento em moedas e suas oscilações. O termo “Câmbio” vem da forma de cobrança destes créditos que podem ser via Ação Cambial.

Rentabilidade: Esses títulos podem ser negociados pelos registradores e emitidos com remuneração pré ou pós-fixada.

a) Pós-Fixada: A Taxa de Juros é apresentada como um percentual do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que acompanha de perto os juros básicos da economia - SELIC e é pago no vencimento da aplicação.

b) Pré-Fixada: A Taxa de Juros é determinada no momento da aplicação, e o valor de Resgate já fica conhecido previamente.

Prazo: O investimento em Letras de Câmbio tem prazos mais extensos de aplicação bem como carência para resgate dos investimentos. Os prazos variam, mas o mais comum é encontrar Letras de Câmbio com Vencimento e Carência de 2 ou 3 anos. Isto quer dizer que quando você investir em Letras de Câmbio, você não poderá resgatar os investimentos antes que se encerre este prazo, sob pena de perder todo os juros do período.

Riscos/Garantia: Investimento conta com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 250 mil por CPF, limitado ao saldo existente.

Tributação: Incide a cobrança de IR, quanto maior o prazo do investimento em Renda Fixa, menor a alíquota do imposto de renda, veja a tabela ao lado (CETIP, 2015).

2.5.3.5. LETRAS HIPOTECÁRIAS

São uma forma de captação usada pelos bancos para financiar certas linhas de crédito imobiliário, portanto só podem ser emitidas por instituições autorizadas, para este tipo de financiamento. As LH são emitidas com juros prefixados, flutuantes e pós-fixados em TR ou TJLP com prazo mínimo de 180 dias e máximo, apesar de não ser estipulado em geral, não passa de 24 meses.

Rentabilidade: A rentabilidade deste tipo de aplicação está vinculada ao valor nominal do financiamento imobiliário, ajustado pela inflação ou variação do CDI. Atualmente a Caixa Econômica Federal (CEF) é a maior emissora deste tipo de títulos no país. A Caixa lançou em 2000 uma LH especial voltada para investidores de alta renda, que exige aplicação mínima de R\$ 300 mil e prazo mínimo de 6 meses. Quanto maior o prazo maior a rentabilidade garantida

Prazo: Além do maior volume de capital exigido para aplicar nas LH's, outro inconveniente é a falta de liquidez e de prazos maleáveis de investimento em relação a outros produtos disponíveis no mercado. As letras são oferecidas apenas com vencimentos pré-definidos, que variam entre seis meses a dois anos, e não existe a possibilidade de saque dos recursos antes do prazo estabelecido.

Riscos/Garantia: Investimento conta com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$ 250 mil por CPF, limitado ao saldo existente.

Tributação: O rendimento das aplicações em LCI são isentas de Imposto de Renda para pessoas físicas (CETIP, 2015).

2.5.3.6. DEBÊNTURES

Ao contrário dos CDBs e das letras hipotecárias, as debêntures são títulos de renda fixa, emitidos por empresas não financeiras, com capital aberto que buscam obter recursos de médio e longo prazos para financiar as suas atividades ou quitar dívidas. Ou seja, é uma dívida que a empresa levanta com você investidor e em troca paga juro por isso. Em alguns casos as debêntures podem conter uma opção de conversão, através da qual na data de exercício é possível trocar as debêntures, que nada mais são do que um título de dívida, por ações da empresa. Desta forma, você deixa de ser um credor para ser um acionista da empresa.

Rentabilidade: É definida pela combinação de duas variáveis, uma é a valorização do valor do título e a outra é o juro pago em períodos definidos para o investidor. O nível dos juros a serem pagos deve refletir a qualidade da empresa, escassez de recursos no mercado e apetite dos investidores. Isto significa que empresas de melhor qualidade (do ponto de vista de resultado e estrutura de capital) pagam menos, pois o investidor está correndo menos risco ao emprestar o seu dinheiro. Em contrapartida, as empresas mais endividadas para as quais poucos investidores estão interessados em emprestar dinheiro pagam mais, para compensar o investidor do risco que estão correndo. Como credor da empresa você tem preferência frente aos acionistas em caso de falência da empresa, ou seja, se a empresa enfrentar dificuldades e não honrar suas dívidas, os investidores que aplicaram em debêntures terão que obter o dinheiro de volta com base no patrimônio da empresa, mas para isso é preciso observar a ordem de recebimento, já que alguns credores têm preferência sobre outros no recebimento.

Prazos: Possuem qualquer prazo para investimento.

Garantias: Quando você compra uma debênture, está na verdade emprestando dinheiro para a empresa, correndo risco de que elas não venham honrar seus compromissos. Para tornar suas debêntures mais atrativas para os investidores, conseqüentemente, reduzindo os juros que devem pagar, algumas empresas dão garantias na emissão de debêntures. Existem basicamente quatro tipos de garantias, sendo que a diferença entre elas reside no grau de prioridade que o investidor tem de receber o dinheiro que emprestou em caso de falência da empresa emissora.

Garantia real: direitos do investidor são garantidos por um ativo da empresa, que não podem ser negociados até que as obrigações com os investidores sejam quitadas por completo. O valor da emissão está limitado a 80% do valor do ativo que a garante.

