



Monografia de Final de Curso

**“O problema da indexação dos Rendimentos da Caderneta de
Poupança em um cenário de taxas de juros decrescentes”**

Conrado Amoedo de Mello

Matrícula 0511653-7

Coorientadores:

Carlos Guedes

Márcio Garcia

Tutor:

Márcio Garcia

junho -2009

Monografia de Final de Curso

“O problema da indexação dos Rendimentos da Caderneta de Poupança em um cenário de taxas de juros decrescentes”

Conrado Amoedo de Mello

Matrícula 0511653-7

Coorientadores:

Carlos Guedes

Márcio Garcia

Tutor:

Márcio Garcia

junho -2009

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

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

Índice:

Índice de Tabelas e Gráficos:	5
Capítulo I - Introdução:	6
Capítulo II – Caracterização e Contextualização Histórica: ...	8
2.1 – A Caderneta de Poupança:	8
2.1.1 – Histórico do SBPE:.....	8
2.1.2 – Características atuais do SBPE:.....	9
2.2 – O Sistema Financeiro de Habitação:	11
2.2.1 – Anos 60 e 70: O Desenvolvimento do Crédito Imobiliário.....	11
2.2.2 – Anos 80 e 90: As décadas perdidas para o Sistema Habitacional	12
2.2.3 – A situação atual do Sistema Financeiro de Habitação.....	15
Capítulo III – O Problema da Rigidez dos Rendimentos da	
Caderneta de Poupança:	17
3.1 – Descrição do Problema:	17
3.2 – O Pacote do Governo para a Caderneta de Poupança:	18
3.3 – Análise Matemática do Problema:	20
3.3.1 – Situação antes da cobrança de IR de Aplicações em Caderneta:	20
3.3.2 – Situação após cobrança de I.R. em Aplicações em Caderneta de Poupança:	
.....	22
Capítulo IV – As Conseqüências do Problema:	25
4.1 – Impactos na Política Monetária e Fiscal do Governo:	25
4.1.1 – A Política Monetária e o Financiamento do Déficit Público:.....	25
4.1.2 – Os problemas de âmbito fiscal:	26
4.2 – O Problema de Solvência dos Bancos:	27
4.3 – Implicações para o Sistema Financeiro de Habitação:	28
Capítulo V – Algumas Soluções para o Sistema Financeiro	
Nacional e o Mercado Imobiliário:	31
5.1 – Regulação dos Depósitos da Caderneta de Poupança:	31
5.2 – O Sistema Financeiro Imobiliário (S.F.I.):	32
5.3 – O Mercado Imobiliário no Exterior:	34
5.3.1 – O Desenvolvimento do Mercado Imobiliário Chileno:	34
5.3.2 – O caso do Mercado Imobiliário Espanhol:	35
Capítulo VI – Conclusão:	37
Capítulo VII – Bibliografia:	39

Índice de Tabelas e Gráficos:

Gráficos:

- Gráfico 1 – % de Clientes por faixa de Valor Depositado – pág. 10
- Gráfico 2 – % do Total Captado por Faixas de Saldo – pág. 10
- Gráfico 3 – SBPE: Número de Unidades Financiadas ao Ano – pág. 13
- Gráfico 4 – Direcionamento de Recursos do SBPE – pág. 15
- Gráfico 5 – Rendimento das aplicações x Taxa SELIC pré-Pacote – pág. 22
- Gráfico 6 – Rendimento das aplicações x Taxa SELIC pós- Pacote (IR dos Fundos 22,5%) – pág. 23
- Gráfico 7 – Rendimento das aplicações x Taxa SELIC pós- Pacote (IR dos Fundos 15%) – pág. 24
- Gráfico 8 – Taxa Selic x Retorno da Poupança – pág. 30
- Gráfico 9 – Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) e das Taxas de Juros de Longo-Prazo na Espanha – pág. 36

Tabelas:

- Tabela 1 – Contratações x Unidades Financiadas no SFH – pág. 16
- Tabela 2 – Limites Inferiores para a Taxa SELIC pré-Pacote – pág. 21
- Tabela 3 – Limites Inferiores para a Taxa SELIC pós-Pacote – pág.23
- Tabela 4 – Emissão Primária de Recebíveis Imobiliários – pág. 33

Capítulo I - Introdução:

"Há duas possibilidades, ou muda, ou a poupança morre de morte morrida."

(Armínio Fraga Neto, ex-presidente do Banco Central do Brasil, Jornal Valor Econômico, 18/03/09)

A afirmação acima é bastante elucidativa do cenário que tem se delineado a partir do primeiro trimestre deste ano. Após uma queda brutal na atividade econômica, e nos índices de preços ao final de 2008, as expectativas para a taxa básica de juros foram significativamente ajustadas.

Rapidamente as perspectivas convergiram para taxas de juros de um dígito, nunca vistas na vigência do Plano Real. Nesta situação, o rendimento dos títulos públicos se aproximaria da remuneração paga pela Caderneta de Poupança.

A Caderneta de Poupança, como existe hoje, é produto de um período em que o país convivia com altas taxas de inflação e de juros. Por ser uma aplicação bastante segura de liquidez imediata, sua remuneração nominal é bastante elevada para padrões internacionais.

Atualmente, a remuneração da Poupança é de 0,5% ao mês, garantidos em lei, mais uma correção monetária dada pela Taxa Referencial do Banco Central – a TR. Em contrapartida, as instituições que estão autorizadas a captar estes recursos, são obrigadas a aplicá-los parcialmente em financiamentos à construção e aquisição de imóveis no Brasil.

Esta estrutura foi criada para possibilitar o surgimento de um mercado de financiamentos de longo-prazo, que estimulasse o desenvolvimento do setor imobiliário em um ambiente desfavorável. Nesta época, a economia do Brasil era tão instável que não havia quem se arriscasse a comprometer recursos por prazos tão longos.

Contudo, atualmente, com a economia brasileira mais previsível, e os juros caminhando para patamares menores, ainda existem resquícios desta estrutura criada em um contexto de alta inflação.

A Ata do Copom da reunião de abril de 2009 é bastante incisiva em relação a este aspecto:

“Adicionalmente, o Comitê entende que a continuidade do processo de flexibilização monetária torna premente a atualização de aspectos, resultantes do longo período de inflação elevada, que subsistem no arcabouço institucional do sistema financeiro nacional.” (Ata do Copom - 142ª Reunião - 29/04/2009)

Assim, caso o movimento de flexibilização monetária que está sendo esperado pelo mercado se concretize, e a estrutura de remuneração da Poupança não se modifique, o equilíbrio do Sistema Financeiro Nacional pode estar em risco.

As conseqüências podem ser variadas. A estabilidade do Sistema Financeiro Nacional, tão louvada nestes tempos de crise bancária internacional, estaria abalada, pois grande parte da demanda por títulos da dívida pública federal poderia se desviar para aplicações em Caderneta de Poupança. Além disso, o vigor de crescimento do mercado imobiliário doméstico também poderia ficar comprometido, dada a sua dependência em relação aos recursos subsidiados.

Portanto, o objetivo desta Monografia será o de mostrar a iminência do problema, analisando detalhadamente suas conseqüências para o Sistema Financeiro Nacional e sugerindo medidas para adequar a Poupança à nova realidade econômica brasileira.

Capítulo II – Caracterização e Contextualização Histórica:

2.1 – A Caderneta de Poupança:

2.1.1 – Histórico do SBPE:

A Caderneta de Poupança remonta a 1861 quando foi criada a Caixa Econômica da Corte, com dois objetivos definidos: oferecer os serviços de penhor, concedendo empréstimos a prazos definidos com a garantia dos objetos oferecidos pelos clientes, e receber os depósitos das economias das classes menos abastadas da sociedade, a juros de 6%, com liquidez imediata e sob garantia governamental.

Em 1871, em meio a uma série de medidas pró-abolicionistas, por meio da lei 2.040 de 1871 (regulamentada no ano seguinte pelo Decreto nº 5153), permitiram-se aplicações na Caderneta de Poupança por escravos, que por doações, herança ou renda própria, tivessem economias acumuladas.

