

# 12ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil  
19, 20 e 21 de Setembro de 2012



## Existe uma melhor configuração para o financiamento imobiliário no Brasil?

José Renato Carollo<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Integrante do GEP – Grupo de Pesquisa e Estudos do SECOVI e IREM – Brasil. Engenheiro pela Escola Politécnica. Sócio-diretor da Tempre Investimentos. Professor de Finanças em cursos de pós-graduação. Empresário e Gestor de Recursos CVM. Rua Silvia, 23 – Cj. 06, São Paulo, Brasil. [carollo@tempre.com.br](mailto:carollo@tempre.com.br)

### RESUMO

Este artigo mostra os efeitos das mudanças na condução da política de financiamento imobiliário por parte do governo. Esta política, por ser abrupta, impulsiona o aumento de prazos de financiamento, provocando, com isso, uma pressão sobre preços e uma transferência de renda de novos adquirentes para proprietários correntes e o próprio governo (por meio do aumento generalizado de preços de imóveis e os correspondentes impostos incidentes sobre essa base mais alta). Neste artigo discute-se o principal efeito dessa política de prazos além de outras variáveis nas condições de financiamento e sugere-se alternativas.

**Palavras-chave:** Financiamento, imóveis, política, governo, crédito.

# 12ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

19, 20 e 21 de Setembro de 2012



## ABSTRACT

This article presents the consequences of real estate financing policy changes as regulated by central government. This policy has suddenly extended financing period, allowing for pressure over prices and causing income transfer from new homewoners to existing homewoners and government respectively by the general increase in property and land prices and the resulting increased tax on their transfer and capital gain. In this article the effects and alternatives for such policy are discussed.

**Key-words:** Financing, real estate, policy, government, credit

## 1. INTRODUÇÃO

A política de financiamento regulada pelo governo central no Brasil é parte da cultura do país e pouco discutida nos seus fundamentos e objetivos. A falta de norte e de planejamento gera efeitos inesperados e ainda pouco estudados. Atualmente, a dilação de prazos de financiamento provocou um substancial aumento no esforço econômico necessário às famílias para adquirirem seu primeiro imóvel. Assim, o aumento do preço não é discutido e os debates concentram-se no nível da taxa de juros pagos no financiamento, sem observar fundamentalmente o problema, que é o aumento do valor principal financiado provocado pela própria política. Este artigo traz à luz o mecanismo por meio do qual ele ocorre, comentando aspectos dessa política que compõe a condição de financiamento de imóveis relacionados ou não a prazos de financiamento.

## 2. SISTEMA DE FINANCIAMENTO À HABITAÇÃO (SFH)

O Sistema de Financiamento à Habitação (SFH) vem, há muitos anos, sendo a referência para o brasileiro quando o assunto é obtenção da casa própria. Até 1964, o sistema “Casa Popular” não tinha indexador em seus financiamentos – espelho de um sistema ainda incipiente. Em 1964, foi criado o SFH pela Lei n. 4.380, com a correção monetária de ativos e passivos e a instituição do Banco Nacional de Habitação (BNH) e os dois principais mecanismos de captação passaram a ser a Caderneta de Poupança e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). O sucesso do sistema comprovou-se pela evolução do número de financiamentos, passando de 8 mil para 627 mil unidades entre 1965 e 1980, financiando 70% das novas moradias nesse último ano. O sistema, no entanto, ainda não atingia grande parte da camada de baixa renda e tinha inconsistências naturais.

Em 1997, pela Lei n. 9.514, foi criado o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), para securitização de créditos e melhor segurança jurídica dos contratos, utilizando: Certificados de Recebíveis (CRI), Letras de Crédito (LCI) e Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), ligados principalmente ao financiamento de edifícios comerciais.

### 2.1 Adaptações recentes do SFH e o SFI

Hoje, há duas formas principais para esse financiamento, a Carta de Crédito do FGTS e a aprovação de financiamento em um banco comercial que utiliza os recursos da Caderneta de Poupança. Por ser outro importante pilar do sistema, o fato é que a poupança ensejava preocupação do governo pela sua rigidez na rentabilidade, o que limitava a queda de taxa de juros da economia e que foi, de maneira ainda não definitiva, resolvido com as novas “regras da poupança”, instituídas em maio de 2012. Nesse sistema, como regra, os indexadores são a Taxa Referencial (TR) (SFH) e o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), utilizado direto com as construtoras, sendo esta última forma fora do SFH.

Atualmente, sobram recursos no SFH. Esses excedentes são aplicados especialmente em títulos públicos. O volume de recursos transformado em crédito é influenciado por alguns fatores, nomeadamente:

- renda média do público interessado;
- volume da “entrada” que deve ser aportado pelo mutuário (hoje 20%);
- nível de taxas de juros (Sistema de Amortização Constante – SAC);

- prazo máximo de financiamento; e
- financiamento ampliado a imóveis usados ou restrito a novos imóveis.