Garantia flutuante: o investidor tem privilégio sobre um ativo da empresa sem que com isso este deixe de ser negociado, o valor da emissão da debênture está limitado a 70% do valor do ativo dado em garantia.

Garantia sem preferência: não há qualquer garantia real para o investidor, que em caso de falência concorre em pé de igualdade com os demais credores sem preferência da empresa para receber seus direitos. Emissão está limitada ao valor do capital da empresa que emitiu.

Garantia subordinada: debêntures sem garantia podem contar com cláusulas de subordinação, garantindo a preferência somente em relação aos acionistas com relação ao recebimento dos seus direitos. Neste caso não há limites para a emissão. No caso de emissão de debêntures para investidores que não sejam acionistas da empresa emissora (com oferecimento ao público), é necessário o registro da empresa e da emissão junto à Comissão de Valores Mobiliários (CETIP, 2015).

2.5.4. TÍTULOS PÚBLICOS

Assim como as empresas e os bancos, os Governos federal, estadual e municipal também precisam de dinheiro para financiar suas obras e cobrir suas despesas. Os títulos emitidos por estas entidades são chamados de títulos de dívida pública e podem ser pré ou pós-fixados. No caso do Governo federal, os títulos também podem ser emitidos com intuito de sinalizar política monetária, como aconteceu nos últimos meses com o Governo, emitindo títulos cambiais para controlar a alta do dólar (MASSARO, 2014).

2.5.4.1. TÍTULOS FEDERAIS

No caso dos títulos federais, os emissores dos títulos na verdade são o Banco Central e o Tesouro Nacional, embora o Banco Central quase não emita mais títulos, deixando a cargo

do Tesouro Nacional esta missão. Existem seis tipos de títulos, que diferem entre si pela forma como são remunerados. Vamos ver quais são:

Tesouro Prefixado: Título prefixado, cujo valor principal e os juros são resgatados no vencimento.

Tesouro Selic: Título pós-fixado (indexado à taxa SELIC), cujo valor principal e os juros são resgatados no vencimento.

Tesouro Prefixado com Juros Semestrais: Título prefixado, com pagamento (cupom) semestral de juros e resgate do valor principal no vencimento.

Tesouro IPCA com Juros Semestrais: Título pós-fixado, com taxa de juros fixa e correção pela inflação através do IPCA. Pagamento de juros e correção (cupom) semestral e resgate do valor principal no vencimento.

Tesouro IPCA: Título pós-fixado, com taxa de juros fixa e correção pela inflação através do IPCA. Pagamento de juros, correção e do valor principal apenas no vencimento (TESOURO DIRETO, 2015).

2.5.4.2. COMO FUNCIONA?

Por ser uma parceria entre o Tesouro Nacional e a bolsa de valores (a BM&FBOVESPA), as operações no Tesouro Direto são realizadas através de uma corretora ou distribuidora de valores, que no contexto do Tesouro Direto são chamadas de “agentes de custódia”.

Então, o primeiro passo para investir no Tesouro Direto é ter conta aberta em uma instituição financeira autorizada a participar do programa (um agente de custódia). O agente de custódia atua como intermediário da transação e os títulos ficam custodiados (guardados) na Câmara de Ações (antiga CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia) da BM&FBOVESPA, vinculados ao nome e ao CPF do investidor.

Apesar de se usar termos como “custódia” e “guarda dos títulos”, é importante salientar novamente que os títulos do Tesouro Nacional são escriturais, ou seja, eles não existem em sua forma física. Então, quando se fala em “guarda”, “custódia” ou qualquer outro

termo que remeta à ideia de existência física, na verdade se está falando de registros eletrônicos que estão na base de dados da BM&FBOVESPA.

As transações e as consultas são feitas no próprio site do Tesouro Direto, em www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto, mas alguns agentes de custódia possuem sistemas integrados ao Tesouro Direto, oferecendo aos clientes a facilidade e a comodidade de realizarem suas consultas e operações através do site do próprio agente. Esses agentes são chamados “agentes de custódia integrados”. Isso significa que, se o investidor realiza suas operações através de uma corretora que é agente de custódia integrado, ele pode realizar suas transações diretamente pelo homebroker. Uma vez tendo a conta aberta no agente de custódia de sua preferência, tudo que o investidor precisa fazer é enviar o dinheiro e começar a investir (TESOURO DIRETO, 2015).

O sistema do Tesouro Direto funciona ininterruptamente, permitindo consultas a qualquer momento e compras todos os dias, exceto no período entre 5 e 9 horas da manhã, nos dias úteis, quando as compras são suspensas para manutenção e atualização do sistema.

O investidor também pode vender seus títulos em qualquer dia. Nos dias úteis a venda ocorre no período de 18 horas às 5 horas do dia seguinte. Nos finais de semana e feriados não há limites de horário. A exceção é nas semanas em que há reunião do COPOM (Comitê de Política Monetária), ocasião em que se aplicam regras diferenciadas (TESOURO DIRETO, 2015).

