

Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo: fazendo a reforma regulatória funcionar para o financiamento habitacional acessível

Hans-Joachim Dübel

Claudia Magalhães Eloy

HABITAÇÃO

CONSTRUÇÃO

Resumo

Este artigo examina a mecânica estrutural e as implicações econômico-financeiras do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) sob a NOVA reformulação regulatória promovida pela Resolução do Conselho Monetário Nacional CMN 5.255/2025. Historicamente financiado por depósitos de (caderneta de) poupança de baixo custo e sustentado por isenções fiscais implícitas, o SBPE tem falhado crescentemente no cumprimento do seu mandato social primário — a provisão de financiamento habitacional acessível — em razão de brechas regulatórias que permitem seu sub-aproveitamento, além da ausência de focalização de renda e da captura do crédito pelas faixas altas de renda.

A Resolução CMN 5.255/2025 encerra um capítulo de 20 anos de expansão da base de *funding* para hipotecas reguladas, que incluía instrumentos do mercado de capitais (títulos bancários imobiliários — LCIs/LIGs) no escopo de direcionamento obrigatório. O novo arcabouço tenta estabilizar a liquidez por meio da liberação progressiva dos depósitos das exigibilidades de recolhimento compulsório do banco central. Por meio de simulações financeiras, demonstramos que esse redesenho regulatório, embora atenda aos problemas de rentabilidade das instituições financeiras, conduz a uma recessão nas hipotecas reguladas e, muito provavelmente, a uma morte antecipada do sistema direcionado. Além disso, não corrige a falta de focalização, a captura dos

financiamentos subsidiados e direcionados por famílias de maior renda e por empreendimentos imobiliários não-residenciais.

A partir da análise comparada de estruturas internacionais de crédito habitacional direcionado — especialmente o circuito francês *Livret A-CDC* e o *Priority Sector Lending* da Índia —, propomos dois caminhos alternativos de reforma: uma abordagem de racionamento de depósitos sujeita a precificação administrativa, que aloca os recursos escassos e baratos nos intermediários mais eficazes e capazes de entregar habitação acessível; e uma abordagem reformada de financiamento misto (*blended finance*), que também evita uma recessão na habitação acessível e reduz a necessidade de racionar depósitos, mas ao custo de uma precificação mais flexível de depósitos e do crédito. Nossa preferência é por esta última, pois permite uma transição gradual para um sistema de direcionamento de crédito baseado em ativos, e não em passivo.

Em ambos os casos, defendemos incentivos aprimorados para que os credores gerem novos depósitos. Também defendemos um arcabouço mais consistente e inovador de exigências de investimento, incluindo a transferência de recursos para estruturas habitacionais especializadas em caso de descumprimento do direcionamento, regras de cofinanciamento e focalização, bem como seu rigoroso monitoramento. Por fim, acreditamos que um sistema desenhado para estabilizar as taxas de juros imobiliárias no contexto macroeconômico brasileiro precisa reter reservas técnicas em algum nível.

Palavras-chave: Financiamento Habitacional, SFH, SBPE, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, Resolução CMN 5255/2025, Banco Central do Brasil, Direcionamento de Crédito, Crédito Acessível.

Abstract

This article examines the structural mechanics and financial-economic implications of the Brazilian Savings and Loans System (*Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo* – SBPE) under the NEW regulatory overhaul enacted by National Monetary Council (CMN) Resolution 5255/2025. Historically funded by low-cost savings deposits (*poupança*) and supported by implicit tax exemptions, the SBPE has

increasingly failed to deliver on its primary social mandate—providing affordable housing finance—due to regulatory loopholes, lack of income targeting, and credit capture by high-income households.

Resolution 5255/2025 terminates a 20-year-old experiment with expanding the funding base for regulated mortgages by including capital market instruments (real estate bank bonds - LCIs/LIGs) into its ambit for earmarking. The new framework tries to stabilize liquidity through progressively liberating deposits from central bank reserve requirements. Through financial simulations, we demonstrate that this regulatory redesign while addressing profitability issues of lenders leads to a severe recession in regulated mortgages and likely an anticipated death of the system. Moreover, it does little to address the mistargeting of deposit-funded loans to higher income households.

Drawing on comparable international affordable housing lending frameworks, especially the French *Livret A-CDC circuit*, and India's Priority Sector Lending, we propose two alternative reform paths: a deposit rationing approach subject to administrative pricing that forces the scarce resources to be placed in the most effective intermediaries able to deliver affordable housing, and a reformed blended finance approach that avoids a recession in affordable housing and reduces the need to ration deposits but comes at the price of more flexible deposit and loan pricing. Our preference goes towards the latter because it permits an exit towards an asset- rather than liability-based credit direction system.

In both cases we advocate for improved incentives for lenders to generate fresh deposits. Also, we call for a more consistent and innovative framework of investment requirements, including delivery through specialized housing facilities in case of non-compliance, co-financing rules, and a much better monitoring of its targeting. We finally believe that a system designed to stabilize mortgage lending rates in the Brazilian macroeconomic context needs to retain some form of technical reserves.

Key-words: Housing Finance, Brazilian SFH, SBPE, savings and loans system, Resolution CMN 5255/2025, Central Bank of Brazil, Credit Direction, Affordable Credit.

Sumário

Introdução

1.	A Crise de Captação dos Depósitos da Caderneta de Poupança	7
2.	O Projeto de Reforma Atual.....	10
2.1	O Fracasso do Projeto de Reforma via Funding Misto (Blended Finance)	10
2.2	O Novo Regime: De Volta à Exigibilidade Restrita à Poupança e Aceitando uma Recessão	12
2.3	A Dimensão Negligenciada do Crédito.....	16
3.	O Crédito Direcionado em Benefício da Habitação Acessível é um Anacronismo? Alguns Exemplos Internacionais	19
3.1	Do Direcionamento Direto ao Indireto: As Experiências dos EUA e da Europa.....	20
3.2	O Canal de Depósitos Francês Livret A para a Agência Pública CDC: Uma Intervenção Direta	21
3.3	Neutralidade da Estrutura de Funding no Crédito Direcionado: O Caso da Índia	23
4.	Caminhos Alternativos de Reforma para o SBPE	25
4.1	Fazendo Funcionar a Alocação sob Escassez dos Depósitos de Poupança	26
4.2	Protegendo a Abordagem de Funding Misto (Blended Finance) em vez de Eliminá-la	28
4.3	Medidas de Focalização Necessárias Sob Qualquer um dos Caminhos de Reforma	32

4.4 Focalizar Incentivos Fiscais na Mitigação do Risco de Resgate de Depósitos	33
4.5 Objetivos Claramente Definidos e Monitoramento Cria Espaço para Futura Liberalização	34
4.6 Adoção de Políticas de Aplicação Regulatória Geradoras de Valor	34
5. Conclusão	35

Introdução

Este artigo é dedicado a analisar a recém editada reforma regulatória do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). O SBPE é um sistema de crédito direcionado criado na década de 1960, no âmbito do então estabelecido Sistema Financeiro da Habitação (SFH), para mobilizar e preservar os depósitos de poupança destinados ao financiamento da habitação popular. Seu conceito básico ainda mantém méritos no atual contexto macroeconômico do país: canalizar recursos captados a baixas taxas de juros e com volatilidade muito inferior à do mercado para o financiamento habitacional, apoiando tanto a acessibilidade financeira quanto a proteção dos tomadores contra riscos de mercado.

Embora tenha gerado liquidez considerável durante a maior parte do tempo — mais de R\$ 760 bilhões continuam aplicados em contas de Poupança hoje —, ao longo de grande parte dos seus 60 anos de existência o SBPE apresentou desempenho aquém do esperado enquanto parte do sistema de financiamento habitacional acessível (SFH). Durante a fase de hiperinflação, o sistema tornou-se ilíquido como resultado de intervenções na estrutura de precificação dos empréstimos. Regras e limites lenientes permitiram o financiamento de operações para segmentos de renda mais alta, o que comprometeu o uso (*crowding out*) dos novos instrumentos de títulos do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). O Brasil havia depositado grandes esperanças no SFI como um meio de expandir a base de *funding* habitacional, migrando de depositantes individuais para investidores institucionais do mercado de capitais. Por fim, os reguladores sempre enfrentaram dificuldades para definir corretamente a precificação dos componentes do sistema, de modo a conciliar os interesses de poupadores, investidores do mercado de capitais, agentes financeiros e tomadores de empréstimo.

Nesse contexto, pressões para liberalizar o sistema têm sido observadas desde que os grandes bancos comerciais assumiram as antigas associações de poupança e empréstimo nos anos 80. No entanto, o contexto de desenvolvimento social e do setor financeiro do Brasil, bem como as experiências internacionais com políticas de financiamento habitacional acessível, desaconselham uma liberalização total. Em vez

disso, deve-se buscar um caminho de reforma que alinhe melhor os incentivos e ganhos para todas as partes interessadas no SBPE. A premissa aqui adotada é que alguma forma de direcionamento de crédito continua sendo necessária no país.

Para desenvolver esse argumento, este artigo está organizado em cinco seções, além da introdução. A primeira discute a trajetória e perspectivas para os estoques do SBPE, enquanto a segunda se aprofunda nos impactos da regulamentação de direcionamento – anterior e atual. A terceira seção revisa brevemente como a elevada importância social da habitação acessível motivou várias formas de direcionamento de crédito internacionalmente. A seção seguinte retorna ao debate da atual reforma do SBPE, refletindo sobre propostas regulatórias alternativas que poderiam resguardar um volume mínimo de crédito acessível e, ao mesmo tempo, conceder mais espaço ao SFI para desenvolver o financiamento imobiliário comercial e habitacional de alta renda. A seção final apresenta nossa conclusão.