Nos seus primeiros 60 anos de existência a poupança permaneceu como uma instituição conservadora, com as mesmas funções de sempre, sem nenhuma modernização ou dinamização, exceto mudanças pontuais nos mecanismos de remuneração do capital. Havia, porém críticos desta situação, que defendiam a aplicação dos recursos captados nas Caixas Econômicas no desenvolvimento regional.

Apenas em 1934, através do decreto nº 24.427 de 14 de junho, as Caixas Econômicas Federais sofreram uma ampliação em suas funções, adquirindo um caráter ativo no desenvolvimento social e urbano do país. O decreto também ampliou as formas de aplicação para empréstimos com diversas formas de garantias: bens móveis e imóveis, vencimentos do funcionalismo público.

Com o surgimento de novos tipos de conta, nesta época, cada qual com sua particularidade, houve uma rápida expansão nos depósitos da Poupança. A Poupança, então, se torna apenas um dos serviços oferecidos pelas Caixas Econômicas.

Até os anos 30 o ambiente econômico, no que concerne o custo de vida da população, manteve-se relativamente estável. A partir de então, começa-se a ter níveis de inflação maiores que 10% ao ano. Em meados da década de 60, com a inflação atingindo patamares de 80% ao ano, a remuneração de 6% ao ano da Poupança, tornou-se irrisória.

Então, em 1964, por meio da Lei nº 4.380 de 21 de agosto, instituiu-se a correção monetária sobre as aplicações em poupança. Os juros recebidos seriam 0,5% a.m sobre o saldo atualizado de acordo com a variação do valor nominal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) no período.

Em 1986, com a implementação do Plano Cruzado, a ORTN foi substituída pela OTN como indexador dos depósitos em poupança. Mas esta durou apenas até surgir o Plano Verão, que determinaria a indexação destes depósitos ao IPC – Índice de Preços ao Consumidor calculado pelo IBGE.

Já no Governo Collor, o IPC dá lugar às BTNs como referência para atualização monetária dos depósitos. Porém as BTNs também não tiveram vida longa, e em fevereiro de 1991, com o Plano Collor II, Eliseu Drummond, braço-direito da Ministra da Fazenda Zélia Cardoso de Mello, cria a Taxa Referencial para substituí-las.

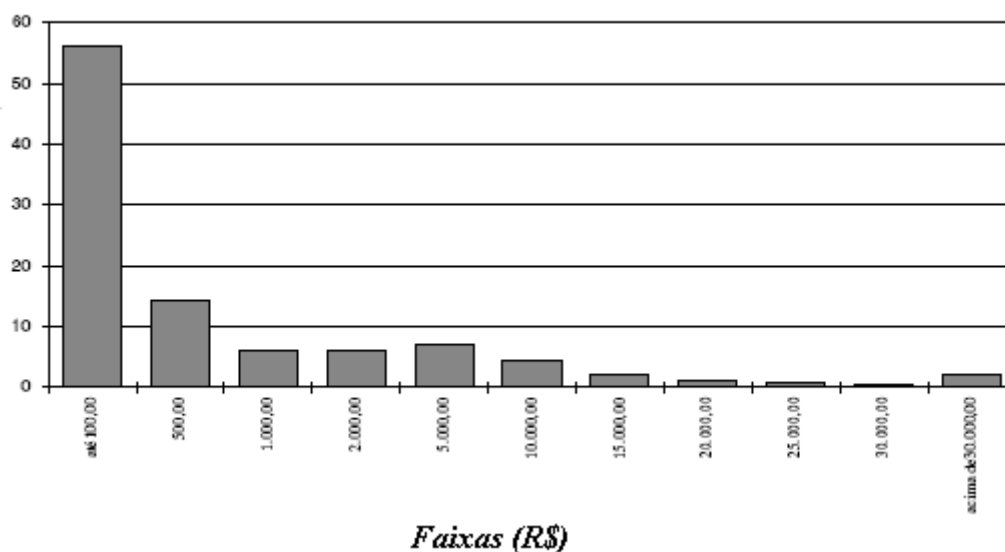
A Taxa Referencial permanece até hoje, apesar de ter sofrido várias modificações desde que foi criada. Seu cálculo atual deriva da aplicação de um redutor sobre a Taxa Básica Financeira, que é calculada a partir de uma amostra de CDBs e RDBs prefixados. O rendimento mensal da poupança hoje é composto pelo rendimento garantido em lei de 0,5% ao mês, mais a TR do período.¹Vale notar, que a Caderneta de Poupança, desde sua criação, teve como principal característica o fato de ser um investimento garantido pelo governo, e, por isso, livre de riscos. Porém, em 1990, a Poupança sofre um duro golpe em sua credibilidade. Foi quando o recém empossado presidente Fernando Collor de Mello decide confiscar temporariamente todos os depósitos da Caderneta como medida de combate à inflação. Hoje, o governo federal garante depósitos de até R\$ 60 mil reais.

2.1.2 – Características atuais do SBPE:

Para se ter idéia da importância da Poupança, em janeiro de 2009, o saldo aplicado em Poupança passava de R\$ 215,8 bilhões, sendo sua composição bastante peculiar. Em junho de 2008, para os depósitos do SBPE e da Poupança Rural, os clientes que possuíam menos de R\$ 100,00 aplicados representavam 56,09% do total de clientes (ver gráfico abaixo²).

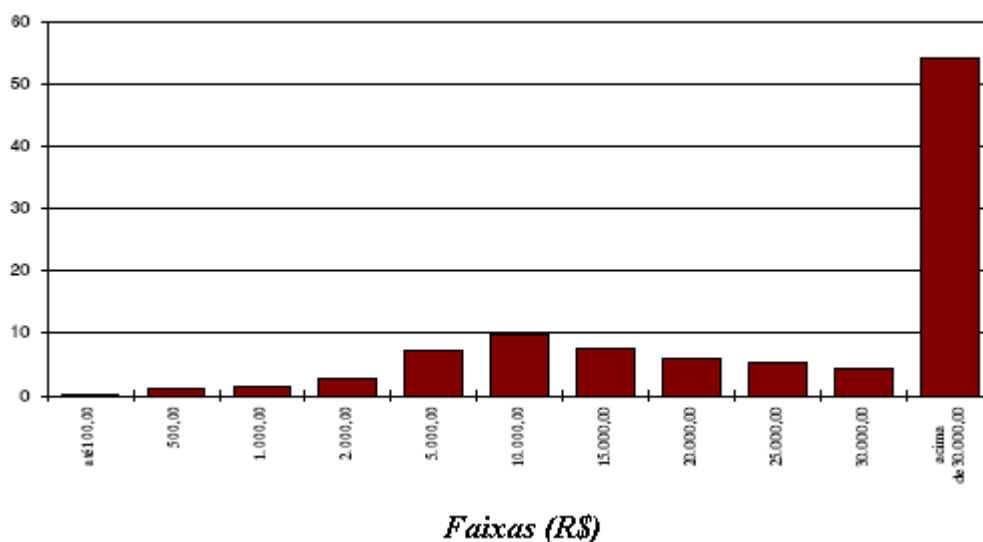
² Fonte de Dados: Banco Central/DESIG.

% de Clientes por Faixa de Valor Depositado



Por outro lado, a participação relativa destes depósitos no saldo aplicado era de apenas 0,27%. Enquanto que os depósitos maiores que R\$ 30.000 representavam 54,12% do saldo total, como podemos observar no gráfico abaixo³:

% do Total Captado por Faixas de Saldo



Fica evidente, então, que a Caderneta de Poupança devido à sua segurança, fácil acesso e simplicidade ainda possui um caráter popular. Mas, ao mesmo tempo, a desigualdade de renda presente em nossa sociedade também se mostra clara quando

³ Fonte de Dados: Banco Central/DESIG.

vemos que menos de 5% dos clientes acumulam mais da metade do total aplicado no SBPE.

Hoje existem 19 instituições capacitadas a captar depósitos via Caderneta de Poupança, sendo 11 delas bancos múltiplos privados, uma Caixa Econômica Federal, 6 bancos estaduais e 1 Associação de Poupança e Empréstimo. De acordo com a Folha de São Paulo, a Caixa Econômica é a maior prestadora deste serviço, fechando o ano de 2008 com 36,9 milhões de contas (34,4% do total) (reportagem do dia 12/01/2009).