2.5.4.3. RENTABILIDADE DOS TÍTULOS

A rentabilidade real dos títulos, que considera tanto a taxa de juros, a correção monetária (se houver) e a oscilação do preço de mercado, pode ser consultada no site do Tesouro Direto ou do agente de custódia integrado.

Preços e taxas dos títulos públicos disponíveis para compra

Título	Vencimento	Taxa % a.a.		Preço Unitário Dia	
		Compra	Venda	Compra	Venda
Indexados ao IPCA					
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2017 (NTNB)	15/05/2017	-	7,22	R\$0,00	R\$2.685,01
Tesouro IPCA+ 2019 (NTNB Princ)	15/05/2019	7,24	7,28	R\$2.077,65	R\$2.074,79
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2020 (NTNB)	15/08/2020	7,17	7,23	R\$2.570,57	R\$2.564,34
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2024 (NTNB)	15/08/2024	-	7,22	R\$0,00	R\$2.490,49
Tesouro IPCA+ 2024 (NTNB Princ)	15/08/2024	7,15	7,21	R\$1.451,09	R\$1.443,86
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2035 (NTNB)	15/05/2035	7,10	7,20	R\$2.436,18	R\$2.411,03
Tesouro IPCA+ 2035 (NTNB Princ)	15/05/2035	7,10	7,20	R\$698,95	R\$686,26
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2045 (NTNB)	15/05/2045	-	7,08	R\$0,00	R\$2.389,82
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2050 (NTNB)	15/08/2050	6,98	7,08	R\$2.364,40	R\$2.333,98
Prefixados					
Tesouro Prefixado 2016 (LTN)	01/01/2016	-	14,29	R\$0,00	R\$954,42
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2017 (NTNF)	01/01/2017	-	14,17	R\$0,00	R\$967,81
Tesouro Prefixado 2017 (LTN)	01/01/2017	-	14,16	R\$0,00	R\$836,81
Tesouro Prefixado 2018 (LTN)	01/01/2018	13,99	14,05	R\$736,73	R\$735,83
Tesouro Prefixado 2021 (LTN)	01/01/2021	13,99	14,05	R\$497,92	R\$496,52
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2021 (NTNF)	01/01/2021	-	14,05	R\$0,00	R\$874,51
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2023 (NTNF)	01/01/2023	-	14,14	R\$0,00	R\$839,31
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2025 (NTNF)	01/01/2025	14,15	14,21	R\$813,88	R\$811,40
Indexados à Taxa Selic					
Tesouro Selic 2017 (LFT)	07/03/2017	-	0,02	R\$0,00	R\$7.071,22
Tesouro Selic 2021 (LFT)	01/03/2021	0,00	0,04	R\$7.073,37	R\$7.057,89

Atualizado em: 25/08/2015 17:52

Quadro 1: Títulos Públicos disponíveis (TESOURO DIRETO, 2015)

2.5.4.4. TRIBUTAÇÃO

No Brasil, os investimentos de renda fixa (com algumas exceções, como a Caderneta de Poupança, LCI e LCA) seguem essencialmente um mesmo esquema de tributação, onde se paga IOF no caso de resgate ou venda do título em prazos inferiores a 30 dias e Imposto de Renda conforme a “tabela regressiva”, onde a alíquota vai caindo ao longo do tempo.

Período	Alíquota do IR
Até 180 dias	22,50%
De 181 a 360 dias	20,00%
De 361 a 720 dias	17,50%
Acima de 721 dias	15,00%

Quadro 2: Tabela Regressiva de Imposto de Renda (RECEITA FEDERAL, 2015)

2.5.4.5. CUSTOS ENVOLVIDOS

Além dos impostos (mostrados a seguir), existem dois custos para negociar títulos no Tesouro Direto.

a) Taxa de custódia

No valor de 0,3% dos títulos. Essa taxa é cobrada pela BM&FBOVESPA e é fixa, independente de qual agente de custódia o investidor usa.

b) Taxa de administração

É a taxa pela qual o agente de custódia se remunera. Cada agente de custódia tem liberdade para estabelecer sua taxa de administração e há grande variação (TESOURO DIRETO, 2015).

2.5.4.6. RISCOS

Os títulos públicos estão sujeitos a dois riscos principais: O risco de crédito e o risco de mercado. O risco de crédito é, basicamente, o risco de “calote”. Nesse quesito, os títulos negociados no Tesouro Direto são os investimentos mais seguros do país, pois são garantidos por aval do Tesouro Nacional, ou seja, a garantia é do próprio governo, que é mais forte que a garantia de um banco ou de uma instituição privada.

Ter garantia do governo tem um significado muito forte, pois o governo é, em última instância, quem emite o dinheiro que existe no país. A possibilidade de um governo dar calote na dívida interna (a dívida contraída na própria moeda do país) é bastante remota.

O outro risco é o risco de mercado, que é a oscilação de preço que o título pode sofrer até o vencimento, por conta de fatores econômicos como taxa de juros e inflação.