1. A Crise de Captação dos Depósitos da Caderneta de Poupança

Os depósitos da caderneta de poupança têm sido historicamente muito populares no Brasil. Pagando rendimentos quase fixos e sempre inferiores aos de mercado, a poupança tem sido incentivada por meio de isenção de Imposto de Renda sobre seus rendimentos e pela proteção do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

Como resultado da sua natureza de taxa quase fixa — que gera um diferencial variável em relação à remuneração dos títulos públicos —, o estoque de depósitos oscilou entre 6% e 11% do PIB nas últimas três décadas¹. O indexador de taxa de juros utilizado para determinar a remuneração da caderneta de poupança desde 1991, a Taxa Referencial (TR), acompanha tecnicamente uma cesta de taxas de títulos públicos *zero-coupon* (Taxa Básica Financeira, TBF). No entanto, o vínculo com os custos de captação do governo é rompido por duas medidas regulatórias. Por meio da aplicação de um redutor, a TR é zerada para

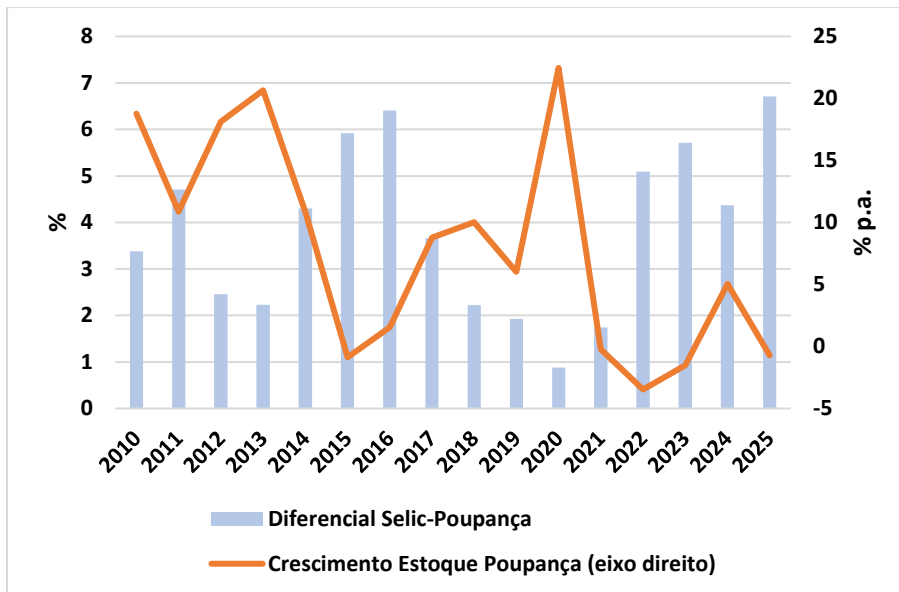
¹ Os saldos dos depósitos de poupança do SBPE encontram-se atualmente em R\$ 764 bilhões (jun/26), o que emparelha com os níveis de 2022 em termos reais e fica R\$ 37 bilhões abaixo do pico de R\$ 801 bilhões alcançado em 2020.

níveis baixos da TBF, passando a ser positiva apenas acima de um patamar de 7%. Em segundo lugar, quando a Selic — a taxa de recompra *overnight* — supera o patamar de 8,5%, a regra de cálculo do *spread* da poupança sobre a TR é alterada: ele deixa de ser formulado como 70% da taxa Selic e passa a ser fixado em 6,17% ao ano (0,5% ao mês). Pela combinação de ambas as regras, a remuneração dos depósitos não apenas permanece sempre abaixo da taxa Selic, mas, após acompanhar proporcionalmente as taxas Selic em patamares mais baixos, desvincula-se de taxas Selic mais elevadas, gerando um hiato de remuneração cada vez maior.

Os rendimentos da Poupança situam-se atualmente em cerca de 8% ao ano, enquanto a taxa Selic estava em 14% e acaba de sofrer corte de 0,25p.p. para 13.75% a.a. (set/2025) — um diferencial expressivo. Com a ampliação desse diferencial desde 2021, com a Selic alcançando 15%, a taxa média de crescimento dos estoques agregados tornou-se negativa, em -0,53% ao mês. Isso contrasta com o período de 2005 a 2020, quando o crescimento dos depósitos foi positivo, em 0,52% ao mês (Magalhães Eloy, Leite e Martins 2026)². A Figura 1 abaixo apresenta a série temporal de 2010 a 2025 e sugere que com a redução do diferencial, os estoques de depósitos de poupança poderiam voltar a crescer no futuro.

Figura 1: Diferencial entre a Taxa Selic-Poupança e Variação nos Saldos da Poupança, 2010 – 2025

² Sinalizando uma importante mudança de tendência estrutural e reforçando a hipótese de que, desta vez, a queda constitui uma característica persistente da série. Magalhães Eloy, Claudia; Leite, Flávia; Martins, Gustavo. Relatório de Financiamento (PlanHab 2040). Ipea, 2026, no prelo.



Fonte: Elaboração dos autores com base em dados das séries estatísticas do BCB.

Contudo, além da correlação previsível com o diferencial de retorno, a atual recessão no estoque da Poupança pode ser particularmente severa por razões estruturais:

- Como a rentabilidade paga aos depósitos de poupança é limitada por regulamentação em todas as instituições depositárias, não há concorrência de preços entre os agentes, o que compromete maiores incentivos à poupança e uma maior captação por parte dos bancos com maior apetite.
- A ascensão dos bancos digitais no Brasil — que oferecem contas correntes remuneradas — e de plataformas de investimento com aplicações iniciais cada vez menores vêm atraindo crescentemente os poupadores. Em um paralelo com os acontecimentos nos EUA no final da década de 1970 (que foram um dos motores da subsequente crise das *Savings and Loans*), campanhas agressivas são veiculadas pelos bancos digitais, tanto na mídia tradicional quanto nas redes sociais, retratando a caderneta de poupança como um produto financeiro e de *funding* ultrapassado.
- O governo acaba de lançar, por meio de bancos públicos, uma nova modalidade de título público, o *Tesouro Reserva*, um produto desenhado para poupança emergencial que oferece rendimentos mais elevados do

que a Poupança e opção de resgate diário, a qualquer hora, canibalizando diretamente o SBPE.

2. O Projeto de Reforma Atual

2.1 O Fracasso do Projeto de Reforma via Funding Misto (*Blended Finance*)

Os estoques da poupança SBPE têm sido sujeitos ao direcionamento para o crédito habitacional desde a criação do SFH, quando havia extrema escassez de financiamento de longo prazo. Durante o período de hiperinflação, que durou no Brasil até os anos 1990, o sistema foi objeto de intervenções políticas que ao tempo em que mantiveram o serviço da dívida dos tomadores em patamares baixos, resultaram em saldos devedores que tiveram de ser equacionados pelo governo. A novação da dívida acumulada no Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) por meio da emissão de títulos públicos gerou impactos profundos na oferta de crédito habitacional. As novas concessões foram retomadas gradualmente nos anos 2000, sobretudo a partir de 2006³.

Foi a introdução das letras de crédito imobiliário (LCIs) no Brasil, em 2004, que levou os reguladores a lançar o primeiro grande projeto de reforma em cerca de 40 anos: esses títulos foram incluídos no direcionamento do crédito SBPE⁴ na esperança de expandir a base de *funding* para o crédito habitacional regulado.

A expectativa da época era de que os títulos imobiliários e os depósitos de poupança não apresentassem preços muito distantes, de modo que uma abordagem de financiamento misto (*blended finance*) fosse viável e permitisse aos credores continuarem oferecendo empréstimos a preços relativamente baixos. Além disso, a emissão das letras imobiliárias prometia aos credores (e aos seus reguladores) a proteção adicional contra o risco de liquidez decorrente de prazos longos no crédito habitacional no lado dos ativos, contra a opção de resgate diário de que gozam os detentores de contas de Poupança, no lado do passivo.

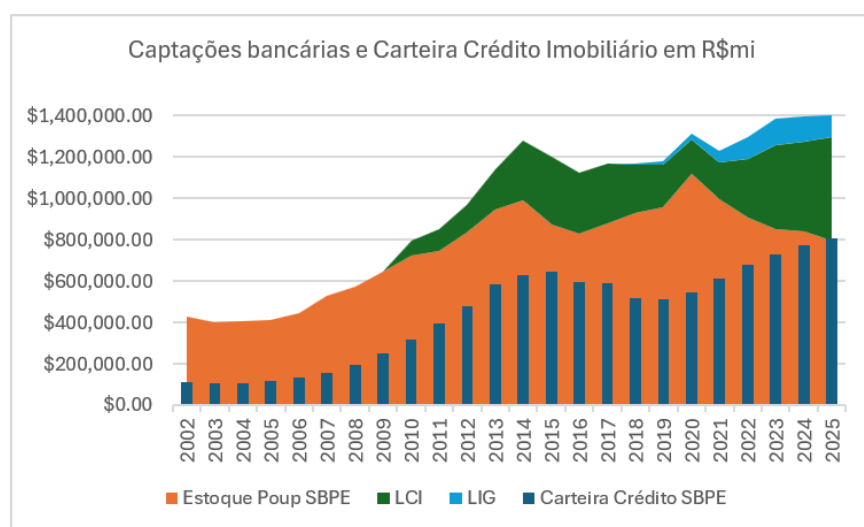
³ Graças à eliminação do Cômputo do FCVS virtual da regulamentação, além de fatores macroeconômicos e da introdução da alienação fiduciária.