2.2 – O Sistema Financeiro de Habitação:

2.2.1 – Anos 60 e 70: O Desenvolvimento do Crédito Imobiliário

O SFH veio socorrer um sistema no qual a lei da usura de 1933, que limitava os juros cobrados em 12% ao ano, e a “cláusula-ouro”, que não permitia o reajuste de prestações e saldos devedores, tornavam inviável o financiamento de longo-prazo em um ambiente de instabilidade de preços.

Em 1964, através da lei 4.380, criou-se o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O sistema trazia uma série de novidades para o mercado imobiliário, entre elas o Banco Nacional de Habitação (BNH). Este seria o órgão central, responsável, entre outras coisas, pela orientação, fiscalização e disciplina dos agentes financeiros.

Foi nesta época então que se instituiu a correção monetária dos passivos – depósitos da Caderneta de Poupança - e ativos das instituições - os saldos devedores e as prestações dos financiamentos imobiliários.

Pela primeira vez haveria um esforço para a articulação entre oferta e demanda de recursos para este mercado. A partir dos depósitos da Caderneta de Poupança e, posteriormente, do FGTS (fundo de indenizações trabalhistas criado em 1967), foi desenvolvido um sistema de contrapartidas para a captação destes recursos, que envolviam o financiamento da habitação, a prazos de até 30 anos, e, em parte a taxas inferiores que as de mercado.

Esta foi a maneira encontrada de impulsionar o mercado imobiliário nacional, criando um mercado hipotecário segmentado entre os financiamentos às classes mais pobres, mais baratos e com reajustes de prestações limitados às variações salariais, e aqueles, de valores maiores com reajustes normais de prestações e saldo devedor.

Em 1967, porém, pressões da sociedade fizeram com que o governo afrouxasse os limites aos planos de financiamento subsidiados. Ciente dos desequilíbrios que esta situação poderia trazer, criou-se o Fundo de Compensações de Variações Salariais (FCVS) com o objetivo de cobrir os saldos residuais destes planos de financiamento em que os reajustes de prestações eram limitados. As prestações eram ajustadas de acordo com os reajustes salariais, variando o prazo de pagamento até certo limite.

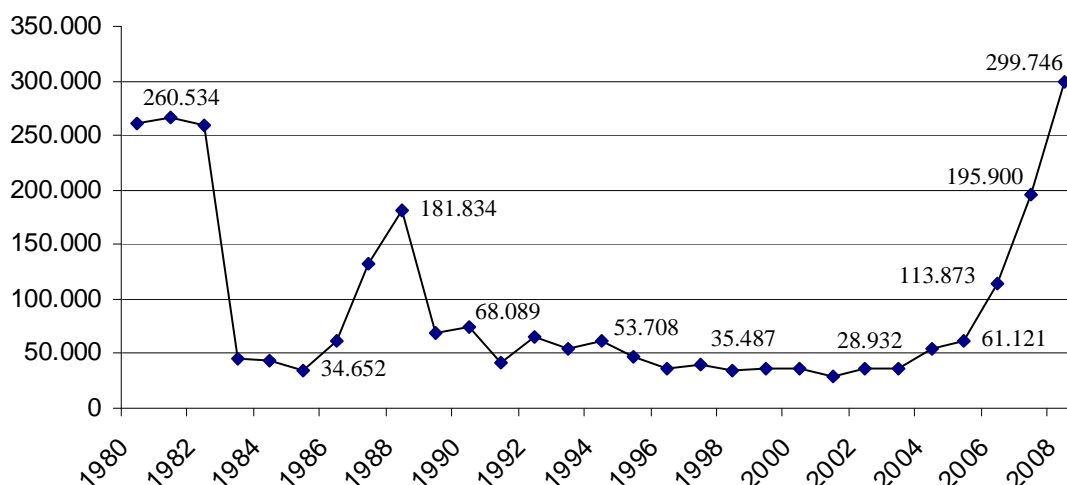
Até o começo da década de 80, enquanto o cenário econômico manteve-se favorável e os recursos do sistema permaneceram em expansão, as deficiências não emergiram, e o SFH obteve resultados significativos. Entre 1964 e 1980, o número de unidades financiadas passou de 8 mil para 627 mil. Também neste período, a participação dos saldos de financiamentos imobiliários no total de empréstimos bancários, elevou-se de 2% para mais de 20%.

2.2.2 – Anos 80 e 90: As décadas perdidas para o Sistema Habitacional

No início da década de 80, com a piora do quadro macroeconômico, e a restrição da liquidez internacional, deu-se início a uma série de políticas econômicas restritivas por parte do governo brasileiro. O arrocho salarial, o aumento do desemprego, a elevação da inflação e a queda na renda disponível causaram uma rápida elevação na inadimplência e uma redução nas fontes de recursos do SFH: as captações da Poupança e do FGTS.

Para contornar a situação, o governo lançou diversas medidas no sentido de facilitar as condições de pagamento dos mutuários. Com isso, conseguiu-se reduzir a inadimplência, aliviando o sistema no curto-prazo, mas acentuaram-se os desequilíbrios estruturais existentes.

SBPE: Número de Unidades Financiadas ao Ano



Como podemos ver no gráfico⁴ acima, com a crise do SFH o número de operações realizadas pelo Sistema reduziu-se drasticamente. Revela-se, então, seu caráter pró-cíclico. Quando o cenário macroeconômico piora, as captações líquidas do Sistema se tornam negativas e os recursos esperados não retornam nos prazos e nos volumes esperados. Finalmente, as instituições financeiras ficam vulneráveis a uma crise de liquidez devido ao descasamento entre os ativos e passivos deste Sistema.

Em 1986, com a implementação do Plano Cruzado, houve a extinção da ORTN, os reajustes nos valores das parcelas e seu subsequente congelamento. Estas medidas prejudicaram ainda mais o gerenciamento dos ativos do Sistema. Além disso, com a migração dos recursos da poupança para títulos de dívida pública e ativos reais, afetou-se também o passivo do Sistema.

Era evidente a necessidade de uma reformulação do sistema, e em novembro daquele ano, o BNH foi extinto, e suas funções distribuídas entre outros órgãos do Sistema Financeiro Nacional. As funções de órgão central do SFH foram direcionadas ao Conselho Monetário Nacional (CMN), a fiscalização ficou por conta do Banco Central, a Caixa Econômica Federal, por sua vez, ficou encarregada da gestão do FGTS e do FCVS, e da execução dos diversos Planos e Fundos existentes na época. Por fim, o Ministério do Desenvolvimento Urbano ficou encarregado da organização das políticas habitacionais e de desenvolvimento urbano.

Contudo, as políticas de benefícios aos mutuários adotadas na década de 80 tiveram implicações importantes para o sistema. Os enormes saldos residuais (muitas

⁴ Fonte de Dados: Banco Central e Abecip.

vezes maiores que os saldos iniciais) acabaram por gerar um rombo no FCVS que veio ocasionar a sua quebra.

Os bancos detentores de créditos do Fundo, então, acabaram por se beneficiar da situação, pois carregariam papéis com o mesmo rendimento dos contratos, mas sem o risco de inadimplência que este retorno contemplava. Estes créditos ainda serviriam para deduzir as exigibilidades do Sistema durante um longo período, reduzindo significativamente o montante investido no mercado imobiliário.

Após esta reformulação, foram instituídas uma série de medidas com o propósito de reavivar os financiamentos imobiliários. Porém, não houve efeitos significativos, dado que o ambiente macroeconômico permanecia instável, e as várias nuances da legislação geravam mais incerteza aos agentes, desestimulando-os a se engajarem em empréstimos de longo-prazo.

É importante ressaltar a regulamentação das Letras Hipotecárias, em dezembro de 1988, que consistiam em títulos de crédito lastreados em recebíveis imobiliários. Contudo, o mercado de títulos hipotecários não se desenvolveu. A baixa remuneração destes ativos, quando comparados aos títulos públicos, não atraía o interesse dos agentes financeiros na época.