Para o investidor que pretende levar o título até o vencimento, o risco de mercado é irrelevante, pois ele receberá aquilo que foi acordado, nem a mais, nem a menos. Porém, o investidor que vende o título antes do vencimento pode ter perdas ou ganhos não previstos por conta desses fatores econômicos. Como via de regra, títulos prefixados perdem valor de mercado quando as taxas de juros sobem, e se valorizam quando elas caem. Com os pós-fixados é o oposto – eles tendem a se valorizar quando os juros sobem. Essas oscilações são a chamada “volatilidade” (TESOURO DIRETO, 2015).

Títulos de prazo mais curto ou mais próximo do vencimento apresentam volatilidade menor (afinal, as condições de resgate já são conhecidas e, se estivermos perto do vencimento, às incertezas que geram especulação e volatilidade têm um impacto muito limitado no valor dos títulos).

2.6. ANÁLISE COMPARATIVA DOS INVESTIMENTOS NO CENÁRIO ATUAL

Dentro das atuais conjunturas econômicas do país, é preciso ter em mãos informações atualizadas de todos os índices e indexadores monetários que servem para balizar qualquer tipo de rentabilidade nos investimentos, seja de renda fixa ou renda variável. A série histórica é um ótimo indicador para análise, saber como este tipo de rendimento e indexador se comportou no passado é de extrema relevância, porém, só isto não basta. Esses dados devem ser analisados como complementares, como parte de uma análise, e o que completa esta análise é principalmente o cenário atual de determinados mercados que norteiam o seu investimento desejado, e também olhar para o futuro e considerar mudanças e tendências, sejam ela de mercado ou macroeconômicas.

Abaixo, segue um comparativo com a evolução dos últimos 12 meses e situação atual de cada índice. De fato, o resultado nos mostra que o momento não está nem um pouco

favorável para a renda variável (Bolsa de valores e mercado imobiliário), e aponta ganhos mais elevados e mais seguros na renda fixa:

Indexador/Índice	% a.a	
Taxa Básica de Juros (Selic)	14,25%	* Acumulado últimos 12 meses
CDI	14,13%	
IPCA (Inflação)	9,56%	* Acumulado últimos 12 meses
IGP-M	6,96%	* Acumulado últimos 12 meses
TR	1,40%	* Acumulado últimos 12 meses
Poupança	8,70%	
Índice Aluguel (FipeZap)	-1,30%	* Evolução últimos 12 meses
Valorização Imobiliária (FipeZap)	4,00%	* Evolução últimos 12 meses
Ibovespa (Bolsa de Valores)	-8,90%	* Evolução últimos 12 meses

Fonte: Cetip, Bacen, Índices Econômicos, Bovespa, Fipezap (Ago/15)

Quadro 3: Comparativo dos índices econômicos

Para saber qual o melhor investimento em renda fixa, abaixo segue um quadro comparativo com todas as modalidades em condições iguais. Certamente esta análise vai depender do perfil de cada investidor, como necessidade de liquidez e capital disponível.

Prazo do investimento (em meses)	36
Montante a ser Investido	R\$ 200.000,00
Selic over (% a.a) - www.bcb.gov.br	14,25%
Selic Mensal :	1,12%
CDI(% a.a) - www.cetip.com.br	14,13%
CDI Mensal:	1,11%
TR mensal (média dos últimos 3 meses, segundo BC):	0,20%

Investimento/retorno	ao mês	ao ano	ao período	em 5 anos	em 10 anos	em 30 anos
Poupança	0,70%	8,74%	28,59%	52,06%	131,24%	1136,41%
CDB ou letra de câmbio	1,05%	13,31%	45,50%	86,82%	249,03%	4152,01%
Tesouro Direto (LFT)	0,94%	11,94%	40,25%	75,73%	208,81%	2844,84%
LCI ou LCA	1,11%	14,13%	48,66%	93,64%	274,97%	5172,23%
Fundos DI	0,97%	12,23%	41,36%	78,06%	217,04%	3086,72%

Quadro 4: Comparativo por aplicação (CETIP/ TESOU DIRETO/ BACEN, 2015)