⁴ Resolução CMN 3347/2006.

O modelo histórico de direcionamento (*earmarking*) tem exigido que os credores mantenham carteiras de crédito imobiliário equivalentes a pelo menos 65% de sua base de depósitos de poupança. Desse montante, pelo menos 80% devem ser alocados especificamente em operações de financiamento residenciais (52% do total) e, até 2018, sob limites de taxas de juros e de preço de imóvel. A carteira imobiliária remanescente (13%) podia financiar investimentos imobiliários, incluindo comerciais, sem limite de preços e à taxas de mercado. Adicionalmente, 20% eram recolhidos compulsoriamente ao BCB, e 15% podiam ser livremente aplicados pelos agentes financeiros.

Desde 2006, a regulamentação exige que os bancos adicionem os recursos captados por meio de LCIs consideradas "elegíveis" aos 65% dos depósitos de poupança para calibrar o volume de crédito obrigatório a ser direcionado. Até dezembro de 2024, enquanto os títulos imobiliários (LCIs) alcançavam R\$ 435 bilhões, estimativas indicavam que 62% das Letras de Crédito Imobiliário emitidas podiam ser consideradas elegíveis⁵, de modo que os índices de direcionamento de crédito entre títulos imobiliários e depósitos tornaram-se aproximadamente semelhantes. Em 2025, o estoque total de LCIs ultrapassou R\$ 500 bilhões pela primeira vez.

Figura 2: Fontes de Funding Bancário com Incentivo Fiscal e Carteira de Crédito Imobiliário Regulado, 2002 – 2025



⁵ Estudo produzido por Magalhães Eloy, Claudia; Lacerda, Diego; Mendes, Luis para o Secovi-SP. 2025. Não publicado.

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados das séries estatísticas do BCB (valores reais deflacionados pelo IPCA)

Como mostra a Figura 2 acima, as reformas de fato obtiveram sucesso na expansão da base de *funding* total em meio a uma base de depósitos estagnada em torno dos R\$ 760 bilhões. No entanto, a combinação de incentivos regulatórios mal calibrados e fricções macroeconômicas comprometeram os resultados do sistema:

- O diferencial de preço entre títulos imobiliários e depósitos, em vez de diminuir, ampliou-se desde 2021 (ver Figura 1), como resultado de os títulos serem precificados grosso modo em patamares próximos aos rendimentos dos títulos públicos, ajustados pelo risco de crédito do emissor e por efeitos tributários. Já os depósitos, conforme explicado acima, por força da regulação, permaneceram desvinculados em cenários de rendimentos elevados dos títulos públicos, com sua remuneração limitada ao teto de 6% + TR.
- Dependendo da captação de depósitos por cada banco — e agravado pela incapacidade de concorrerem entre si via rentabilidade diferenciada —, os agentes financeiros integrantes do SBPE terminaram com estruturas de *funding* misto extremamente variadas. A razão entre os estoques de letras imobiliárias e depósitos de Poupança entre as 6 maiores instituições variava entre 0,7 e 7,0 em dezembro de 2025.

Como resultado desses desequilíbrios, as instituições com maiores estoques de depósitos de poupança conseguiam exercer maior pressão concorrencial sobre aquelas com menor base de captação, as quais, no entanto, eram obrigadas a cumprir as mesmas regulamentações. A suspensão do teto da taxa de juros nas operações reguladas a partir de 2019 (Resolução CMN 4.676/2018), destinada a facilitar o uso de títulos, foi, em boa medida, ineficaz. A liderança de preços continuou exercida pelos agentes com maior estoque de poupança, enquanto os demais seguiram dependentes de uma base de *funding* mais cara.

2.2 O Novo Regime: De Volta à Exigibilidade Restrita à Poupança e Aceitando uma Recessão

Em 2025, foi concebido um novo regime, com vigência integral a partir de 2027. A nova regulamentação pode ser caracterizada pelo abandono da

abordagem de financiamento misto (*blended finance*) e pelo retorno ao direcionamento original, centrado exclusivamente nos depósitos de Poupança, ao mesmo tempo em que maximiza a liquidez disponível. Segundo o novo modelo:

- O direcionamento das letras imobiliárias é totalmente eliminado.
- O direcionamento dos depósitos de Poupança será elevado progressivamente de 65% para 100%, até 2036, por meio de duas medidas:
 - Incorporação na exigibilidade da fatia de 15% dos recursos antes livres, a um ritmo de 1,5pp. entre 2027 e 2036;
 - Liberação progressiva dos recolhimentos compulsórios mantidos no BCB, cortados imediatamente em outubro de 2025 de 20% para 15% para compensar o estoque decrescente de depósitos e, a partir de 2027, também reduzidos em etapas de 1,5% ao ano até sua extinção em 2036
- Por fim, foram reintroduzidos o teto da taxa de juros – no nível histórico de 12% + TR – e o limite de preço de imóvel – este apliado para R\$ 2,25 milhões – para os 80% dos créditos direcionados no âmbito do SFH.

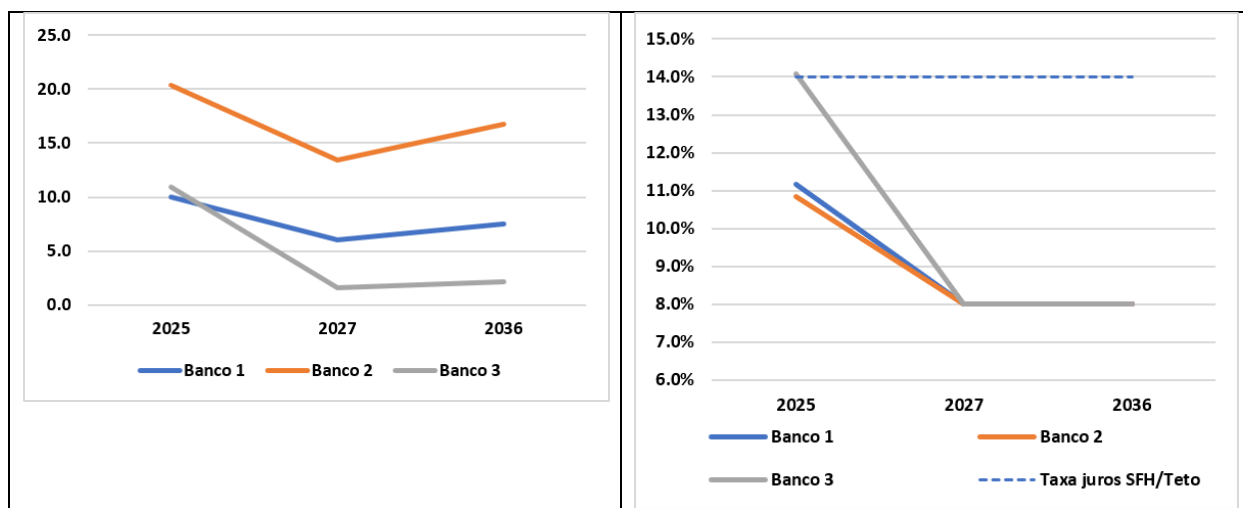
Avaliamos o impacto desse programa de reforma nos volumes e na precificação do crédito habitacional regulado por meio de uma simulação financeira simples. Como é importante considerar bancos com diferentes estruturas de *funding* em termos de volumes de depósitos, selecionamos três classes de bancos.

Assumimos que, entre 2026 e 2036, essas três bancos prototípicos buscarão manter constante a soma dos depósitos (incluindo os compulsórios liberados) e dos títulos imobiliários como proporção do passivo total em relação a 2025. Isso nos permite realizar uma análise estática comparativa do impacto das regulamentações sob as mesmas composições de *funding*. Assumimos para todos os agentes o mesmo ligeiro decréscimo dos depósitos de Poupança ao longo do período, consistente com a tendência de declínio estrutural atual mencionada, o qual será mais do que compensado pela liberação dos recolhimentos compulsórios pelo BCB.

- Banco 1: possui uma fatia de depósitos moderada e emitiu quase o mesmo montante de títulos imobiliários elegíveis. Em 2025, forçado a aplicar 62% dos títulos emitidos, o banco foi obrigado a investir 10% da sua carteira global em créditos regulados. Ao mudar para o financiamento parcial e, posteriormente, total por Poupança, essa razão cai para 6% em 2027 e não se recuperará a mais de 8% até 2036 (ou seja, atingirá apenas 75% do nível de 2025).
- Banco 2: possui uma grande base de depósitos, 30% maior do que a sua carteira de títulos imobiliários emitidos. Nesse caso, a queda no volume de “hipotecas” como proporção do balanço não será tão acentuada, passando de pouco mais de 20% em 2025 para menos de 17% em 2036 (ou seja, 82% do nível anterior).
- Banco 3: o mais desfavorecido sob a regulamentação anterior, apresenta um estoque ínfimo de depósitos de poupança, mas um grande estoque de títulos imobiliários constituindo assim, essencialmente, um banco financiado pelo mercado de capitais tentando entrar no mercado de crédito habitacional. Como o Banco 3 estava impedido pelas regulamentações de concorrer em preço pelos depósitos, enfrenta dificuldade de competir com os Bancos 1 e 2. O Banco 3 receberá o maior alívio com as novas exigências de aplicação, que cairão de mais de 11% do seu balanço em 2025 para pouco mais de 2% até 2036 (uma redução da carteira de crédito habitacional regulada para apenas 20% do nível original).