Estes dois últimos fatores, em especial, são regulados pelo governo e alterados em épocas de maior ou menor incentivo. Esse grupo de variáveis como um todo é referido neste artigo como condições de financiamento (CF).

Agregue-se ainda a possibilidade de benefícios fiscais, que podem incentivar – ou não – imóveis do ponto de vista de investimento. Trata-se de impostos à propriedade, sobre ganhos de capitais na venda e dedutibilidade de juros pagos em empréstimos a imóveis.

Comparativamente a outros mercados, como os Estados Unidos (EUA) (IRS, 2012<sup>1</sup>), o mercado brasileiro, ao contrário, tem grande interferência governamental. Outra diferença marcante é que nos EUA também é marcante o uso de imóveis como garantias a empréstimos financeiros, mesmo tratando-se de único imóvel.

## 2.2 Preferências e orçamento do mutuário

De maneira geral, o mutuário tem um comportamento que dá preferência à aquisição da moradia, independente do seu olhar de investimento (assunto discutido na seção 3.3). Esse comportamento não corresponde ao modelo estritamente racional do consumidor, mas como demonstram Kahneman e Tversky (2000), os consumidores podem ser muitas coisas antes de serem racionais. A sabedoria popular assim diz: “investir” em uma casa, ao invés de “torrar” o dinheiro para depois “não ter onde cair morto” – mas o assunto suscita uma avaliação final que depende de um estudo específico fora do contexto deste artigo.

Nesse mesmo sentido, importante notar que um mutuário irá escolher uma moradia que “caiba no seu bolso”. A Tabela 1 ilustra a decisão do mutuário típico, a influência da taxa de juros e do prazo de pagamento pelo sistema SAC e o número de salários mínimos requeridos para um comprometimento de 25% da renda para pagamento das prestações.

Tabela 1 – Orçamento familiar e valor do financiamento

Valor R\$/m <sup>2</sup>	Tamanho (m <sup>2</sup> )	Total (R\$)	-20% de Entrada	8% Sac 20 anos	5% Sac 20 anos	8% Sac 30 anos	5% Sac 30 anos	(d) 25% em # SM
				a	b	c	d	e*
2.300	40	92.000	73.600	797	613	695	511	3,3
2.300	50	115.000	92.000	997	767	869	639	4,1
2.300	60	138.000	110.400	1196	920	1043	767	4,9
2.300	70	161.000	128.800	1395	1073	1216	894	5,8
2.300	80	184.000	147.200	1595	1227	1390	1022	6,6
2.300	90	207.000	165.600	1794	1380	1564	1150	7,4
2.300	100	230.000	184.000	1993	1533	1738	1278	8,2
2.300	110	253.000	202.400	2193	1687	1912	1406	9,0

\*número de salários mínimos que se deve ganhar para que a prestação em "d" corresponda a 25% da renda.

Conforme os dados apresentados na tabela 1, para um custo médio de R\$ 2.300/metro quadrado (m<sup>2</sup>), na coluna “a” um mutuário financiaria um imóvel de 40 m<sup>2</sup>, no valor de R\$ 92.000, taxa de 8% ao ano (aa), em 20 anos, com 20% de entrada, por R\$ 797,00 ao mês. Caso a taxa baixasse para 5% aa e o prazo fosse ampliado para 30 anos, esse mesmo valor permitiria a aquisição de 60

<sup>1</sup> Informação disponível em: <www.irs.gov>. Acesso em: 30 jul. 2012.

m<sup>2</sup> e a renda em ambos os casos seria de cerca de 5 salários mínimos. Outra forma de olhar o problema é ver que o mesmo imóvel de 40 m<sup>2</sup>, nas novas condições, exigiria uma renda de apenas 3,3 salários mínimos – significativamente ampliando o mercado de moradias.

Note-se que nesta tabela (1) assume-se um preço de equilíbrio por metro quadrado constante, o que não pode ser assumido sempre que há choques de oferta ou demanda no mercado. Em tempos de demanda aumentada os preços sobem de acordo.

### **2.3 O ponto de vista do governo: equilíbrio orçamentário e geração de empregos**

Nunca será demais falar do papel do governo no mercado habitacional. Como em todo mercado que regula, o Estado tem dois vieses: o bem-estar social e o fiscal, que inclui o equilíbrio orçamentário (o equilíbrio nem sempre parece ser o mais correto, dependendo de que lado se está – iniciativa privada ou serviço governamental). A indústria de construção, ao longo da história econômica brasileira (o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) é um caso óbvio), foi vista como um setor a ser incentivado pela sua geração de empregos e por ser intensivo em mão de obra, principalmente, pouco especializada.

Nesse sentido, analisam-se os impactos do papel descritos na seção 2.1, e como, em especial o viés fiscal, vem trazendo efeitos indesejáveis aos mutuários em geral, como discutido no item 4 deste artigo.