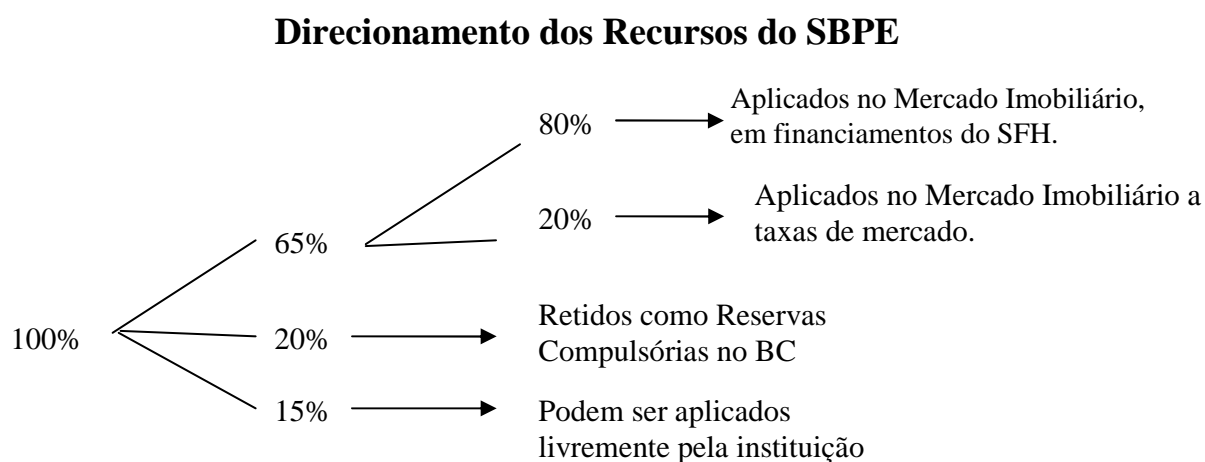
No lado social, o Sistema também foi bastante ineficiente. Apesar do sistema de subsídios cruzados, em que os financiamentos menores pagavam taxas de juros inferiores, e da criação da Carteira de Operações Sociais do BNH (COS-BNH), responsável pelo financiamento dos imóveis às classes mais pobres, o Sistema não conseguiu reduzir o déficit habitacional do País. O que se viu foi uma redistribuição de renda em prol dos mutuários do Sistema, e mais além, para aqueles com financiamentos maiores, e, conseqüentemente renda mais elevada.

Desta maneira, o Sistema Financeiro de Habitação, após um início promissor, se desequilibrou em meio à piora do cenário econômico. Políticas voltadas para o curto-prazo foram aplicadas em detrimento da sustentabilidade do Sistema. Os financiamentos do SFH só voltariam a se recuperar em meados de 1987, com pouco mais de 132 mil unidades financiadas no ano⁵. Mas foi por pouco tempo. A partir de 1989, o Sistema viveu um período de agonia, com menos de 100 mil unidades financiadas por ano nos 17 anos seguintes, até 2006, quando financiou de 113 mil unidades no ano.

⁵ Fonte de Dados: Relatório de Desempenho Mensal de 2008: Abecip.

2.2.3 – A situação atual do Sistema Financeiro de Habitação

Atualmente, as instituições que captam recursos do SBPE precisam aplicar pelo menos 65% destes em créditos para construção ou aquisição de imóveis, sendo 80% deste volume no âmbito do SFH, e o restante a taxas de mercado. Além disto, 20% devem ficar retidos como encaixes obrigatórios no Banco Central. O restante pode ser investido livremente, de acordo com os princípios legais vigentes.⁶



Contudo, a lei 10.150 de 21 de dezembro de 2000, teve o intuito de renegociar a dívida que a União herdou do FCVS. Para incentivar os credores a renegociar, foi concedido àqueles que concordassem com o acordo, o direito de utilizar estes créditos para abater das exigibilidades referentes aos depósitos do SBPE. Em 2006, o CMN divulgou a Resolução 3.347 dispondo sobre estes créditos. Ficou instituído que os saldos destes créditos, para fins de abatimento no direcionamento obrigatório, fossem reduzidos mensalmente em 1/36 da posição de janeiro de 2006.

Esta medida deu um fôlego maior para a recuperação nos níveis de crédito a partir de 2006 (ver tabela abaixo⁷). Desta maneira, a partir de dezembro de 2008 (quando expira o prazo para utilização dos créditos), o volume de financiamentos do SFH deverá corresponder melhor aos níveis almejados pela legislação.

⁶ De acordo com o Anexo da Resolução 3.347 de fevereiro de 2006.

⁷ Fonte de Dados: Abecip, Banco Central e Caixa Econômica Federal.

Anos	Contratações		Unidades Financiadas	
	R\$ milhões	% cresc.	Número de Unidades	% cresc.
2003	2.218	25,34%	36.480	26,09%
2004	3.002	35,38%	53.826	47,55%
2005	4.852	61,61%	61.121	13,55%
2006	9.340	92,50%	113.873	86,31%
2007	18.283	95,74%	195.900	72,03%
2008	30.049	64,36%	299.746	53,01%

Portanto, apenas em 2008 o Sistema voltou aos níveis pré-crise dos anos 80. Neste ínterim o déficit habitacional nacional cresceu enormemente, atingindo 7,2 milhões de unidades⁸. O Governo Lula, no primeiro trimestre de 2009 lançou um pacote habitacional cuja meta é de financiar um milhão de moradias em dois anos. A meta por si só já implicaria um crescimento médio de 67% ao ano em relação ao número de financiamentos concedidos em 2008.

⁸ De acordo com a pesquisa realizada pela FGV Projetos e o SindusCon-SP, com base na PNAD de 2007.

Capítulo III – O Problema da Rigidez dos Rendimentos da Caderneta de Poupança:

3.1 – Descrição do Problema:

A súbita desaceleração da economia brasileira, ocorrida a partir do último trimestre de 2008, deu início à rápida queda da taxa básica de juros. A taxa SELIC, que iniciou o ano em 13,67% a.a., e está projetada para fechar 2009 abaixo de 9,5% ao ano.

Neste contexto, entrou em evidência a necessidade de reforma das estruturas financeiras obsoletas herdadas da época de inflação crônica. Apesar das reformas implementadas com a criação do Plano Real, nosso Sistema Financeiro ainda guarda resquícios importantes daquela época. Talvez o mais evidente e perigoso seja a rigidez da remuneração dos depósitos em Caderneta de Poupança.

Por ser uma aplicação isenta de imposto de renda, com a redução da taxa SELIC, a aplicação em Poupança poderia vir a ser mais rentável que os fundos de investimento que aplicam em títulos do governo. Nesta situação, uma série de consequências economicamente perigosas, que serão abordadas detalhadamente mais adiante, poderiam ser desencadeadas:

- i. **Dificuldade de financiamento da dívida pública e de outros empréstimos** – caso houvesse oportunidades de arbitragem em favor da Caderneta de Poupança desviar-se-iam grande parte dos recursos que hoje estão aplicados em títulos do governo, ou em outras aplicações de renda fixa, deixando os outros tipos de investimento com demanda reduzida (principalmente os títulos públicos);
- ii. **O descasamento de prazos nos balanços dos bancos** – dado o direcionamento obrigatório de 65% dos recursos da Poupança para o crédito imobiliário de longo prazo, um inchaço neste tipo de aplicação, poderia tornar o sistema bancário vulnerável;
- iii. **A renúncia fiscal ocasionada pela migração para uma aplicação isenta de Imposto de Renda e IOF** – recursos, que estariam sendo taxados nos fundos

de investimento, seriam desviados para a aplicação em Caderneta que é isenta destes impostos;

- iv. **As implicações para o mercado imobiliário brasileiro** – caso houvesse uma grande entrada de recursos disponíveis para o setor, poderiam surgir bolhas imobiliárias, que como temos visto na Crise atual, possuem um poder destrutivo enorme nas economias;

3.2 – O Pacote do Governo para a Caderneta de Poupança:

Para não correr o risco de desestabilizar o estável Sistema Financeiro Nacional, no dia 13 de maio de 2009, a equipe econômica do governo Lula decidiu enviar a Congresso uma proposta com medidas, que não corrigem definitivamente o problema, mas garantem a sustentabilidade do sistema no curto e médio prazo, mantendo a remuneração fixa de 0,5% ao mês da Caderneta de Poupança.