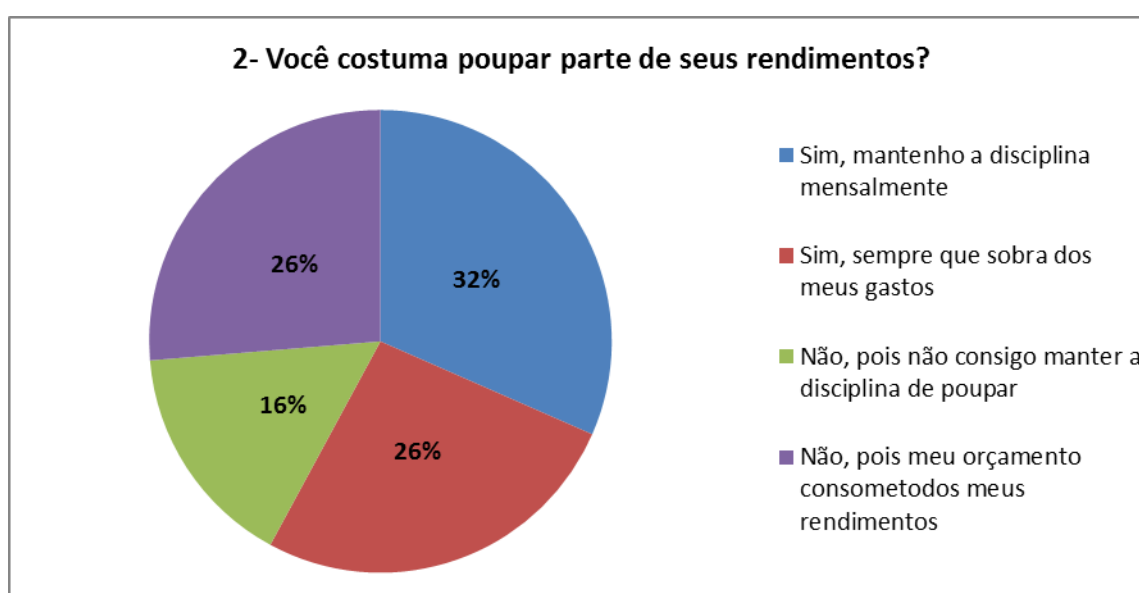
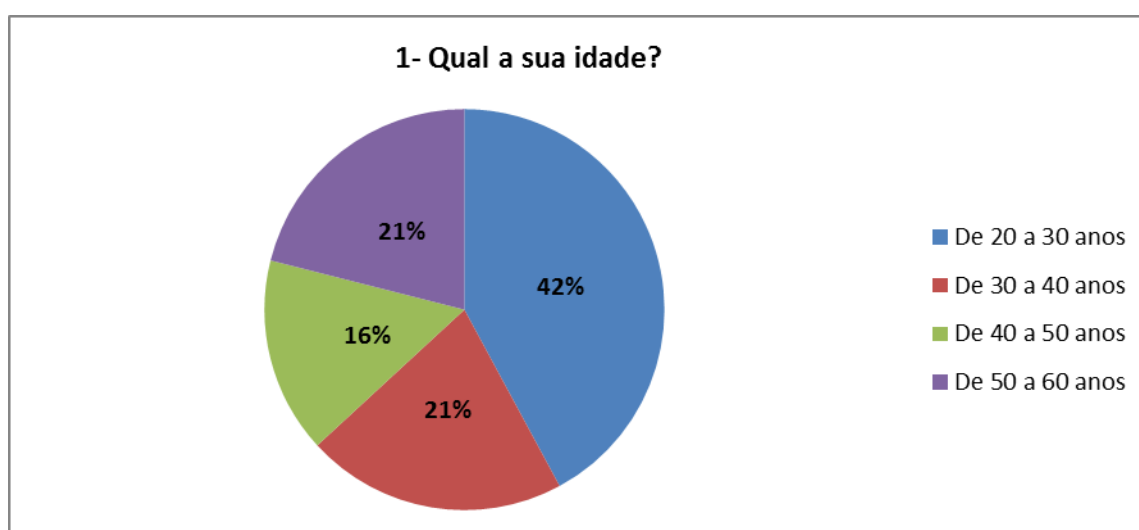
3. METODOLOGIA

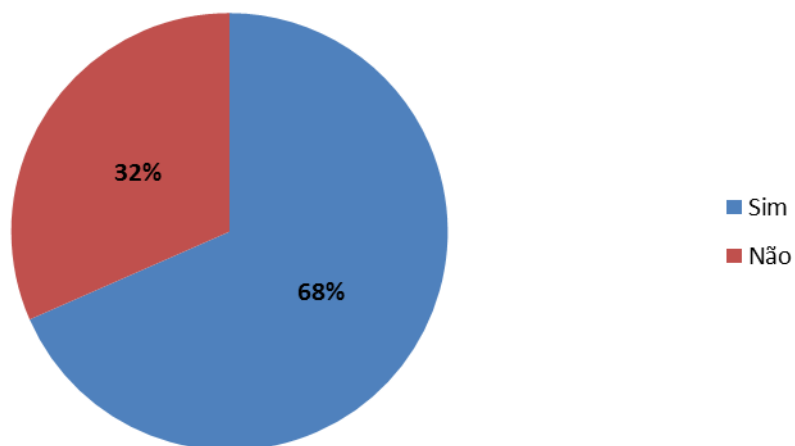
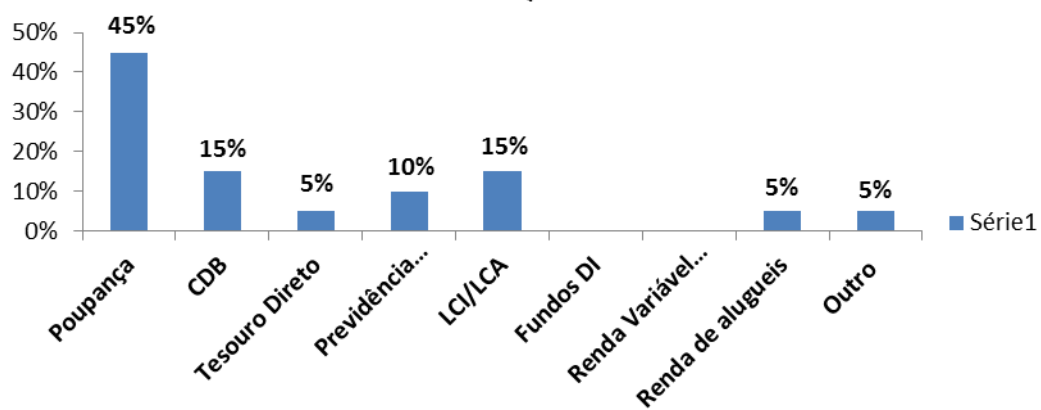
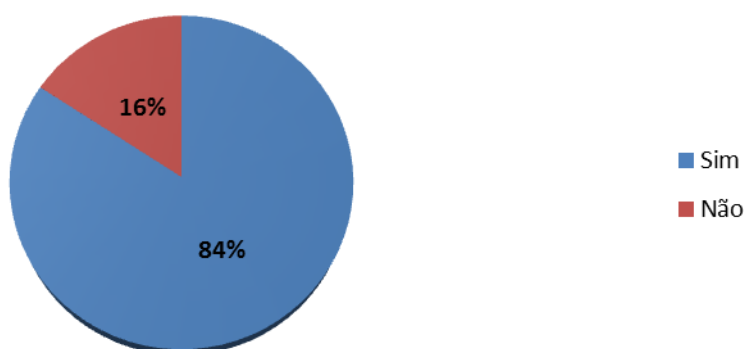
Com recentes mudanças na economia, afetando diretamente todos os tipos de investimento, os dados obtidos neste trabalho são fundamentais para se apurar as melhores alternativas com base nos três pilares do investimento: Segurança, Liquidez e Rentabilidade.