### **2.4 Juros cada vez mais baixos**

Os juros no mercado financeiro para outras formas de empréstimo pessoal vêm caindo ao longo do tempo. Recentemente, por exemplo, o Banco do Brasil passou a cobrar 8,9% mais TR ao invés de 10%, o que representa uma razoável economia num horizonte típico de 25 anos.

### **2.5 Execução hipotecária**

A execução da garantia do empréstimo – o imóvel – acontece junto com tantas outras situações de intervenção do Judiciário, objeto de longa demora.

O sistema judicial brasileiro tem por tradição proteger o mutuário, inquilino e todo o indivíduo que, de um ponto de vista talvez distorcido, puder ser alvo de uma injustiça social. Essa hipossuficiência do mutuário traduz-se, inevitavelmente, em custos maiores para toda a base de clientes do sistema, e como visto adiante, uma execução mais célere dessas garantias quando do inadimplemento resultaria em menor custo para todo o sistema.

### **2.6 Aquisição de moradia e a falta de benefício fiscal**

Merece abordagem a questão de incentivos fiscais que ocorre na grande maioria dos países, em especial quando se faz a primeira aquisição de imóvel para moradia, fato que não acontece no Brasil.

Em acréscimo, vale ressaltar que no caso brasileiro há a incidência de imposto sobre ganho de capital à taxa de 15%, excetuando-se os casos para valores até 440 mil reais, desde que não tenha vendido outro imóvel nos cinco anos anteriores e que haja aquisição de outro imóvel no prazo de 180 dias (Lei n. 11.196, de 21/11/2005, Art. 39; Instrução Normativa SRF n. 599, de 28/12/2005, Art. 2º, como se vê, a legislação não é muito antiga). Inacreditável é o fato de que não há

possibilidade tributária de atualização de valores monetários para os bens imóveis declarados, agravado pelo fato de que a inflação foi de 87% nos últimos 10 anos. Na prática, há um aumento de pontos percentuais na tributação efetiva ao taxar a variação nominal e não real do preço do imóvel – tais fatores diminuem a atratividade do imóvel como investimento, ressaltando, ainda, que nenhuma dedução de juros é permitida.

Isso contrasta singularmente com a situação americana que, embora parecida, tem uma inflação menor (30%). Além disso, o imposto sobre o ganho de capital é bem menor e os juros são dedutíveis. Na Holanda, por exemplo, a tributação equivalente ao ganho de capital é de 1,2% sobre o valor da casa ao ano e os juros também são dedutíveis, sem cobrança de ganho de capital na venda

A falta de incentivo tributário aliada ao *cost of carry*, ou custo de carregamento de imóveis – tanto financeiros, como atrasos e inadimplências de aluguéis, depreciação do imóvel não compensada, reformas necessárias para manutenção como pessoais envolvendo relacionamento com inquilinos, imobiliárias, condomínios etc. – contrastam com a facilidade de se manter um ativo financeiro em carteira, que não envolve nenhuma dessas inconveniências.

## 2.7 Outros condicionantes: o agente financeiro

Embora não seja tratado explicitamente aqui, os custos operacionais dos agentes financeiros não podem ser ignorados numa política que se pretende ampla; seus custos afetam a taxa final negociada junto ao mutuário.

Além do problema oneroso da execução de garantia já descrito, pode-se argumentar que a concessão de empréstimo poderia ser um serviço baseado em volume (*fee for service*) e não em valor da taxa, o que aumentaria a concorrência e poderia ser operado com a devida estrutura fiscal. Também é fato que seria mais um controle sobre a livre iniciativa, o que sempre deve ser feito com extremo cuidado. O agente financeiro arca também com o ônus da execução da execução hipotecária descrita em 2.6.

## 3. MODELO DE OFERTA E DEMANDA DE INVESTIMENTO E DE MORADIA

### 3.1 Curva de demanda e oferta

A curva de demanda e oferta de um bem ou serviço é mostrada sempre com quantidades no eixo horizontal e preços no eixo vertical, como mostra o gráfico 1:

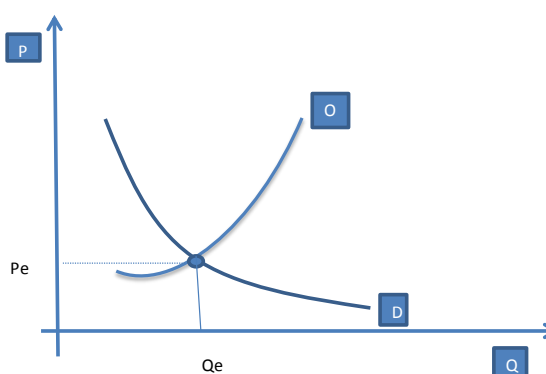


Gráfico 1 – Curva de demanda e oferta

A curva ascendente para preços retrata a oferta; quanto maior for o preço maior será a quantidade ofertada. Em mercados com alguma competitividade (como é o caso do mercado imobiliário), este atrairá mais capital e recursos, permitindo operar com produtividade que se mostra decrescente ao volume crescente de recursos. Inversamente, a demanda pela propriedade de moradia mostra-se com relação invertida, refletindo o fato de que, dada uma mesma moradia, um maior número de pessoas estará apto e terá o desejo de adquiri-la quanto mais seu preço for reduzido.