Figura 3: Impacto da Reforma do SBPE (Res. 5255/2025) – Resultados da Simulação para a Carteira de crédito direcionado para os 3 tipos de bancos

Volume de crédito direcionado	Trajetória do custo do funding
-------------------------------	--------------------------------



Fonte: Modelo de simulação financeira dos autores.

Notas: Gráfico da esquerda: % de "hipotecas" em relação aos ativos totais dos bancos; Gráfico da direita: custo do funding direcionado ao crédito habitacional, considerando o atual teto de taxa (linha pontilhada).

O novo arcabouço permite que todos os bancos observados, até mesmo os ricos em depósitos, melhorem suas margens de crédito imobiliário em comparação com a inclusão de títulos imobiliários caros no direcionamento. No entanto, daqui em diante o mercado será bifurcado: em crédito direcionado financiado por depósitos de poupança e crédito não direcionado financiado por títulos imobiliários.

A melhoria da margem no crédito direcionado em relação à situação de 2025 dependerá da proporção de títulos em relação aos depósitos e, portanto, será maior para o Banco 3. A Figura 3 (gráfico da direita) compara o custo de *funding* de 2025 e o futuro, que será, naturalmente, o dos depósitos de Poupança.

A fim de compensar os custos cadentes do *funding* hipotecário regulado, os reguladores reintroduziram o teto da taxa de juros dos empréstimos em 12% + TR. Como mostra a linha pontilhada na Figura 3 (à direita), a rentabilidade não depende mais da composição de *funding* de um banco, mas sim da sua eficiência operacional e distributiva.

Outra observação é que a composição de *funding* poderá se alterar. A liberação do compulsório pela nova regulamentação promove a expansão dos volumes de empréstimos, caso apenas os depósitos sejam

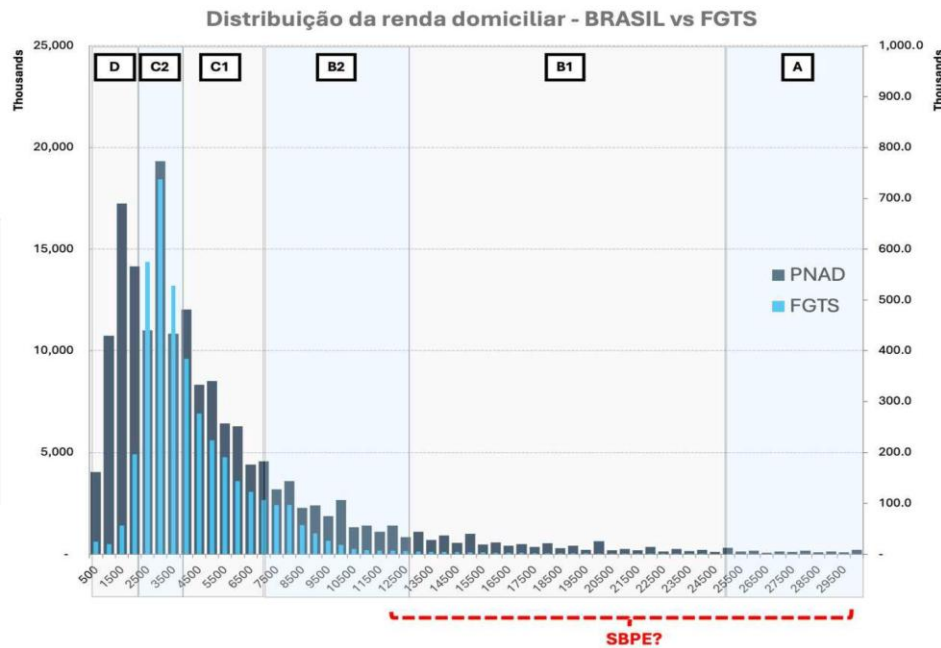
considerados como base de *funding*. No entanto, se um banco projetar o mesmo tamanho da carteira imobiliária que possui hoje para o futuro — afinal, mesmo o crédito imobiliário não regulado não constitui negócio de alta margem no contexto brasileiro, quando comparado a outros segmentos de crédito —, mantendo-se tudo o mais constante, ele terá menos necessidade de emitir títulos imobiliários no futuro.

Nesse sentido, o diagnóstico da reforma atual é, portanto, de uma recessão tanto no crédito regulado quanto nos títulos imobiliários emitidos para fins de financiamento do setor imobiliário, embora com melhoria nas margens dos agentes financeiros. É importante acrescentar que um cenário de crescimento do estoque da Poupança, relacionado a uma queda no diferencial de preços em relação à Selic, poderia elevar o volume do mercado de crédito regulado sob as novas regras de forma cíclica. Contudo, uma reversão dos fatores estruturais de declínio da poupança exigiria uma mudança na fórmula atual de rentabilidade dos depósitos, o que também implicaria uma alteração na precificação do crédito.

2.3 A Dimensão Negligenciada do Crédito

Por mais dramática que a situação de liquidez possa evoluir, o verdadeiro calcanhar de Aquiles do sistema SBPE tem sido a falta de focalização (*mistargeting*). A falta de transparência sobre quem efetivamente recebe o crédito SBPE compromete as análises, de modo que os autores só podem apresentar uma avaliação especulativa na Figura 4 a seguir.

Figura 4: Alocação do Crédito SFH na Distribuição de Renda Domiciliar Brasileira



Fonte: Magalhães Eloy, Leite e Martins, IPEA, 2026 com base em dados da PNAD e FGTS.

Nota: por falta de dados publicizados do SBPE, o gráfico mostra apenas os volumes acumulados de originação lasreada no FGTS, por faixa de renda domiciliar, entre 2015 e 2025. Vale destacar, contudo, que com base no atual teto de preço de imóveis SFH estabelecido pela nova regulamentação, um nível de renda domiciliar ainda maior do que o máximo exibido no gráfico – topo da classe A – seria elegível..

Nosso principal dado de referência é que o novo teto de preço de imóveis no âmbito do SFH, fixado em R\$ 2,25 milhões, é extremamente elevado. Isso resulta de regulamentações históricas que obrigaram as instituições financeiras a aceitar um limite máximo para o *spread* entre captação e empréstimo. O *spread* bruto histórico de 6% — entre a TR mais 6% para os depósitos e a TR mais 12% para os empréstimos — é consideravelmente inferior ao que o sistema bancário brasileiro consegue obter em outros segmentos do mercado de crédito. Tetos mais elevados para os preços dos imóveis permitem aos credores amortizar os custos de originação e de serviços associados a esses empréstimos a uma taxa de retorno superior sob o modelo de *spread* fixo, quando comparados a empréstimos de menor valor.

Para dar um exemplo, um agente financeiro que incorra em R\$ 5.000 em custos mensais de originação e R\$ 300 em custos de administração de empréstimo, sob o teto de *spread* de 6% gerará um retorno sobre o patrimônio 40% maior em um empréstimo de R\$ 1,4 milhão comparado a um empréstimo de R\$ 350.000 (assumindo o mesmo risco de crédito). Assim, embora não existam dados públicos sobre a distribuição dos empréstimos do SBPE por preço do imóvel, valor do financiamento e renda dos tomadores, é razoável afirmar que os bancos tendem a favorecer empréstimos maiores por razões de rentabilidade.

Outra falha central na regulamentação do SBPE na produção de resultados na dimensão do crédito é que modalidades não hipotecárias — como reformas, melhorias, microcrédito habitacional e financiamento de empreendimentos para aluguel residencial, que poderiam atender a camadas de menor renda — estão essencialmente ausentes.

Os incentivos viesados em direção a hipotecas de alta renda resultaram não apenas na falha do SBPE em cumprir a promessa de habitação popular, mas também no deslocamento (*crowding out*) do uso de títulos imobiliários para habitação, os quais seriam suportados pelas faixas de renda mais alta que, atualmente, ainda são elegíveis a acessar o *funding* da Poupança, se beneficiando desse circuito mais acessível.

A reforma regulatória atual faz muito pouco para equacionar essas questões da dimensão do crédito. Embora a introdução dos novos multiplicadores favoreça imóveis residenciais avaliados em menos de R\$ 1 milhão e com prazos de amortização mais longos, os benefícios tangíveis para mutuários de menor renda, dependentes de cronogramas de reembolso estendidos, permanecem limitados. Além disso, como os novos multiplicadores geram "valores elegíveis" para o cumprimento da exigibilidade que podem ser antecipados (*frontloaded*), o seu impacto de penetração nos segmentos de média renda (imóveis avaliados entre R\$ 500.000 e R\$ 700.000) tende a ser pouco significativo.

Portanto, a reforma resulta insuficiente para enfrentar o problema da falta de focalização, o que obviamente exige um olhar mais atento sobre os perfis de rentabilidade dos agentes financeiros. Além disso, o problema pode ser agravado pela reintrodução do teto rígido de preço dos

empréstimos, que, como explicado, favorece valores de financiamento e rendas mais elevadas.

3. O Crédito Direcionado em Benefício da Habitação Acessível é um Anacronismo? Alguns Exemplos Internacionais

Antes de prosseguir para o debate sobre alternativas ao conceito atual da reforma regulatória, propomos pausar e discutir uma questão mais fundamental: o crédito direcionado para habitação acessível é um modelo que o Brasil deve continuar a perseguir no âmbito do SBPE?