Conhecer as características, e principalmente o cenário macroeconômico com um todo, inclusive tendências de mercado, é auxilia na tomada de decisão de um investidor na hora de alocar seus recursos, ou até mesmo que não se considere um investidor, ou quem pretende ser.

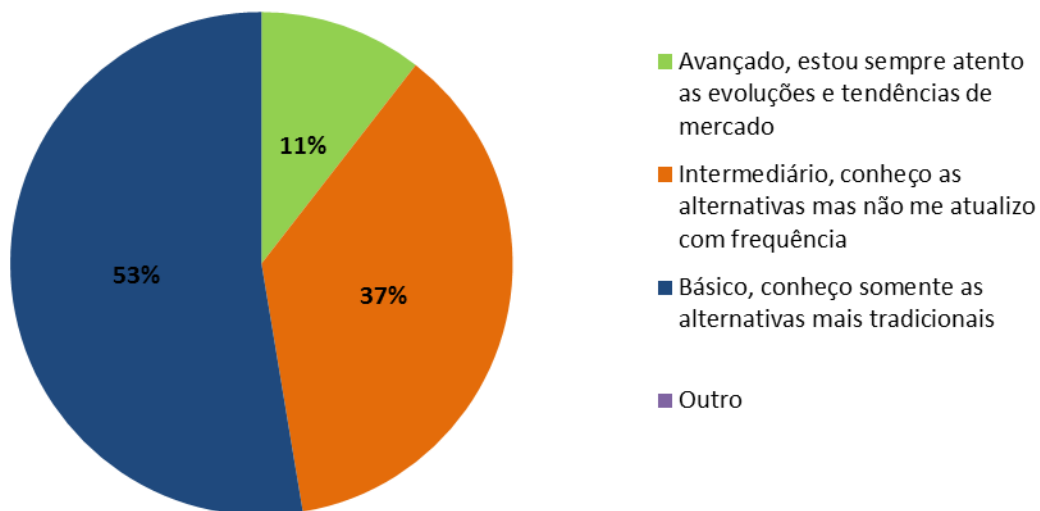
4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Foi aplicada uma pesquisa de campo com 40 participantes, de diferentes idades e classe sociais para analisar o perfil e a visão como investidor de cada entrevistado. O questionário foi realizado na cidade de Londrina, contendo oito perguntas fechadas e múltiplas escolhas, conforme resultados abaixo.