O conceito de moradia aqui é uniformizado. Para que se possa utilizar este útil instrumento, são necessárias algumas premissas:

- A quantidade de bem é única, portanto deve-se uniformizar todo o mercado. Pensando em uma unidade de moradia como, por exemplo, uma unidade de 10 m<sup>2</sup> em um determinado imóvel da capital de São Paulo – um imóvel de 100 m<sup>2</sup>, custando três vezes mais por m<sup>2</sup> equivale, portanto, a 30 unidades de moradia. Dentro da mesma ideia, um morador-proprietário tem como cliente a si mesmo – é tanto parte da oferta quanto da demanda e, supostamente, pode tomar decisões sobre alugar seu imóvel para outra pessoa e morar num outro imóvel ou adquirir outro imóvel – isso está perfeitamente em linha com a realidade, embora, sabe-se o quanto pode demorar uma mudança (especialmente em dias chuvosos) e os vasos que podem ser quebrados durante o transporte.
- Mercados de imóveis novos e usados são o mesmo mercado. Isso deve ser revisto na hipótese de proibir-se, por exemplo, financiamento a imóveis usados, o que já ocorreu no passado.
- Cada curva relaciona-se a um dado nível estável de cada função de oferta e demanda. Por exemplo, a curva de oferta “O” é dada para um nível constante de impostos sobre as construtoras (Imp\_C). No caso da demanda “D”, deve-se pensar inicialmente que a curva depende de um certo nível de Condições de Financiamento (CF) e Impostos (Imp\_B).

Formalmente, a situação de oferta e demanda é descrita com as seguintes funções:

**$O = f(P, Imp_C, X)$** : P é o preço do m<sup>2</sup> padrão, Imp\_C impostos municipais, estaduais e federais pagos até a entrega do imóvel, tais como: Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS), Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) sobre materiais, licenças etc.; e X vários outros itens, como: custos de materiais sem impostos, taxa de retorno sobre o capital etc. Um aumento de Imp\_C deslocaria a curva para cima ao encarecer os preços.

**$D = f(P, CF, Imp_B, Y)$** : CF corresponde aos prazos, valores, entradas, garantias, taxa de juros e impostos das Condições de Financiamento e Imp\_B impostos sobre a propriedade, tais como: Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) etc.; e Y refere-se à renda. Uma melhoria de CF (maior prazo, maior valor, menor entrada, menor taxa de juros e menores impostos) desloca a curva para cima e também a uma diminuição de Imp\_B.

O gráfico 2 apresenta as duas funções e dois dos seus possíveis deslocamentos de forma qualitativa:

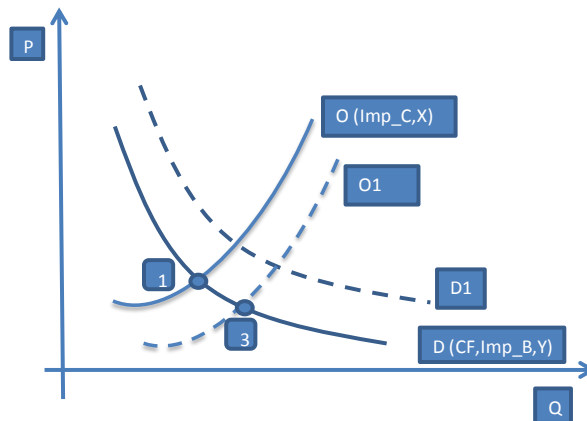


Gráfico 2 – Oferta e Demanda: movimentações

### 3.2 Expectativas racionais

A ideia – ou o modelo de expectativas racionais – foi primeiramente elaborada por Johan F. Muth, em 1961, e desenvolvida mais tarde por economistas, como Tom Sargent e Robert Lucas, culminando no modelo Mundell-Fleming, popularizado por Dornbusch. Apóia-se no pleno conhecimento de informações por parte dos agentes e na sua racionalidade.

Embora bastante discutido e discutível, o modelo joga luz sobre o efeito de choques de demanda que se pretende abordar aqui. Utilizando as mesmas curvas de oferta e demanda já mencionadas, vale refletir sobre as situações descritas nos gráficos 3 e 4 a seguir:

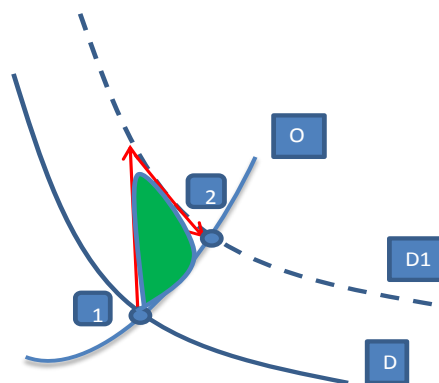


Gráfico 3 – Deslocamento: demanda para cima

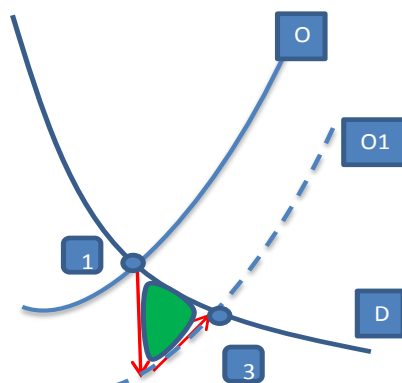


Gráfico 4 – Deslocamento: oferta para baixo



No gráfico 3, um aumento súbito de demanda de  $D$  para  $D1$  faz os preços saltarem abruptamente (ver seção 3.2.1). Isso poderia ser resultado de uma dilatação nos prazos de pagamento ou uma queda repentina de juros, ou a combinação dos dois. Com a oferta de curto prazo fixa, os preços sobem até estabilizarem no equilíbrio (2). Este gráfico 3 apresenta uma situação que acabou sendo batizada de *overshooting* (“tiro errado acima do alvo”), já que o mercado, num primeiro momento, se ajusta a um preço superior ao seu preço futuro de equilíbrio.

No gráfico 4, o choque é de diferente natureza: a curva de oferta é deslocada para baixo. Como visto na definição desta curva, isto pode advir de uma mudança de  $Imp\_C$  (diminuição de impostos) ou melhoria de  $X$ , favorecendo o volume construído. Da mesma forma, a situação (3) representa um *undershooting* (“tiro errado abaixo do alvo”).

### 3.2.1 Curva de oferta de curto prazo

No curto prazo, a oferta de imóveis é dita “inelástica”. Ou seja, a curva  $O$  descrita anteriormente é uma curva de longo prazo; ela depende da aquisição de máquinas, da estruturação de empreendimentos, de licenças e, portanto, as unidades de moradia ofertadas não podem ser mudadas imediatamente. No curto prazo, a curva  $O$  apresenta-se da seguinte maneira (gráfico 5):

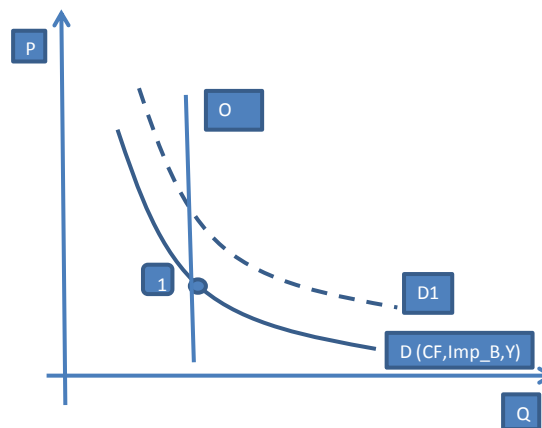


Gráfico 5 – Demanda de imóveis e oferta de curto prazo

Esta curva de curto prazo vertical é a razão pelo comportamento descrito nos gráficos 3 e 4.

### 3.3 A visão de moradia como investimento

Além da função de moradia, toda habitação tem uma função de investimento. A compra de uma habitação tem o caráter de longo prazo, de investimento e não de consumo.

A teoria de investimento tem como dado que há três tipos de investidores: o neutro ao risco, o avesso ao risco e o amante do risco (*risk lover*), cada qual com sua percepção do que é risco – o modelo consagrado é o do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Sem, no entanto, entrar em minúcias técnicas, é relevante dizer que para os imóveis têm-se investidores com diferentes “percepções” de risco.

Alguns investidores têm em relação aos imóveis um apetite de “amante” do risco. Na verdade, como a maioria dos brasileiros, ele está disposto a obter retorno menor sobre seu investimento desde que possa “morar” nele (aqui enquadra-se o investidor previsto pela Teoria de Maslow, que procura primeiro um abrigo). Finalmente, existe o investidor “avesso” ao mercado imobiliário, seja por questões de liquidez ou manutenção do investimento.

---

Não é absurdo afirmar que o investidor médio tende a ser do segundo tipo, conferindo aos imóveis um caráter de mercado “cativo”.

#### **4. IMPACTOS RECENTES DE POLÍTICAS DE FINANCIAMENTO E ARGUMENTAÇÕES**

No item 3, seção 3.2, foi estabelecida a base da análise proposta neste artigo. Uma vez bem estabelecido o modelo, facilita-se o entendimento dos diversos movimentos de mercado ao avaliar as políticas conduzidas pelo governo.

##### **4.1 Aumento de prazos**

Ao aumentar abruptamente a demanda, o governo provoca um aumento súbito de preços. A curva de curto prazo, então, faz com que os preços subam até encontrarem a nova curva de demanda correspondente àquela quantidade como descrito no gráfico 3. No qual, vê-se também que uma vez que a curva de longo prazo começa a se desenvolver, o mercado encontra o equilíbrio (em 2), sem problemas. Será mesmo?