Como a Taxa Referencial, que corrige os depósitos da Poupança, tem oscilado abaixo de 1% ao ano, uma medida que a zerasse teria pouco efeito prático. Além disso, questionamentos legais poderiam emergir do fato que ela é usada como indexador de contratos, principalmente no setor imobiliário.

Alterar a remuneração fixa da Poupança, por sua vez, seria uma medida de difícil aceitação política. Por se rumar aplicação extremamente popular, medidas como a fixação do rendimento da Caderneta como um percentual da Taxa SELIC sofreriam bastante resistência no Congresso.

A proposta divulgada pelo governo é a seguinte:

1. Caso a taxa SELIC (definida periodicamente pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central – COPOM) fique abaixo de 10,5%, pessoas com depósitos maiores que R\$ 50.000,00 sofrerão tributação de IR sobre os rendimentos auferidos no período. O cálculo deverá considerar os seguintes pontos:

1.1. Deve-se abater da base de cálculo do imposto o rendimento gerado pela correção monetária dada pela Taxa Referencial,

1.2. Deve-se descontar R\$ 250,00 referentes ao rendimento gerado pelos juros de 0,5% a.m. dentro do limite de R\$ 50.000,00;

1.3. Em seguida, aplica-se um redutor sobre base de cálculo do IR:

<i>Taxa SELIC</i>	<i>Redutor</i>
<i>10,50% =< taxa</i>	<i>100,0%</i>
<i>10,0% =< taxa < 10,5%</i>	<i>80,0%</i>
<i>8,75% =< taxa < 10,0%</i>	<i>70,0%</i>
<i>8,25% =< taxa < 8,75%</i>	<i>60,0%</i>
<i>7,75% =< taxa < 8,25%</i>	<i>40,0%</i>
<i>7,25% =< taxa < 7,75%</i>	<i>20,0%</i>
<i>taxa < 7,25%</i>	<i>0,0%</i>

1.4. O montante resultante deve ser adicionado aos rendimentos tributáveis na declaração anual de IR;

2. Para níveis de taxa de juros SELIC superiores a 10,50% ao ano, não haverá incidência de imposto de renda;

3. Pessoas com depósitos menores que R\$ 50.000,00 estão isentas de pagamento de IR;

4. Pessoas que possuem o rendimento da Caderneta de Poupança como única fonte de renda possuirão um limite de isenção maior do que o normal;

5. As alíquotas de imposto de renda que incidem sobre fundos de renda fixa podem vir a ser temporariamente reduzidas para 15,0% ao ano;

Então, o rendimento dos depósitos da Poupança acima de R\$ 50.000,00 seria⁹:

$$= \{1 + 6,17\% * [1 - I.R. * (1 - Redutor)]\} * (1 + Taxa Referencial) - 1$$

⁹ Não se está considerando o desconto de R\$ 250,00 na base de cálculo do imposto de renda.

3.3 – Análise Matemática do Problema:

3.3.1 – Situação antes da cobrança de IR de Aplicações em Caderneta:

O objetivo desta análise será o de mostrar, em números, a vulnerabilidade atual do sistema, através da estimação do nível mínimo de remuneração dos títulos do governo que sustentaria o Sistema Financeiro Nacional nos moldes atuais. Dada a rigidez dos rendimentos da Caderneta de Poupança, uma eventual queda no retorno dos títulos públicos, abriria oportunidades de arbitragem em favor das aplicações em Poupança, podendo gerar graves problemas ao equilíbrio do Sistema.

A rentabilidade da Poupança é de 0,5% ao mês, mais a variação da Taxa Referencial. Serão consideradas duas taxas referenciais para o exercício: 0,5% a.a. e 1% ao ano. O rendimento da Poupança será comparado ao retorno dos fundos de investimento que aplicam em títulos públicos – Fundos de Renda Fixa e Fundos DI.

Dado que o rendimento destes fundos é bastante próximo da taxa SELIC, determinada pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM), este cálculo seria uma boa aproximação para o piso das taxas de juros básicas da economia.

Além disso, é importante realizar uma comparação entre as taxas de retorno líquidas destes dois tipos de investimentos, simulando assim o processo decisório enfrentado por estes investidores no momento de alocar seus recursos.

Apesar do pacote de medidas enviado para o Congresso instituindo o Imposto de Renda em determinadas aplicações em Caderneta de Poupança, as aplicações em Poupança ainda são isentas de Imposto de Renda, e por isso, é importante trabalhar com uma taxa de retorno dos fundos, líquida de IR.

O cálculo do rendimento dos fundos será feito para taxas de administração de 0,5% e 1,0% sobre o Patrimônio do Fundo. Além disso, serão também traçados dois cenários: no primeiro, será analisada a situação atual, em que a alíquota de imposto de renda para aplicações de curto-prazo é de 22,5%, e no segundo, será considerada uma alíquota de 15%, conforme a proposta do dia 13 de maio deste ano.

Estimativa de Rendimento das Aplicações em fundos DI (ao ano) =

$$= [\text{SELIC} - \text{Tx. Adm.} - (\text{SELIC} * \text{Tx. Adm.})] * (1 - \text{IR})$$

Rendimento da Caderneta de Poupança (ao ano) =

$$= (1 + 6,17\%) * (1 + \text{Taxa Referencial}) - 1$$

Resultados encontrados:

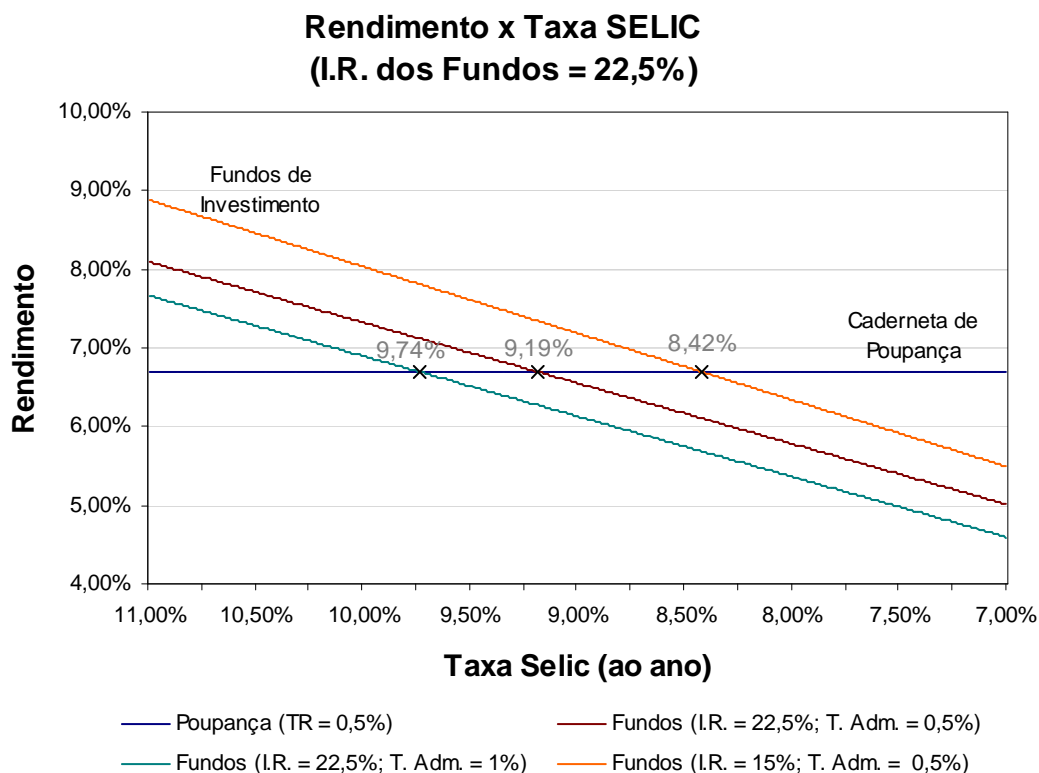
	(taxas ao ano)					
Taxa Referencial	1,00%	1,00%	0,50%	0,50%	0,00%	0,00%
Taxa Adm. Fundos	1,00%	0,50%	1,00%	0,50%	1,00%	0,50%
i. IR sobre Fundos	22,50%					
Limite (SELIC)	10,43%	9,88%	9,74%	9,19%	9,05%	8,50%
ii. IR sobre Fundos	15,00%					
Limite (SELIC)	9,60%	9,05%	8,97%	8,42%	8,34%	7,80%

A taxa SELIC será considerada a melhor aproximação para as rentabilidades futuras dos fundos, uma vez que estas tendem a acompanhar de perto as variações do CDI que oscilam em torno da meta da taxa SELIC.