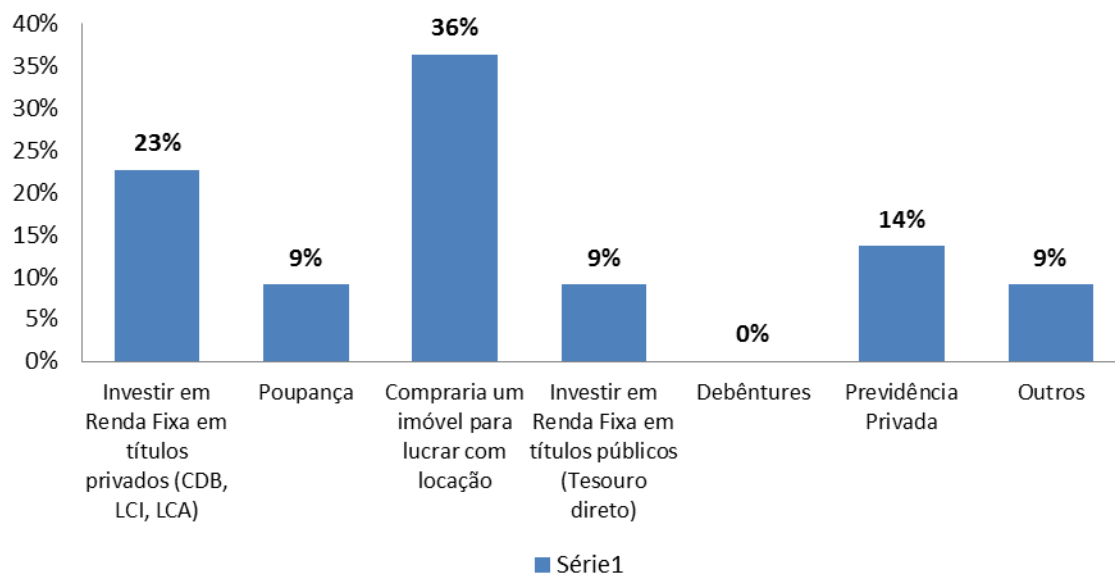


3 - Você possui ou já possuiu algum tipo de investimento?**4 - Qual?****5 - Você se interessa por informações sobre as alternativas de Investimos?**

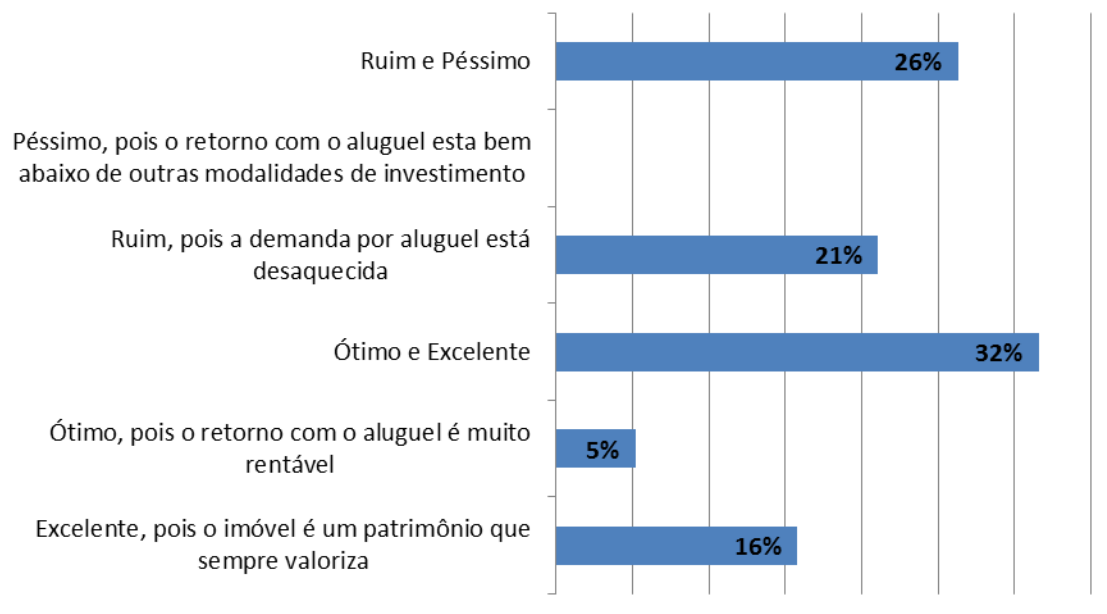
6 - Como avalia seu grau de entendimento sobre investimentos?



7 - Caso tivesse disponível hoje uma quantia considerável, qual seria sua atitude para alocação deste recurso?



8 - Como você avalia o investimento em imóveis para locação?



5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após apurados e compilados os dados da pesquisa, pode constatar que:

- a) Quase 70% possuiu algum tipo de investimento, conforme pergunta 2.
- b) A Caderneta de Poupança embora seja um dos investimentos menos rentáveis do mercado, ainda é a preferida de quase metade dos entrevistados, conforme pergunta 4;
- c) Mais da metade dos entrevistados disseram ter apenas conhecimentos básicos sobre investimento, conforme pergunta 6. O que pode significar o porquê a poupança apesar de tantas desvantagens ainda é o principal investimento.
- d) Comprar um imóvel para lucrar com a locação é a opção preferida da maioria, caso tivesse recurso disponível, conforme pergunta 7.
- e) Dentre os jovens entre 20 e 30 anos, mais de 60% acredita que investir em imóvel é uma ótima ou excelente opção. Destes mesmos jovens 50% não possuem nenhum tipo de investimento, em contrapartida 100% afirmou se interessar pelo tema investimentos.
- f) Mesmo sendo considerada uns dos melhores investimentos atualmente, no que diz respeito à rentabilidade e segurança, o Tesouro direto é o investimento menos utilizado, com apenas 5% dos entrevistados, conforme pergunta 4.

6. CONCLUSÕES

Não há dúvida que estamos diante de uma crise econômica, efeito de medidas tomadas erroneamente no passado pela equipe econômica do governo, e não há uma solução mágica nem um prazo certo para que as condições melhorem, mas, como a história econômica é feita de crises e retomadas, a recuperação virá em algum momento, sentar e espera que as coisas melhorem por si só não é o melhor caminho a tomar.