A área verde do gráfico indica que houve uma *transferência de riqueza* nesse processo. De que forma? Através de preços aumentados que foram capturados por donos de imóveis (e terrenos) anteriores ao choque na demanda e, subsidiariamente, pelo erário, que é capaz de arrecadar imposto de ganho de capital e de transferência.

A área verde poderia ser diminuída com uma declaração antecipada da política de aumento de prazos. Caso fosse esse o caso, a curva de oferta de longo prazo se manifestaria em pequenos movimentos e a área verde seria de menor magnitude.

Como visto, um choque de demanda ajuda os donos anteriores de imóveis e, principalmente, o Estado, que arrecada a sua parte taxando, ou as construtoras, na venda dos imóveis, ou os donos anteriores que decidiram vender seus imóveis a preços mais altos. Do ponto de vista orçamentário, fazem sentido as políticas de choque, embora faça muito pouco sentido do ponto de vista da sociedade como um todo.

Uma evidência desta abordagem está ilustrada no gráfico 6, a seguir, elaborado a partir de dados da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip<sup>2</sup>):

---

<sup>2</sup> Informação disponível em: <[www.abecip.org.br](http://www.abecip.org.br)>. Acesso em: 30 jul. 2012

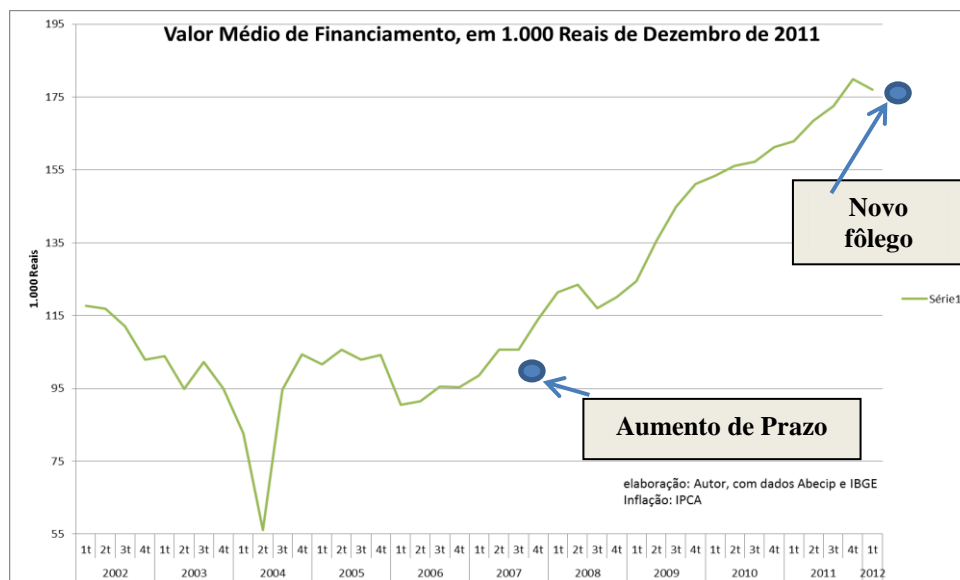
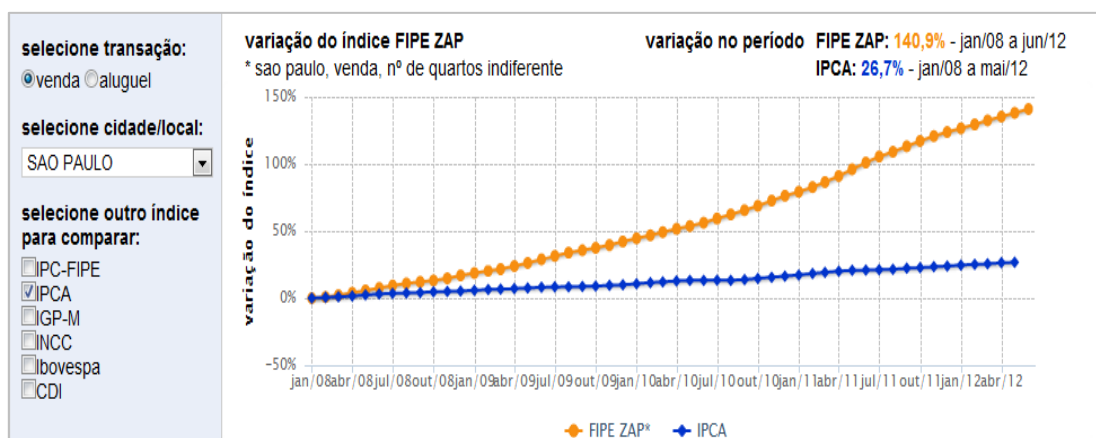


Gráfico 6 – Evolução: Valor Médio Financiamento

Vê-se que a partir de setembro 2007, momento em que os prazos máximos de financiamento foram elevados de 20 para 30 anos, o preço dos imóveis assume uma clara tendência de alta; não por coincidência, no final de 2007, o índice médio de valor financiado ultrapassa pela primeira vez seu nível do 1º trimestre de 2001, para chegar a uma valorização de 55% em termos reais em meados de 2012.