Um equívoco comum é pensar que o aprofundamento financeiro por meio da conexão com o mercado de capitais elimina naturalmente a necessidade do crédito direcionado. Na realidade, a prática de canalizar recursos do setor bancário — especificamente depósitos de poupança de varejo — para a habitação acessível continua sendo um elemento proeminente em muitos sistemas de financiamento habitacional altamente desenvolvidos. A onda de liberalização financeira dos anos 1980 alterou os mecanismos desse direcionamento, migrando de mandatos diretos de balanço para caminhos mais complexos e indiretos envolvendo o mercado de capitais.

Embora transposições de modelos entre países sejam estruturalmente falhas, não sendo recomendadas, o conjunto diversificado de exemplos internacionais a seguir apresentado fornece lições fundamentais para o debate brasileiro. Demonstra, inclusive, que não obstante o caminho escolhido, o crédito direcionado continua sendo uma ferramenta essencial para alinhar a liquidez do setor bancário com objetivos sociais. Quando parâmetros regulatórios — tais como focalização baseada em ativos, flexibilidade de precificação ajustada ao risco e penalidades rigorosas por descumprimento — são desenhados corretamente, os bancos comerciais podem operar de forma rentável e sustentável enquanto resguardam a imprescindível oferta de financiamento habitacional acessível.

3.1 Do Direcionamento Direto ao Indireto: As Experiências dos EUA e da Europa

A emergência dos mercados modernos de títulos imobiliários nos anos 80 nos EUA e na Europa não tornou o crédito direcionado obsoleto; em vez disso, ele simplesmente migrou para canais indiretos. Essa dinâmica é claramente ilustrada pela transformação estrutural do arcabouço de financiamento habitacional dos Estados Unidos após a crise das *Savings and Loan* (S&L) no início dos anos 1980. Antes da crise, as S&Ls captadoras de depósitos operavam sob um mandato tradicional e direto de aplicar os depósitos de varejo em hipotecas locais.

Após a desregulamentação do setor, essas exigências diretas de balanço foram desmanteladas. No entanto, não foram substituídas por uma alocação de mercado irrestrita. Em vez disso, o arcabouço transitou para um mecanismo indireto de direcionamento de crédito gerido pelas Empresas Patrocinadas pelo Governo (GSEs) — Fannie Mae e Freddie Mac. As S&Ls efetivamente permutaram carteiras próprias de empréstimos habitacionais inteiros por títulos lastreados por hipotecas (MBS) emitidos/garantidos pelas GSEs. Essa permuta de ativos (*asset swap*) de fato foi incentivada de forma agressiva pelo desenho regulatório, incluindo exigências mínimas de capital para papéis de GSEs e isenções de limites de exposição concentrada para investidores em papéis garantidos por GSEs. Em troca desses privilégios regulatórios, as GSEs continuam vinculadas a mandatos estatutários de habitação acessível, em particular limites máximos de valor de empréstimo.

Embora os detentores finais dos títulos das GSEs tenham se diversificado ao longo das décadas para incluir investidores institucionais, fundos mútuos, *shadow banks* e o próprio Federal Reserve, a base de depósitos do setor bancário permanece estruturalmente vinculada ao mercado de hipotecas acessíveis por múltiplos canais. Hoje, os bancos comerciais ainda absorvem cerca de 30% dos MBS de habitação acessível das GSEs nos EUA. A expansão maciça do balanço do Federal Reserve em títulos lastreados em hipotecas (detendo outro terço dos MBS das GSEs) pode ser vista como um mecanismo direto de direcionamento de crédito de reservas bancárias excedentes, lastreado por depósitos bancários e moeda em poder do público. Por fim, as

entidades do *shadow banking* que atualmente dominam as compras de títulos das GSEs dependem extensivamente de linhas de crédito de *warehouse* e financiamento de atacado fornecidos por bancos comerciais financiados por depósitos.

Na Europa Ocidental, os depósitos bancários de varejo nunca perderam seu papel fundamental como mecanismo primário e direto de *funding* para hipotecas residenciais. Mesmo na esteira da crise do mercado imobiliário europeu de 2008 na "periferia" (da Irlanda, passando pela Espanha, até Chipre), as hipotecas continuaram a gozar de tratamento regulatório preferencial de capital, o que canalizou depósitos para o segmento. Como os depósitos de varejo oferecem uma vantagem de custo sobre o *funding* de atacado, eles permanecem como a primeira linha de financiamento nos balanços bancários. Letras imobiliárias garantidas (*covered bonds*) e estruturas de securitização são tipicamente reservados como instrumentos secundários de *funding*, frequentemente mobilizadas para expandir espaço no balanço para carteiras imobiliárias comerciais de maior rentabilidade. Por exemplo, na Alemanha — berço histórico dos *covered bonds* (*Pfandbrief*) —, a vasta maioria dos empréstimos habitacionais acessíveis continua sendo financiada diretamente via depósitos de poupança estáveis e de menor custo, e não por emissões no mercado de capitais.

Crucialmente, essa vinculação estrutural está encontrando uma nova âncora institucionalizada por meio das tendências regulatórias globais modernas: a ascensão dos mandatos e regras de divulgação de investimentos Ambientais, Sociais e de Governança (ESG). A habitação acessível emerge como uma classe de ativos dominante dentro desses novos arcabouços. Excluindo os *covered bonds* tradicionais, os segmentos de títulos não garantidos sociais, sustentáveis e verdes — predominantemente emitidos por dívida soberana, agências de fomento e multilaterais — são lastreados por ativos de habitação acessível em uma proporção de 20% a 30%.

3.2 O Canal de Depósitos Francês *Livret A* para a Agência Pública CDC: Uma Intervenção Direta

Para países que operam em contextos sociais complexos como o Brasil, o cenário internacional também demonstra que mecanismos mais

agressivos e centralizados de direcionamento de crédito são viáveis e altamente bem-sucedidos. O exemplo preeminente é o sistema francês *Livret A*: um produto de depósitos de poupança de varejo, isento de imposto, altamente popular, distribuído pelas redes bancárias comerciais do país.

Contudo, em vez de permitir que os bancos aloquem esses recursos autonomamente, a regulamentação francesa exige que 60% de toda a captação do *Livret A* sejam centralizados e transferidos diretamente para o banco de fomento estatal, a *Caisse des Dépôts* (CDC). A CDC gere esses recursos centralizados por meio de um fundo dedicado, o *Fonds d'Épargne* (Fundo de Poupança), estritamente direcionado para empréstimos de longo prazo a investidores de habitação social e projetos de infraestrutura urbana municipal.

Para otimizar a sustentabilidade financeira do fundo, uma parcela das reservas é investida em títulos líquidos de mercado. Os retornos desses investimentos de mercado são usados para subsidiar cruzadamente empréstimos altamente focalizados e a taxas abaixo do mercado para grupos demográficos vulneráveis. A taxa de remuneração paga aos depositantes do *Livret A* é gerida ativamente pelo Ministério da Fazenda, que a ajusta conforme as condições dos títulos do tesouro francês para garantir estabilidade de liquidez. Esse mecanismo tem, historicamente, evitado as grandes oscilações de liquidez nos depósitos do *Livret A* que a Poupança brasileira experimenta. Isso também implica que os empréstimos de habitação social concedidos pela CDC são precificados diretamente sobre a taxa de referência "revisável" do *Livret A*, uma situação que pode exigir o surgimento de diferenciais de rentabilidade em relação aos títulos públicos⁶.

Apoiada por essa reserva de liquidez blindada e altamente confiável, a CDC tornou-se, de longe, a maior financiadora de habitação social da Europa. O modelo francês prova que o investimento por meio de um banco público de fomento pode ser uma alternativa ao direcionamento

⁶ Com o objetivo de conter as taxas de juros dos empréstimos, o Ministério das Finanças da França tem permitido, desde 2025, um diferencial (*spread*) entre os rendimentos dos títulos do tesouro francês e as taxas de remuneração do *Livret A*. O ônus dessa moderação nas taxas de juros tem sido uma contração modesta no estoque de depósitos até meados de 2026. Tanto o Ministério quanto a CDC conseguem sustentar essa política em virtude da capacidade do *Fonds d'Épargne* de mobilizar a liquidez adicional necessária a partir de seus investimentos em títulos — o que constitui uma forma de reserva técnica.

direto que obrigaria bancos comerciais a ofertarem crédito para faixas de menor renda, e também que o crédito direcionado não é apenas uma relíquia histórica, mas um motor da política social moderna.

3.3 Neutralidade da Estrutura de Funding no Crédito Direcionado: O Caso da Índia

Enquanto o modelo francês representa um modelo centralizado, o arcabouço indiano oferece um contraponto de um sistema de crédito direcionado descentralizado e mais alinhado ao mercado. A abordagem da Índia é particularmente relevante para o debate atual do SBPE no Brasil, pois sua arquitetura regulatória apoia-se em uma cota obrigatória sobre os ativos, e não sobre passivos, introduzindo também flexibilidades estruturais críticas.

O *Reserve Bank of India* (RBI) impõe um mandato de *Priority Sector Lending* (PSL). Contudo, diferentemente do arcabouço do SBPE — que calcula as metas de habitação como um percentual fixo sobre os depósitos totais de poupança —, a cota indiana é formulada como um percentual da exposição líquida total de crédito do banco (*Adjusted Net Bank Credit*). Os bancos comerciais devem direcionar 40% do seu crédito líquido para setores prioritários, enquanto bancos regionais, rurais e de pequeno porte enfrentam um mandato estrito de 75%. Como esses bancos são fortemente financiados por depósitos de varejo (variando de 40% a 60%), o sistema canaliza efetivamente a liquidez de varejo para segmentos subatendidos sem travar estruturalmente o lado do passivo do balanço.