Cabe a cada um buscar o melhor destino para nossos investimentos e economias, percebe-se uma carência muito grande de informações para maioria das pessoas, e pior, uma falta de interesse em querer saber, não precisa ser um economista ou possuir certificações específicas para saber qual o melhor destino para seu investimento de acordo com sua necessidade e perfil.

Vivemos num mundo globalizado e a informações corre a todo o momento sobre nossos olhos e a disposição de todos, muitas vezes é mais fácil não ter muito trabalho, mesmo que você venha a perder dinheiro, ou deixar de ganhar mais, desde que não dê muito trabalho.

Atitudes tomadas no passado (muitas vezes por questão cultural), podem não resultar nos mesmos resultados no presente e muito menos garantir no futuro. Não é porque seu avô ou seu pai sempre investiu em imóvel e na caderneta de poupança que você precisa seguir o mesmo caminho. O mundo muda, as pessoas mudam, as tendências mudam, o mercado financeiro particularmente é muito volátil, ter acesso à informação pode garantir mais segurança e maior rentabilidade.

O Mercado imobiliário, ainda é a “menina dos olhos” dos bancos, durante o boom, eles se deram conta de que o crédito imobiliário é um excelente negócio, na medida em que possuiu baixos índices de inadimplência e contribui para fidelizar o cliente durante décadas. Porém o mercado está se ajustando, vimos neste trabalho que o Brasil ainda está bem assegurando quanto ao risco de bolha no mercado, mas é preciso se equilibrar, e é o que está acontecendo, o mercado imobiliário está se ajustando e os efeitos trará melhorias pra todos, o crescimento exorbitante dos preços de imóveis já faz parte do passado.

Do outro lado da balança, a renda fixa passou a ganhar destaque no cenário financeiro, é o momento de aproveitar as oportunidades que este mercado oferece, porém é fundamental

mais conhecimento e disciplina para obter vantagens e desapegar das linhas tradicionais de investimentos.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A REVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO, Abecip, 2011

HALFELD, Mauro. **Como Administrar melhor o seu dinheiro**, São Paulo: Fundamento Educacional, 2008.

HALFELD, Mauro. **Seu Imóvel: Como comprar bem**, São Paulo: Fundamento Educacional, 2008.

FILHO, Antonio Cordeiro. **Empreendedorismo no Mercado imobiliário habitacional**, São Paulo: Atlas, 2009.

ABECIP – Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, www.abecip.org.br

BACEN – Banco Central do Brasil – www.bcb.gov.br

SISTEMA BIBLIOTECA FGV - <http://sistema.bibliotecas.fgv.br/>

BAIN & COMPANY, **Risco de Bolha ou motor de Crescimento?** São Paulo: Global, 2013.

MASSARO, André, **E-book: Guia Fácil sobre Tesouro Direto**, 2014.

CETIP – www.cetip.com.br

TESOURO DIRETO - <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto>

FIPEZAP - <http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap-b/>

SECOVI/SP - <http://www.secovi.com.br/>

REVISTA SFI, Abecip, 2014, Ed.39.

RECEITA FEDERAL - <http://www.receita.fazenda.gov.br>

8. ANEXOS

Questionário pesquisa de campo:

1. Qual a sua idade

- De 20 a 30 anos De 40 a 50 anos Acima de 60 anos
 De 30 a 40 anos De 50 a 60 anos

2. Você costuma poupar parte de seus rendimentos?

- Sim, mantenho a disciplina mensalmente Não, pois não consigo manter a disciplina de poupar Não, pois não tenho interesse em poupar
 Sim, sempre que sobra dos meus gastos Não, pois meu orçamento consome todos meus rendimentos

3. Você possui ou já possuiu algum tipo de investimento?

- Sim Não

4. Qual?

- Poupança Previdência Privada (VGBL ou PGBL) Renda Variável (Bolsa de Valores)
 CDB LCI/LCA Renda de alugueis
 Tesouro Direto Fundos DI
 Outro (especifique)

5. Você se interessa por informações sobre as alternativas de Investimos?

- Sim Não

6. Como avalia seu grau de entendimento sobre investimentos?

- Avançado, estou sempre atento as evoluções e tendências de mercado
 Intermediário, conheço as alternativas mas não me atualizo com frequência
 Básico, conheço somente as alternativas mais tradicionais

7. Caso tivesse disponível hoje uma quantia considerável, qual seria sua atitude para alocação deste recurso?

- Investir em Renda Fixa em títulos privados (CDB, LCI, LCA) Investir em Renda Fixa em títulos públicos (Tesouro direto)
 Poupança Debêntures
 Compraria um imóvel para lucrar com locação Previdência Privada

Outro (especifique)

8. Como você avalia o investimento em imóveis para locação?

- Excelente, pois o imóvel é um patrimônio que sempre valoriza Ruim, pois a demanda por aluguel está desaquecida
 Ótimo, pois o retorno com o aluguel é muito rentável Péssimo, pois o retorno com o aluguel esta bem abaixo de outras modalidades de investimento
 As duas alternativas anteriores As duas alternativas anteriores