Em junho de 2012, a Caixa Econômica Federal (CEF) ampliou o prazo de financiamento de 30 para 35 anos, o que leva a um novo fôlego para esta tendência que vinha se esvaziando conforme mostra o 1º trimestre de 2012. Comparando-se os efeitos sobre a prestação, este equivale à metade do anterior de 2007 (mais cinco anos ao invés de 10 anos). Há, inclusive, a salutar redução de taxa de juros, mas essa também ajuda na elevação da transferência de renda ao dar mais poder aquisitivo para os mutuários.

O gráfico 6 é corroborado pelo gráfico 7, que mostra o aumento do preço de imóveis comparado à variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA):



Fonte: Fipe-Zap (2012<sup>3</sup>)  
Gráfico 7 – Índice Fipe Zap

<sup>3</sup> Informação disponível em: <www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap/default.aspx>. Acesso em: 30 jul. 2012.

A vantagem destes dois gráficos é que eles mostram a dinâmica dos preços ao invés de apenas os pontos de chegada e partida. Enquanto o modelo prevê uma mudança súbita de preço (para cima ou para baixo). No mundo real, as pessoas demoram a tomar uma atitude de buscar uma carta de crédito ou financiamento. A escola dos filhos, a rotina bem estabelecida, os amigos da vizinhança, o planejamento financeiro da família, enfim, apresentam uma inércia que deve ser alterada para contemplar a nova oportunidade de financiamento, seja ele da primeira casa ou da ida para um imóvel de maior valor. Assim, esse ajuste toma a dinâmica apresentada nos dois gráficos – 6 e 7. O fundamento em si, no entanto, permanece válido.

#### **4.2 Extensão a imóveis usados ou restrição a novos?**

O mesmo modelo pode ser pensado em termos da restrição ou não de financiamento de novos imóveis.

Claramente, um imóvel novo tem a mesma utilidade que um imóvel usado – moradia. No entanto, a diferença de financiamento cria uma demanda própria para os novos imóveis (especialmente se as condições de transferência são bem definidas, dificultando transações ocultas que sejam capazes de transferir o benefício para outros que não seus próprios moradores). Neste sentido, a nova demanda “D1” fica muito mais restrita, causando uma pressão maior sobre um estoque menor de imóveis novos. Isso acarretaria uma enorme transferência de renda para as construtoras e aos donos de terrenos. Deste modo, é uma boa política não restringir financiamento a imóveis novos, a menos que se pense numa política ainda mais paulatina de mudança de condições de financiamento (CF), embora do ponto de vista de política econômica, o emprego gerado pelas novas construções seja menor.

#### **4.3 Juros mais baixos e impostos menores sobre a propriedade**

Juros mais baixos têm efeito similar ao do aumento de prazos. Uma parte da renda que seria destinada aos doadores de recursos (poupadores, por exemplo) é canalizada para os proprietários de imóveis e terrenos. Impostos menores sobre a propriedade deslocam, levemente, recursos do governo para esses mesmos proprietários.

#### **4.4 Menores impostos na construção e execução mais rápida de garantias**

De todo o modelo descrito até agora, é no deslocamento para baixo da curva de oferta que se pratica a melhor distribuição de renda. Neste caso, há uma diminuição do valor de imóveis e terrenos ao mesmo tempo em que se promove um aumento na quantidade de serviços de moradia. Isso, no entanto, requer a participação de um agente naquilo que mais lhe desagrada – nomeadamente, o governo –, deixando de taxar ou subsidiando uma determinada atividade.

Ao diminuir impostos sobre a construção (material, mão de obra etc.), uma oferta inelástica (pouco sensível ao preço) no curto prazo provocaria uma queda abrupta nos preços dos imóveis. Com essa queda de preços no mercado da construção, os aluguéis atrativos ensejam novas construções, até que o estoque de ativos pudesse alcançar um patamar mais alto – durante um tempo curto, a relação preço de imóveis/aluguel ficaria mais baixa – é o *undershooting* descrito no item 3.

O quanto se deve subsidiar a atividade de construção para alcançar os objetivos de uma determinada política? Supondo um mercado de construção razoavelmente competitivo e escalável, uma baixa de custos de produção teria seu impacto na quantidade de novas moradias

dependendo da propensão marginal das pessoas a investir em habitação. Se ela for alta, a cada real barateado, uma porção substancial da renda será direcionada a investimento em imóvel. Esta é uma frente de pesquisa futura e promissora para novos trabalhos.