Com a TR entre 0,5% e 1,0% ao ano, o rendimento da poupança ficaria entre 6,70% e 7,23% ao ano.

No primeiro cenário, considerando o IR sobre fundos de investimento de 22,50%, o break-even entre as rentabilidades se daria para taxas SELIC entre 8,50% e 10,43% ao ano. Dado a taxa SELIC atual (em junho de 2009) de 9,25%, com a TR em 0,5% ao ano, apenas em fundos com taxas de administração próximas de 0,5%, seria possível conseguir rentabilidades maiores que as da Poupança. Portanto, sem nenhuma modificação tributária ou na Taxa Referencial, o limite inferior atual para a Taxa SELIC seria de **9,19% ao ano**.

Porém, com a alíquota de Imposto de Renda, para aplicações em fundos de investimentos, reduzida para 15%, o piso para a SELIC cairia para **8,42%** nas circunstâncias citadas acima.



É importante lembrar que, como a base do governo no Congresso é bastante frágil (vide a votação para a ‘Prorrogação da CPMF’ em dezembro de 2007), é possível que o governo tenha dificuldade em aprovar a cobrança de Imposto de Renda nas aplicações em Caderneta de Poupança. Além disso, em 2009, a arrecadação tributária está caindo devido à desaceleração econômica, e, por isto, seria difícil para o governo praticar uma renúncia tributária. Desta maneira, a taxa de juros limite seria mesmo de **9,19%**.

3.3.2 – Situação após cobrança de I.R. em Aplicações em Caderneta de Poupança:

Como descrito no Capítulo 2, o Pacote apresentado pelo governo em 13 de maio de 2009 prevê a cobrança de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos da remuneração fixa da Caderneta de Poupança.

Para este exercício será considerada a faixa de IR de 27,5% para pessoa física. Para a cobrança dos fundos, foram feitas ambas as comparações. Contudo, o governo deixa claro que a sua intenção seria de reduzir o IR para estas aplicações de 22,5% para 15% apenas temporariamente.

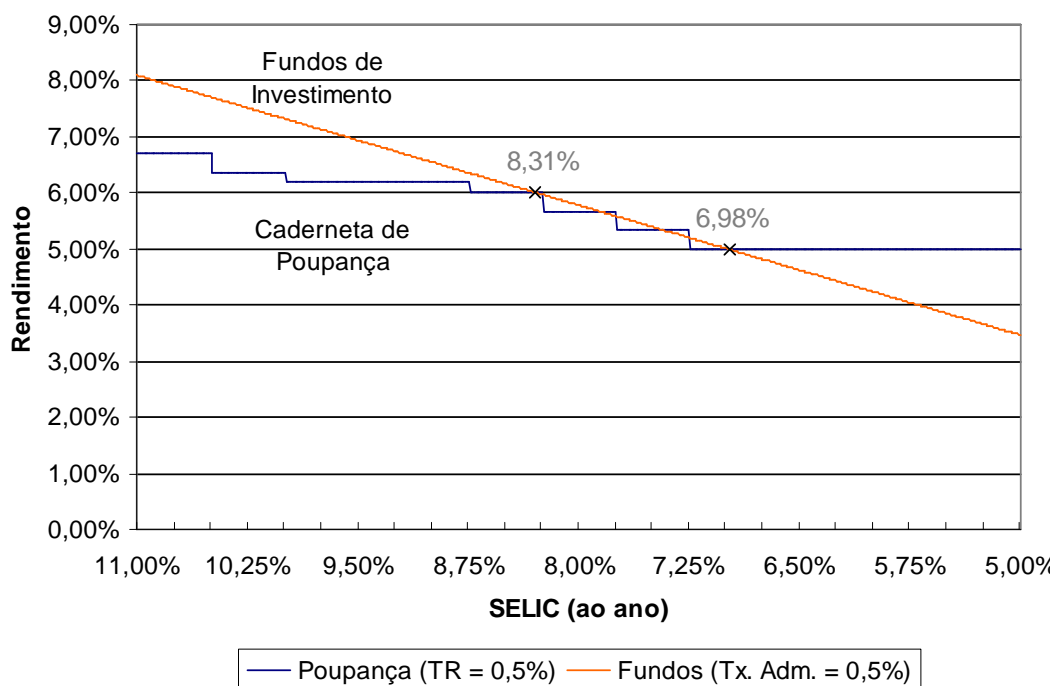
Resultados encontrados:

(taxas ao ano)

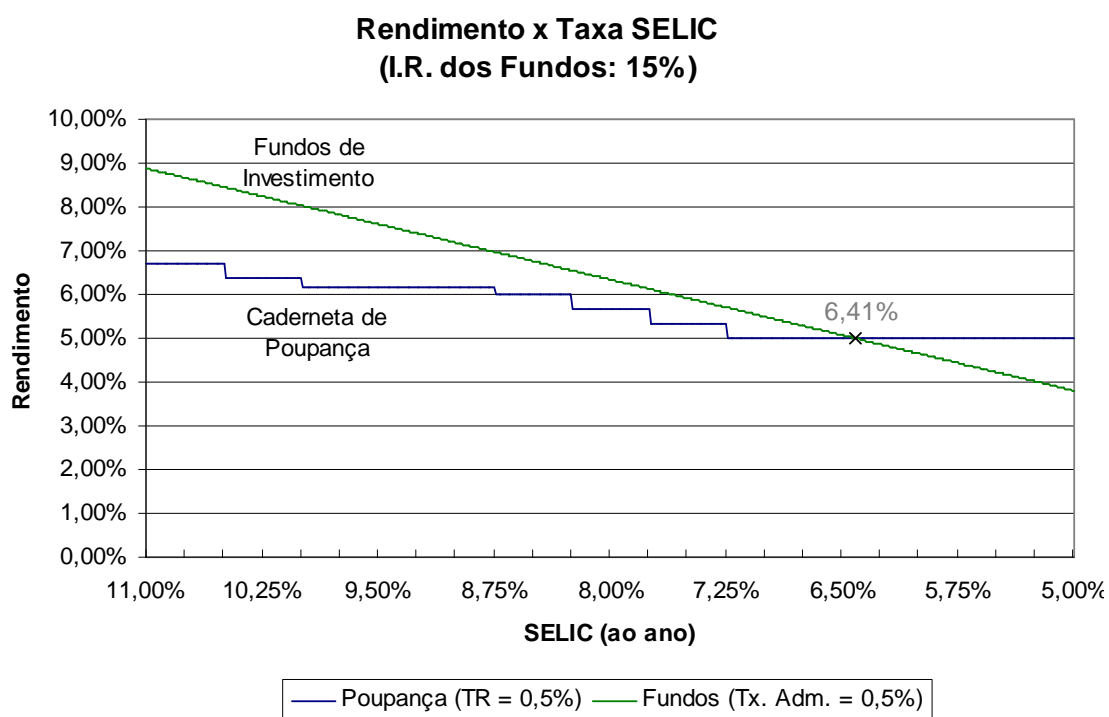
Taxa Referencial	1,00%	1,00%	0,50%	0,50%	0,00%	0,00%
Taxa Adm. Fundos	1,00%	0,50%	1,00%	0,50%	1,00%	0,50%
i. IR sobre Fundos	22,50%					
Limite (SELIC)	9,76%	9,21%	9,07%	8,31%	7,28%	6,30%
ii. IR sobre Fundos	15,00%					
Limite (SELIC)	8,99%	7,83%	7,35%	6,41%	6,32%	5,79%

Pode-se constatar que, em circunstâncias normais, com o governo conseguindo a aprovação do pacote no Congresso, mantendo a alíquotas de Imposto de Renda para Fundos de Investimento inalterada, e a TR em um patamar de 0,5% ao ano, a taxa mínima de juros que manteria o equilíbrio do sistema seria de **8,31%** ao ano, apenas 94 pontos-base da taxa de juros em atual (9,25% em junho de 2009).