A Índia não impõe uma subcota estatutária especificamente para habitação dentro do arcabouço do PSL, dadas as demandas concorrentes de crédito agrícola e gerador de renda. Não obstante, o RBI apoia-se em parâmetros rigorosos de focalização para garantir que o capital alcance os segmentos acessíveis de forma natural, mantendo mecanismos de precificação baseados no mercado:

- **Focalização Estrutural Granular:** A elegibilidade sob a cota habitacional do PSL é estritamente limitada por tetos de preços de imóveis e limites de tamanho de unidade, que variam dinamicamente em três faixas com base na população urbana (cidades com menos de

100.000 habitantes; entre 100.000 e 500.000; e com mais de 500.000 habitantes).

- Mecanismos de Auto-Focalização: Créditos explicitamente alocados para modernização, reformas e melhorias habitacionais em favelas são totalmente elegíveis sob a cota, servindo como um mecanismo orgânico de auto-focalização para famílias de baixa renda e informais.
- Desregulamentação das Margens de Taxas de Juros: Em contraste marcante com tetos rígidos de taxas de juros, o RBI não limita legalmente a precificação dos empréstimos nem as margens dos credores. Os bancos são autorizados a praticar uma precificação baseada no risco integral, utilizando pontuações de crédito (*credit scores*), índices de cobertura do serviço da dívida (*DSCR*) e métricas de valor do financiamento em relação ao valor do imóvel (*LTV*). Para atender a tomadores informais ou autônomos que carecem de documentação tradicional, o mercado desenvolveu *bureaus* de crédito especializados.

A ausência de tetos para as taxas de juros gerou resultados estruturais altamente favoráveis. Concede aos bancos comerciais a margem financeira necessária para estruturar operações de menor valor, relaxar exigências rígidas de garantias (especialmente para empréstimos de modernização) e absorver custos operacionais mais elevados. Apesar da liberdade para cobrar *spreads* mais altos, as pressões competitivas entre agentes para cumprir a cota obrigatória do PSL frequentemente levam os bancos a oferecer empréstimos habitacionais acessíveis a taxas de juros inferiores às das operações imobiliárias padrão de mercado.

Para apoiar a conformidade do mandato em todo o sistema, o arcabouço indiano alavanca parcerias institucionais e mecanismos do mercado secundário. O *National Housing Bank* (NHB), uma entidade estatal de fomento, fornece subsídios vinculados ao crédito e atua como uma estrutura central de liquidez. Reconhecendo que os bancos comerciais possuem estruturas de custos e alcances geográficos diferentes dos das instituições especializadas, as regulamentações permitem que os bancos cumpram seus mandatos por meio de *Housing Finance Companies* (HFCs) não bancárias. Os bancos podem refinanciar carteiras de HFCs até um teto regulatório ou celebrar acordos formalizados de co-concessão (*co-lending*), permitindo empréstimos de atacado e

transações de carteira inteira entre grandes entidades comerciais e bancos regionais ou de pequeno porte. No entanto, a concessão direta pelos bancos ainda responde por 80% a 95% do cumprimento das cotas.

Por fim, o cumprimento do mandato é fiscalizado rigorosamente por meio de monitoramento trimestral pelo RBI. As instituições que ficam aquém das suas metas enfrentam penalidades financeiras imediatas: são forçadas a depositar o valor do déficit em fundos de investimento públicos a taxas de juros penalizantes e abaixo do mercado. Isso garante que os depósitos sejam investidos nos setores prioritários, em vez de ficarem improdutivos no balanço do banco central. A severidade da penalidade aumenta linearmente com o tamanho do déficit de cumprimento, garantindo que os bancos tenham um poderoso incentivo econômico para cumprir seus mandatos financiando ativamente os segmentos-alvo.

4. Caminhos Alternativos de Reforma para o SBPE

Nossa análise sobre o fracasso das regulamentações que têm recaído sobre o SBPE, incluindo as perspectivas oriundas da nova regulamentação proposta, bem como os casos internacionais apresentados, indicam dois caminhos alternativos para a reforma:

a. Se o caminho atual de dividir novamente o mercado entre os segmentos financiados por Poupança e por títulos for mantido, o mecanismo de precificação dos depósitos e empréstimos da Poupança e a alocação dos depósitos escassos para a habitação acessível devem se tornar o foco da regulamentação. Os princípios orientadores seriam a estabilização da liquidez, a limitação das margens dos agentes financeiros mais ricos em depósitos e, em particular, a alocação prioritária de depósitos para os bancos que levarem o crédito mais longe nas faixas de menor renda. O canal da CDC francesa é o caso extremo em que um único banco, cujo mandato por lei é prover financiamento habitacional de baixa renda, é incumbido de aplicar a maior parte dos depósitos.

b. Se o caminho for resgatar a abordagem anterior de financiamento misto (*blended finance*) por meio de modificações regulatórias: uma divisão de mercado e algumas das medidas de racionamento implícitas para alocação de depósitos poderiam ser evitadas. Os princípios

orientadores deveriam ser a isonomia (*level playing field*) entre os diferentes bancos — o que sugeriria permitir a concorrência na oferta de rentabilidade sobre os depósitos de poupança —, a estabilização das margens corrigindo erros cometidos por regulamentações anteriores que desfavoreciam agentes financiados primariamente por títulos e, daqui em diante, uma abordagem de direcionamento de crédito baseada em um percentual sobre os ativos, e não em passivos. Esse caminho de reforma seria semelhante à adoção da abordagem indiana de definir investimentos prioritários ao mesmo tempo em que liberaliza a precificação, incorporando indiretamente regulamentações baseadas em ESG.

Para evitar equívocos, considerando o contexto de desenvolvimento do sistema de financiamento habitacional brasileiro, com suas prováveis grandes lacunas de penetração nas faixas de menor renda, opomo-nos a diluir ainda mais os mandatos de crédito direto do SBPE ou a aboli-los por completo. Isso não favoreceria a política habitacional e a acessibilidade econômica, nem alcançaria a liberalização plena e estável buscada pelos bancos. Em vez disso, assim que seus efeitos de mercado se materializarem, é muito provável que suscite uma reação política contrária e leve o sistema a outras formas ineficientes e indiretas de direcionamento de crédito, com consequências sistêmicas imprevistas.

A seguir apresentamos uma breve discussão sobre o que seria necessário para fazer funcionar ambas abordagens de reforma acima elencadas, e encerramos discutindo mecanismos para incentivar a penetração nas faixas de menor renda.

4.1 Fazendo Funcionar a Alocação sob Escassez dos Depósitos de Poupança

Num modelo de financiamento fechado para a habitação acessível atrelado unicamente aos depósitos de Poupança, a estabilização da liquidez tem prioridade regulatória. Isso exige uma combinação de um mecanismo de precificação mais próximo dos custos de financiamento do governo e a criação de reservas técnicas para amortecer choques de preços.

i. Introdução de um mecanismo de precificação gerida

A abordagem francesa de precificação gerida por meio de revisão por um administrador estatal (no caso deles, o Ministério da Fazenda) parece demasiado intervencionista à primeira vista. No entanto, é a consequência lógica do imperativo de gerir o diferencial de preços a fim de estabilizar a liquidez. Uma interpretação mais adequada seria a de um gestor de ativos e passivos (*ALM*) do sistema.

A indexação à TR poderia até ser mantida, enquanto o administrador variaria o *spread* da remuneração dos depósitos adicionado à TR para manejar a liquidez. A taxa de depósito revisável seria muito provavelmente repassada para as taxas dos empréstimos, o que afeta tanto as condições de novos empréstimos quanto os reajustes de taxas de juros em contratos vigentes, nos quais tais cláusulas tenham sido pactuadas.

ii. Manutenção de um nível mínimo de reserva (técnica)

Um conceito de taxa revisável no contexto brasileiro de instabilidade macroeconômica exigiria suporte por meio de um nível mínimo de reservas técnicas. Novamente, o gestor de ativos e passivos do sistema assumiria o controle. As reservas técnicas poderiam ser modeladas como no sistema alemão *Bauspar*, onde foram introduzidas na fase de alta inflação dos anos 1970 a fim de preservar taxas fixas para depósitos e empréstimos. Em momentos de severa escassez de liquidez, as reservas — constituídas a partir de lucros excedentes — seriam mobilizadas para subsidiar os custos mais elevados de atração de *funding* bancário alternativo. Esta é a alternativa menos onerosa em comparação com a liberação atual de compulsórios para preservação da originação de créditos habitacionais. A necessidade de manter alguma reserva para estabilizar a liquidez questiona se o caminho atual de eliminar totalmente os recolhimentos compulsórios da Poupança até 2036 não deveria ser revisado. Um nível de 5% a 10%, em vez dos atuais 15%, proporcionaria um colchão substancial para o sistema. Assim que o nível proposto de 0% for atingido em 2036, será provavelmente tarde demais para construir um estabilizador interno, e o sistema poderá precisar de um resgate externo para honrar os empréstimos existentes a taxas fixas e baixo custo.

iii. Fomento à especialização institucional

Se os recursos escassos e de baixo custo da Poupança precisam ser racionados, a focalização torna-se imperativa. A chave é desenvolver ou utilizar as instituições de financiamento habitacional capazes de entregar habitação acessível para os segmentos-alvo e por meio de produtos de crédito diversificados.