#### 4.5 O problema do excesso de capacidade e o ciclo econômico

O modelo aqui apresentado não trata do excesso de capacidade. Pela teoria da firma e de custos de agência, sabe-se que uma certa inércia pode tomar conta de firmas e acontecer o sobreinvestimento (o caso da indústria automobilística é típico). Sabe-se também que empresas têm estratégias de ganho de *market share*, este é outro fator. Estes dois itens podem, em tese, justificar o ocasional sobreinvestimento na indústria da construção.

Ciclos econômicos também têm sua influência. Como já mencionado, a demanda depende fortemente da renda disponível a mutuários. Em época de escassez, é natural haver uma diminuição nos pedidos e na própria aprovação de crédito, o que pode contribuir para um momentâneo “excesso de oferta”.

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fica claro pelo modelo exposto que a política de financiamento favorece as razões fiscais acima de tudo; e que os impactos sobre os prazos e juros dos financiamentos, à primeira vista, dentro da ideia de atender os melhores interesses dos mutuários, na verdade, acabam impondo uma carga desproporcional aos seus esforços para adquirir a casa própria, tornando-se um instrumento de transferência e concentração de riqueza para proprietários e para o Estado.

Isso seria bastante diminuído conforme as conclusões a seguir:

- Anúncio antecipado de políticas de financiamento: esse anúncio antecipado daria tempo para a curva de oferta de longo prazo ajustar-se, evitando a transferência demasiada de renda para proprietários e governo.
- Utilizar em conjunto prazos e juros nas condições de financiamento para evitar pressão sobre a transferência de renda: juros e prazos melhores incrementam e dão folego à subida de preços; ambos deveriam ter uma política de curto e de longo prazo, embora juros a financiamentos imobiliários sejam mais estáveis e ainda dependentes de política monetária.
- Analisar o subsídio à produção: conforme discutido na seção 4.4, esta é a política com melhor capacidade distributiva e que melhor atende aos novos mutuários, porém depende de um governo com capacidade de desonerar este setor.
- Execução mais célere de garantias: este fator contribuiria também para o *undershooting*, ao baratear todo o empreendimento imobiliário, diminuindo o custo operacional do intermediário financeiro e da construtora, quando esta executa este papel.
- Ajustar a base de cálculo do resultado do agente financeiro, tornando-o independente do nível da taxa de juros: ao tornar o serviço baseado em volume e não em margem, torna-se o sistema mais acessível; há, no entanto, o risco do ajuste da rentabilidade do intermediário, que não pode ser abandonado sob o risco de penalizar todo o sistema.

Finalmente, a política deve ser apoiada em medidas locais, tais como a junção com sistemas de transporte de massa, educação e saúde de emergência, dentre outros.

---

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP. Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. *Planilha Valor de Financiamento*. Disponível em: <[www.abecip.org.br](http://www.abecip.org.br)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

BCB. Banco Central do Brasil. *O Crédito Imobiliário no Brasil*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/pre/credito\\_imobiliario/pdf/3%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20%20CR%C3%89DITO%20IMOBILI%C3%81RIO%20NO%20BRASIL%20Sr%20Iorio.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/credito_imobiliario/pdf/3%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20%20CR%C3%89DITO%20IMOBILI%C3%81RIO%20NO%20BRASIL%20Sr%20Iorio.pdf)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

ESTADÃO. *Caixa amplia prazo para financiamentos imobiliários*. Disponível em: <[www.estadao.com.br/noticias/economia,caixa-amplia-prazo-para-financiamentos-imobiliarios,42432,0.htm](http://www.estadao.com.br/noticias/economia,caixa-amplia-prazo-para-financiamentos-imobiliarios,42432,0.htm)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

FGV. Fundação Getúlio Vargas. *O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e desafios*. 2007. Disponível em <[www.abecip.org.br/imagens/conteudo/publicacoes\\_e\\_artigos/trabalho\\_fgv.pdf](http://www.abecip.org.br/imagens/conteudo/publicacoes_e_artigos/trabalho_fgv.pdf)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

MANKIWI, G. *Consumption versus Income Taxation*. Disponível em: <[//gregmankiw.blogspot.com.br/2006/06/consumption-vs-income-taxation.html](http://gregmankiw.blogspot.com.br/2006/06/consumption-vs-income-taxation.html)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

IRS. Inland Revenue Service. Disponível em: <[www.irs.gov](http://www.irs.gov)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. *Choices, Values and Frames*. Cambridge University Press, 2000.

RECEITA FEDERAL do Brasil. Disponível em: <[www.receita.fazenda.gov.br/](http://www.receita.fazenda.gov.br/)>. Acesso em: 30 jul. 2012.

ROGOFF, Keneth. *Dornsbusch's overshooting model after twenty five years*. IMF Staff Papers. vol. 49 Special Issue, 2002.

ZAP Imóveis. *FIPE-Zap*. Disponível em: <[www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap/default.aspx](http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap/default.aspx)>. Acesso em: 30 jul. 2012.