Rendimento x Taxa SELIC (I.R. dos Fundos: 22,5%)



Considerando os níveis anormais dos juros brasileiros, é provável que em algum momento as taxas de juros terão de cair abaixo dos 8,30%. Com isso, o governo poderia decidir por reduzir o IR dos Fundos para 15%, e, ignorando outros prejuízos em se manter uma alta remuneração fixa para a Poupança, ele ganharia uma margem de manobra até a taxa de **6,41%**.



Capítulo IV – As Conseqüências do Problema:

4.1 – Impactos na Política Monetária e Fiscal do Governo:

4.1.1 – A Política Monetária e o Financiamento do Déficit Público:

Atualmente, a Política Monetária brasileira é baseada em um Sistema de Metas de Inflação, em que a inflação torna-se a variável a ser controlada com o objetivo de se obter maior estabilidade no cenário macroeconômico doméstico.

A Política Monetária tem como ferramenta principal, a manipulação indireta das taxas de juros das operações no mercado interbancário nacional. O Banco Central realiza operações de mercado aberto – onde se compram e vendem títulos públicos federais – de tal maneira, que os juros pagos nas operações de um dia se mantenham próximos da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária - a meta para a taxa SELIC.

No cenário em que o Banco Central estabeleça uma meta abaixo do nível encontrado no capítulo anterior – **9,19%** ao ano, considerando um cenário pré-aprovação do Pacote, com a Taxa Referencial em 0,5% ao ano, e para os fundos de investimento, taxas de administração de 0,5% e alíquota de Imposto de Renda de 22,5% - a Política Monetária poderia perder sua eficiência, pois as taxas de juros deixariam de ter sua função de limite inferior para o custo do crédito.

Enxergando uma possível arbitragem, os recursos fluiriam para a Caderneta de Poupança, e com isso, os bancos ver-se-iam obrigados a pagar juros de captação maiores do que a meta estipulada para a taxa SELIC. Em uma situação limite, o custo do dinheiro no mercado interbancário teria como piso a remuneração da Caderneta de Poupança, e assim, a Política Monetária, sob a forma da taxa SELIC, perderia sua funcionalidade.

Além disso, a evasão de recursos para as Cadernetas de Poupança deixaria os títulos públicos sem demanda. Como o governo brasileiro possui déficit nominal, ele seria obrigado a realizar um grande esforço fiscal, aumentando a carga tributária ou reduzindo gastos e investimentos, de maneira que ele não necessitasse de financiamento. Como um reajuste fiscal repentino desta magnitude teria impactos severos sobre a economia, é improvável que qualquer governo decida praticá-lo.

A saída para esta situação seria aumentar os juros pagos pela sua dívida, oferecendo recursos a taxas maiores que a taxa SELIC. Só haveria demanda por estes títulos quando o seu retorno líquido ultrapassasse o retorno da Caderneta de Poupança.

Portanto, como atualmente (em junho de 2009) a taxa SELIC encontra-se abaixo do limite de **9,19%** ao ano, é provável que se inicie um movimento de saída de recursos dos fundos de investimento DI e de Renda Fixa, cujo retorno tende a acompanhar o movimento da SELIC, em direção à Caderneta de Poupança.

Assim que este fenômeno ganhar proporções significativas, o governo será obrigado a baixar a tributação das aplicações em títulos do governo. Se esta tributação for para 15%, haverá uma redução de 77 pontos-base no limite inferior da taxa SELIC (dentro das considerações sobre a Taxa Referencial e de Administração acima descritas), para **8,42%** ao ano.

4.1.2 – Os problemas de âmbito fiscal:

Ao contrário do que ocorre em outros tipos de investimentos, as aplicações em Caderneta de Poupança são isentas de Imposto de Renda, e por isso, seus ganhos não precisam ser repartidos com o governo.

Supondo-se que o cenário acima descrito (com taxas de juros inferiores a **9,19%** ao ano e todos os outros fatores mantidos constantes), uma possível migração de recursos investidos em fundos de investimento para a Caderneta de Poupança, significaria em perda de arrecadação por parte do governo federal, dificultando o cumprimento das metas de superávit primário.

Ademais, como as aplicações em fundos de investimento são feitas, primordialmente, pela classe média e alta da população, esta renúncia fiscal estaria indiretamente contribuindo para a concentração de renda.

Apesar de haver necessidade de diminuir a carga tributária no Brasil, esta redução deveria ocorrer nos impostos indiretos que afetam relativamente mais os mais pobres.

4.2 – O Problema de Solvência dos Bancos:

Os anos seguintes ao advento do Plano Real, em meados de 1994, foram palco de profundas alterações no sistema bancário¹⁰. A perda da receita inflacionária e as políticas restritivas impactaram em todo o sistema bancário nacional. Aqueles que haviam adequado suas estruturas ao ambiente mais competitivo lograram em se manter solventes, mesmo nos momentos desfavoráveis de inadimplência elevada. Contudo, os que não anteviram a mudança do mercado, e permaneceram com liquidez reduzida e carteiras excessivamente concentradas no setor público, em empresas do mesmo grupo ou em mercados mais arriscados, como o imobiliário e a agroindústria, acabaram por não sobreviver.

O sistema bancário passou então por um período de saneamento e privatização de bancos oficiais, e abertura do sistema financeiro a grupos estrangeiros.

Nos dias de hoje, os bancos brasileiros estão sujeitos a uma série de normas e uma maior supervisão por parte do Banco Central. O sistema foi enquadrado às regras internacionais do Acordo da Basileia, que exigem níveis de capitalização mais elevados e um sistema de controle de riscos mais completo.

Ao observar o modo como o Sistema Financeiro do Brasil conseguiu se passar pela “Crise do Subprime”, iniciada nos Estados Unidos em setembro de 2007, é possível atestar a sua solidez.

Contudo, enquanto a crise mundial atual foi ocasionada pela falta de regulação sobre o mercado, no Brasil, alguns pontos da regulação financeira existente representariam um risco à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional, por não estarem de acordo com a nova realidade econômica do país, como é o caso do funcionamento da Caderneta de Poupança.

Ocorre que a vinculação dos depósitos da Poupança provoca um descasamento de prazos entre os ativos e os passivos da operação. Enquanto a Caderneta é uma aplicação com liquidez diária, os financiamentos imobiliários a que os bancos ficam sujeitos são operações de longuíssimo prazo.

Com a queda das taxas de juros, e uma eventual invasão de recursos nas aplicações em Caderneta de Poupança, os bancos podem ser forçados a expandir sua carteira de financiamentos imobiliários. Porém, uma reversão da Política Monetária

¹⁰ Fonte: ABERJ - <http://www.caringi.com.br/aberj/real.htm>

faria com que grande parte dos depósitos iniciasse o movimento inverso em direção aos fundos que aplicam em títulos públicos.

Para compensar essa liquidação de passivos, os bancos teriam que reduzir seus ativos, e haveria uma contração indesejada nas operações de crédito na economia (principalmente para o setor imobiliário, cujos créditos são de longo-prazo), além dos efeitos já restritivos provados pela elevação dos juros pelo Banco Central.

As sociedades de crédito imobiliário independentes e as associações de poupança e empréstimo foram vítimas deste descasamento de prazos nos anos 80. A piora do ambiente econômico, o aumento da inflação, a elevação dos juros reais, e a conseqüente queda da capacidade de pagamento dos mutuários, deixaram estas instituições descapitalizadas e incapazes de se desfazer, em tempo hábil, de seus ativos imobiliários de baixa liquidez. Como resultado, restaram apenas as sociedades de crédito imobiliário ligadas a grandes bancos.