Uma via para os bancos é o desenvolvimento de estruturas especializadas de distribuição e gestão de créditos (*servicing*) no segmento de habitação acessível. Os credores deveriam ser incentivados a formar plataformas compartilhadas de atendimento ao segmento para reduzir custos na oferta de financiamentos habitacionais acessíveis, como é característico nos Estados Unidos.

Os bancos também poderiam optar por cumprir suas cotas de habitação acessível financiando indiretamente operações de crédito efetuadas por credores especializados em segmentos de menor renda, por meio dos Depósitos Interfinanceiros Imobiliários (DII) já operantes no arcabouço proposto. Isso viabilizaria originadores de crédito habitacional não bancários na linha do modelo indiano.

Uma alternativa para os reguladores poderia ser determinar a transferência parcial de depósitos para bancos especializados ou fundos de habitação de baixa renda — um quase-sistema de licenciamento seguindo o modelo francês.

4.2 Protegendo a Abordagem de Funding Misto (*Blended Finance*) em vez de Eliminá-la

Dada a perspectiva possivelmente desalentadora de uma abordagem exclusivamente centrada em depósitos — que poderia inclusive derrotar o imperativo da especialização institucional —, levantamos a questão sobre se a abordagem de *blended finance* adotada pelas reformas anteriores poderia ser resgatada. Para tanto, propomos o seguinte conjunto de medidas:

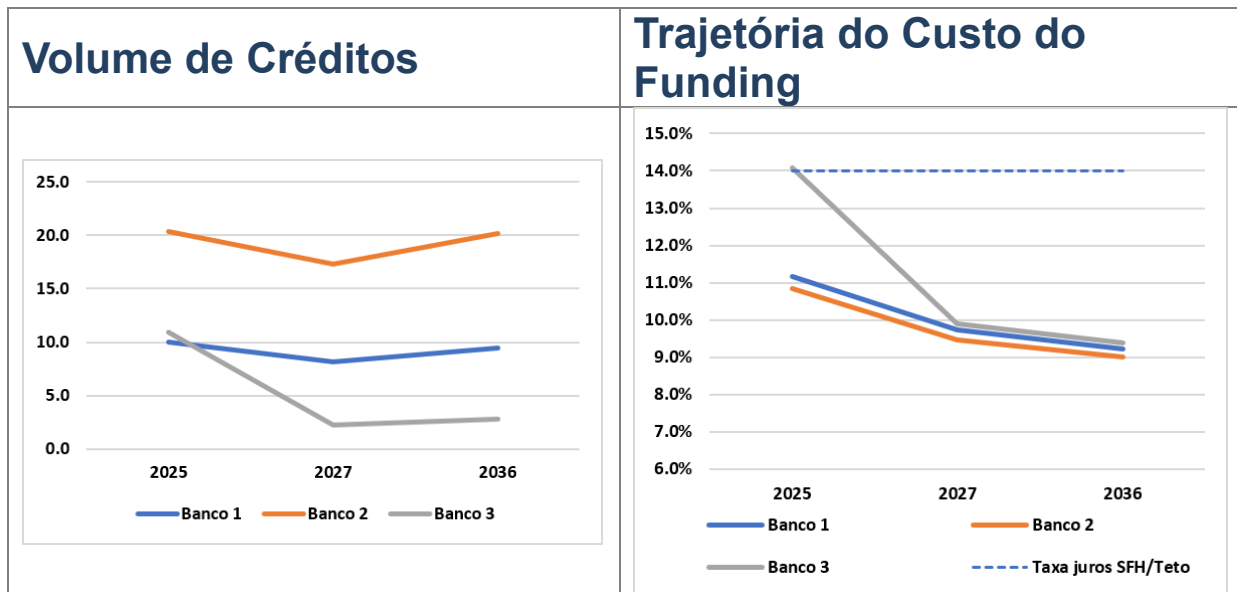
- Em vez de eliminar o direcionamento sobre os títulos imobiliários, reduzir o atual nível de direcionamento efetivo, em torno de 62% em

2024, para cerca de 30%. Este é um nível aproximadamente representativo da emissão europeia de letras garantidas (*covered bonds*) lastreados por hipotecas residenciais (por exemplo, na França e na Alemanha). Ao mesmo tempo, a exigibilidade sobre a Poupança seria impulsionada para uma proporção mais elevada do que a atual como intenciona a atual reforma, com a ressalva de que algum nível de reserva técnica ainda pode ser benéfico, mesmo sob uma abordagem de *blended finance*, para gerir grandes oscilações nos custos de *funding*.

- Introduzir uma proporção máxima de títulos imobiliários em relação aos depósitos aplicável à regulamentação, a fim de proteger os bancos que emitiram grandes volumes de títulos e possuem uma franquia fraca de depósitos. Por exemplo, de acordo com nossa simulação, o Banco 3 havia emitido 700% da sua base de depósitos em títulos. Se o reconhecimento regulatório dos títulos fosse reduzido para 100% dos depósitos, e o mencionado teto de 30% fosse aplicado aos títulos, o custo de *funding* do Banco 3 não diferiria mais fundamentalmente do dos Bancos 1 e 2.

A Figura 5 abaixo destaca o impacto da manutenção da abordagem de *blended finance* sob essa constante, com um peso reduzido de títulos imobiliários tanto nos volumes de empréstimo quanto nas trajetórias dos custos de *funding*.

Figura 5: Proposta Alternativa de Reforma do SBPE com Direcionamento de Crédito Reduzido para Títulos Imobiliários



Fonte: Modelo de simulação financeira dos autores.

Notas: Gráfico da esquerda: % de “hipotecas” em relação aos ativos totais dos bancos; Gráfico da direita: custo do funding direcionado ao crédito habitacional, considerando o atual teto de taxa (linha pontilhada).

Claramente, a recessão no crédito seria muito menos pronunciada e, na verdade, apenas temporária quando a nova proporção de direcionamento de títulos fosse aplicada em 2027. A gradação da redução da proporção poderia evitar até mesmo a desaceleração observada. Até 2036, os Bancos 1 e 2 teriam preservado as proporções de aplicação em crédito regulado em relação aos níveis de 2025, de 10% e 20% do ativo total, respectivamente. Já as aplicações em empréstimos do Banco 3 seriam reduzidas para o nível que o banco pode efetivamente arcar sob a perspectiva de rentabilidade. O Banco 3, pobre em depósitos, investiria agora, até 2036, 2,8% do ativo total em crédito direcionado, contra 2,2% do ativo total estimado sob a reforma atual.

As trajetórias dos custos de *funding* sugerem que todos os três bancos seriam agora competitivos entre si no que diz respeito aos custos de captação. Isso significa que uma falha central da regulamentação histórica sob a abordagem de *blended finance* estaria sendo corrigida sem reduzir a liquidez para o mercado de crédito direcionado (compare a Figura 3 com a Figura 5).

Uma questão em aberto é se, sob a versão de direcionamento de títulos – reintroduzida mas com fatia direcionada reduzida –, o teto da taxa de juros SFH deveria ser novamente abolido, como ocorreu na regulamentação anterior (CMN 4676/2018), ou modificado. O restabelecimento do teto deveria situar-se em um nível mais elevado, ou de algum modo atrelado à Selic, uma vez que os custos de *funding* não caem tão rapidamente quanto no caminho de direcionamento exclusivo por Poupança, desenhado atualmente pelo regulador (compare a Figura 3 e a Figura 4 à direita).

Um conjunto diferente de regulamentações sobre taxas de financiamento seria necessário se os agentes financeiros fossem autorizados a migrar da precificação de taxa fixa para a de taxa revisável ao longo do termo dos créditos.

Da nossa análise decorre que a introdução de uma opção para os bancos concorrerem em rentabilidade sobre os depósitos seria particularmente importante em um cenário de *blended finance*, o que sugere ampliar o *spread* de remuneração dos depósitos permitido sobre a TR (por exemplo, em 1% a 2%).

No caso de um cenário de *blended finance*, a necessidade de um gestor de ativos e passivos do sistema seria muito menos pronunciada, em particular se os bancos fossem capazes de elevar as taxas de depósito até certo ponto. Contudo, os reguladores ainda deveriam ser capazes de definir corredores de taxas de depósitos e, por implicação, de créditos, que sejam consistentes tanto com uma maior concorrência quanto com a estabilização da liquidez.

No longo prazo, a abordagem de direcionamento de crédito baseada no passivo do *blended finance* seria substituída por uma abordagem de direcionamento de crédito baseada no ativo, em linha com o caso da Índia. Uma liberalização total das taxas de juros do crédito exige um certo nível de estabilização macroeconômica.

4.3 Medidas de Focalização Necessárias Sob Qualquer um dos Caminhos de Reforma

Sob qualquer caminho de reforma, será fundamental garantir uma penetração significativamente melhorada do crédito direcionado SBPE nas faixas de renda média e moderadas, complementares ao FGTS, tanto para criar espaço para o desenvolvimento do mercado não regulado (financiado principalmente por títulos) quanto para cumprir a finalidade do SFH.

Já ressaltamos a importância da especialização institucional, que é particularmente relevante na abordagem de racionamento dos depósitos de Poupança. Medidas adicionais poderiam ser:

i. Incentivar a diversificação dos valores de financiamento e a tomada de risco

A nova matriz de multiplicadores definida sob o novo modelo deveria ser mais finamente calibrada, em particular na dimensão da tomada de risco de crédito. As regras propostas utilizam o sistema de multiplicadores primariamente para recompensar o maior risco de liquidez assumido em prazos de empréstimo mais longos. O arcabouço poderia ser estendido para recompensar sistematicamente a exposição bancária a um maior risco de crédito em categorias estruturalmente subatendidas — como rendas abaixo de R\$ 20 mil, empréstimos a trabalhadores informais, financiamentos habitacionais não hipotecários, empreendimentos para aluguel (multifamílias ou de fundo de quintal⁷). Idealmente, esse menu de produtos seria acompanhado pela expansão do papel do Fundo Garantidor Habitacional (FGHab).

ii. Focalizar o cofinanciamento por títulos em créditos de maior valor

Como demonstrado, devido à regressão de custos, empréstimos de menor valor — mais próximos dos limites do FGTS — são menos rentáveis para os bancos. Ao estabelecer exigências obrigatórias de cofinanciamento por títulos apenas para contratos maiores e, portanto, de rendas mais altas, o custo médio de *funding* subiria para esses segmentos, enquanto seria mantido mais baixo para os segmentos de

⁷ *Back-yard, buy-to-let rentals.*

média e baixa renda. Graduar o custo de *funding* contrabalançaria o efeito de regressão de custos e, assim, equilibraria as taxas internas de retorno (*TIR*) para os credores em toda a carteira.

Esse conceito é, em princípio, aplicável tanto no caminho de reforma por racionamento da Poupança quanto no de *blended finance*. Na realidade, em um cenário de racionamento sem reformas na rentabilidade dos depósitos, como atualmente previsto, exigir o cofinanciamento com recursos fora da Poupança para empréstimos maiores torna-se um complemento necessário. Em outras palavras, mesmo que sob esse caminho de reforma a precificação dos depósitos permaneça inalterada, a precificação dos créditos deveria ter alguma flexibilidade permitida.

As exigências de cofinanciamento por títulos seriam avaliadas em nível de carteira agregada e não contrato a contrato, preservando a flexibilidade do balanço. Isso introduz um elegante incentivo regulatório com uma estrutura de precificação mais progressiva, que ajuda a expandir o uso de títulos SFI a taxas de mercado, enquanto preserva créditos habitacionais mais acessíveis para garantir tanto a expansão geral do crédito, quanto a complementaridade ao FGTS.

4.4 Focalizar Incentivos Fiscais na Mitigação do Risco de Resgate de Depósitos

Embora a Poupança tenha funcionado *de facto* como *funding* de longo prazo devido à inércia agregada, seus depósitos permanecem legalmente como depósitos à vista que podem ser sacados instantaneamente. O descasamento de prazos, inerente ao empréstimo desses recursos por 20 anos ou mais, poderia ser enfrentado por meio de incentivos fiscais federais redesenhados de modo a mitigar o risco de os depositantes efetuarem saques recursos antes do esperado.

Por exemplo, os incentivos fiscais deveriam ser concentrados em depósitos de longo prazo que os poupadores não pudessem resgatar, ou só pudessem resgatar sujeitos a penalidades na taxa de juros. Dessa forma, o governo recompensaria os poupadores pela tomada de risco macroeconômico, o que deveria ser um princípio orientador geral no contexto macroeconômico brasileiro. Ao menos uma diferenciação das

rentabilidades dos depósitos entre o longo e o curto prazo deveria ser permitida.

4.5 Objetivos Claramente Definidos e Monitoramento Criam Espaço para Futura Liberalização

Para garantir que qualquer conceito de reforma do SBPE permaneça adaptável e orientado por dados, o arcabouço deve estabelecer marcos formais e obrigatórios de avaliação em intervalos regulares (por exemplo, a cada 3 anos), regidos por indicadores-chave de desempenho claros e objetivos.

Notadamente é preciso garantir informações sobre a focalização dos créditos, com publicização regular e granular sobre preços de imóveis, distribuições do volume de empréstimos e perfis socioeconômicos e regionais tanto da carteira existente quanto das novas concessões. Um sistema de monitoramento detalhado baseado em informações anonimizadas em nível de coorte é a espinha dorsal tanto do regime de *Priority Sector Lending* da Índia, quanto do sistema equivalente de informações do *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA) dos EUA.

Além disso, particularmente em um sistema que ainda exigirá alguma gestão de ativos e passivos respondendo à situação do mercado, todas as regras deveriam estar sujeitas a cláusulas de caducidade (*sunsetting*) e/ou revisão periódica. A expectativa é que, assim que o sistema operar conforme pretendido, tanto na dimensão do crédito quanto na de gestão de ativos e passivos, e uma maior flexibilidade de precificação reduzir incentivos adversos, as regras possam ser progressivamente descartadas. Isso será particularmente provável se for adotado o caminho de reforma por *blended finance*.

4.6 Adoção de Políticas de Aplicação Regulatória Geradoras de Valor

Por fim, as penalidades por descumprimento não deveriam ser atenuadas como faz o novo arcabouço, mas escalonadas progressivamente conforme o nível do déficit de aplicação. Ademais, poderia ser introduzida inovação quanto ao destino dos recursos recolhidos, adotando-se o modelo de reciclagem indiano. Em vez de deixar as reservas de penalidade estéreis no balanço do Banco Central,

esses recursos deveriam ser automaticamente reciclados em linhas de crédito dedicadas e de baixo custo, especificamente direcionadas para carteiras de habitação acessível em agentes dispostos a expandir tais carteiras. Isso garante que a falha de um banco em cumprir seu mandato social financie diretamente canais institucionais especializados, que possam, assim, transformar penalidades regulatórias em resultados sociais produtivos.

5. Conclusão

Este artigo examinou a mecânica estrutural e as implicações de política do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) após a reformulação regulatória promovida pela recente Resolução CMN 5.255/2025. As medidas adotadas retrocedem em relação a uma abordagem anterior de *blended finance* para o crédito habitacional direcionado, como resultado do aumento dos diferenciais de preços entre títulos e depósitos, que emergiram desde 2021, e da incapacidade dos agentes financeiros de concorrerem por depósitos adicionais. por meio da sua precificação. Os reguladores decidiram compensar a base cadente de depósitos oferecendo liberações de compulsório.

Essa abordagem leva necessariamente ao racionamento dos depósitos de baixo custo remanescentes, o que, contudo, não corrige as principais distorções, uma vez que os bancos continuam autorizados a emprestá-los a grupos de renda mais alta, em linha com os incentivos financeiros das próprias instituições bancárias. Além disso, sem ao menos uma abordagem de precificação revisável para os depósitos, que reduza os diferenciais em relação aos preços dos títulos, e enfrente a concorrência de produtos de investimento alternativos, é provável que a base de depósitos continue em declínio. Liberar depósitos do compulsório no BCB nesse contexto é um paliativo que não resolve a questão central.

A alternativa aqui recomendada seria enfrentar os equívocos da abordagem anterior de *blended finance* e manter parcialmente o financiamento por títulos no envelope do crédito direcionado, tornando a precificação de depósitos e financiamentos mais flexível. Bandas de rentabilidade de depósitos permitirão que credores menores adquiram mais depósitos e expandam a base geral de depósitos novamente. Resgatar o direcionamento obrigatório de títulos, reduzindo-o, criará

condições de igualdade (*level playing field*) nos custos de *funding* entre bancos ricos e pobres em depósitos SBPE. Ambas as medidas combinadas evitarão uma recessão pronunciada na oferta de crédito habitacional, a qual está implícita na nova regulamentação.

Obviamente, no contexto macroeconômico brasileiro, a precificação hipotecária flexível e potencialmente variável continua sendo uma questão de risco de crédito, de modo que sob ambas as abordagens será necessária alguma forma de regulamentação das taxas de juros de financiamento. Tal abordagem de taxa de juros gerida depõe contra eliminar as reservas compulsórias; em vez disso, deveriam ser construídas reservas técnicas que ajudem a absorver choques de preços ou de liquidez.

Crucialmente, mesmo se houver recuperação ou mera estabilização do estoque de depósitos decorrente de uma melhor gestão de preços ao poupador, esses recursos devem ser investidos com prioridade na habitação acessível, para melhorar a acessibilidade financeira no continuum de rendas, atuando de modo complementar ao FGTS. Nesse sentido, nossa análise comparativa internacional refuta a premissa de que o desenvolvimento do mercado de capitais torna o crédito direcionado obsoleto. Desde os modelos de agências no mercado de capitais "patrocinadas pelo governo" dos Estados Unidos (cujos investidores empregam depósitos extensivamente), passando por arcabouços do mercado hipotecário dependentes de depósitos na Europa Ocidental, até a arquitetura estatal centralizada do *Livret A* francês e as cotas flexíveis de ativos do *Priority Sector Lending* (PSL) da Índia, o crédito direcionado continua sendo uma ferramenta importante em todo o mundo, para alinhar a liquidez do setor financeiro a objetivos de política social.

O desafio é definir parâmetros e instrumentos que permitam ao setor bancário comercial operar de forma rentável e sob níveis mais elevados de concorrência, resguardando o acesso ao crédito pelas famílias que de fato necessitam dessas condições subsidiadas. Isso exige um sistema adequadamente calibrado de parâmetros de aplicação e cofinanciamento que reflita os custos bancários, bem como instrumentos para negociar obrigações de investimento com os bancos mais bem posicionados para

investir na fronteira do mercado de crédito. Quando os novos segmentos de crédito estiverem firmemente estabelecidos e os incentivos para os credores alinhados com os objetivos da política habitacional, etapas adicionais de liberalização do corpo de regulamentações poderão ser tomadas.

As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade exclusiva dos autores, não refletindo necessariamente a opinião institucional da FGV.