Desde o fim do PROER, quando alguns bancos, como o Bamerindus e o Econômico, quebraram e foram incorporados por outros, não se ouve falar do SFH como fator de risco para Sistema Financeiro Nacional. Isso se deve ao fato de que a participação atual dos créditos imobiliários nas carteiras das instituições financeiras é relativamente pequena. Assim, devido às concessões feitas pelo Banco Central, ao longo dos últimos anos, em relação ao cumprimento das exigibilidades, os financiamentos do SFH, atualmente, não possuem volume suficiente para impactar a solvência das grandes instituições do Sistema Financeiro Nacional.

Portanto, se os créditos imobiliários passarem a ser parte significativa dos ativos dos bancos, este problema deixaria o Sistema Financeiro vulnerável a uma contração monetária bastante rigorosa assim que se iniciasse um ciclo ascendente nos juros estabelecidos pela Política Monetária.

4.3 – Implicações para o Sistema Financeiro de Habitação:

Em virtude do ambiente macroeconômico estável e das reformas microeconômicas que favoreceram os credores nas operações de financiamentos imobiliários, como a alienação fiduciária, já se pode vislumbrar o desenvolvimento de um mercado imobiliário sobre bases robustas (parafraseando o atual Ministro da Fazenda Guido Mantega).

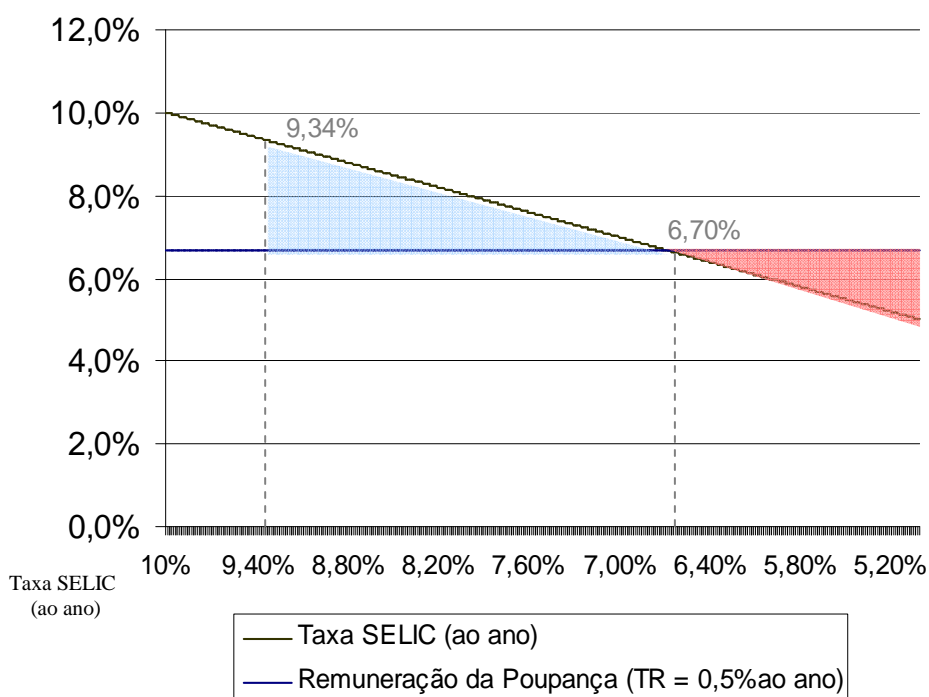
Como, atualmente, a regulação deste mercado ainda pressupõe as condições existentes nas décadas passadas, é importante analisar como mudanças no ambiente econômico afetariam *o status quo*.

A queda das taxas de juros básicas para níveis, em que a remuneração dos fundos de renda fixa se tornaria inferior à da Caderneta de Poupança, obviamente, desviaria um grande volume de recursos para esta. Dada a legislação existente, 65% destes novos recursos teriam que ser canalizados para financiamentos a aquisição ou construção imobiliária.

Com a rigidez das taxas de captação do Sistema, não poderia haver um ajuste de “preço” - no caso, a taxa de juros paga pela Caderneta de Poupança – que suavizasse o aumento da demanda pela aplicação. A entrada destes recursos provocaria uma grande expansão na oferta de crédito ao setor imobiliário.

Contudo, dependendo da magnitude da queda das taxas de juros, dois cenários seriam possíveis. No primeiro, com o nível da taxa de juros SELIC situado entre o limite inferior encontrado e a remuneração da Poupança (faixa em azul do gráfico abaixo), poderia ocorrer uma expansão rápida do setor de construção civil sustentada pela grande disponibilidade de financiamentos via S.F.H..

Taxa SELIC x Retorno da Caderneta de Poupança



Em um segundo cenário, (em vermelho, no gráfico acima) considerando um spread de zero nas operações de S.F.H., caso as taxas de juros caíssem a níveis abaixo dos 6,70% ao ano – remuneração da Poupança, com a T.R. em 0,5% ao ano – o S.F.H. se tornaria caro demais. Nesta situação, o mercado poderia captar recursos livres a taxas mais baixas (considerando que fosse possível captar a 100% da taxa SELIC). Na vigência das regras atuais, esta situação seria inconsistente, uma vez que as instituições estariam obrigadas a emprestar recursos pelos quais não há demanda.

Além disso, supondo, em um segundo momento, um recrudescimento da inflação que forçasse o Banco Central a elevar as taxas de juros novamente, ocorreria o movimento inverso de capitais, com os recursos retornando aos fundos de investimento. Como os bancos não poderiam se desfazer de suas carteiras de crédito de maneira rápida, eles ficariam com uma carteira de crédito imobiliário superior às suas exigibilidades junto ao Banco Central.

Assim, após um período de vasta liquidez, a disponibilidade de financiamentos não estaria garantida. Esta incerteza quanto à existência de crédito no futuro desincentivaria a adoção de políticas de longo-prazo que elevassem a produtividade do setor.

Capítulo V – Algumas Soluções para o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado Imobiliário:

5.1 – Regulação dos Depósitos da Caderneta de Poupança:

Atualmente no Brasil, os bancos estão enquadrados em regras, estabelecidas pelo Banco Central, baseadas nos Acordos da Basileia, que dispõem sobre a gestão de risco nas instituições financeiras. Contudo, ainda persistem normas que vão de encontro a estas políticas de responsabilidade e austeridade. Um exemplo é o Sistema Financeiro de Habitação.

O direcionamento de crédito existente na regulação atual é um método obsoleto de política econômica, pois possui uma série de implicações negativas para o resto do sistema que afetam desde sua gestão de risco até o custo geral do crédito.

Este sistema força os bancos a incorrerem em empréstimos de longo-prazo com riscos de mercado, crédito e liquidez elevados, a partir de depósitos de curto-prazo. Porém, estes riscos acabam sendo remunerados através de *spreads* maiores em suas outras operações de crédito. Além disso, como o crédito imobiliário possui limitações de encargos, este mercado acaba sendo beneficiado, em detrimento de outros, que precisam arcar com esta elevação de custos.

Caso fosse permitido aos bancos repassar estes recebíveis a investidores por meio da sua securitização a preços livres, os bancos teriam sua exposição ao risco diminuída, e o sistema ganharia em eficiência. Mas não é isto que ocorre. Na legislação atual, caso as operações sejam securitizadas, há a necessidade de se gerar novos financiamentos para atender às exigibilidades referentes aos depósitos da Poupança.

A legislação atual obriga os bancos, que não cumprirem as exigibilidades relativas ao direcionamento de recursos da Poupança, a depositar no Banco Central os recursos captados que deveriam ter sido direcionados. Estes recursos seriam remunerados por uma taxa menor que aquela paga pelos bancos nos depósitos da Poupança

Desta maneira, caso os bancos não estejam dispostos a incorrer nos custos do não cumprimento do direcionamento de recursos, a única saída para aqueles que necessitarem reduzir sua exposição ao risco nestas operações, seria através da gestão de seus passivos. Ou seja, como não é possível para os bancos recusarem depósitos na Caderneta de Poupança, estes teriam que tentar encontrar artifícios para regular a

entrada de depósitos da Poupança evitando que eles sejam obrigados a incorrer em operações de longo-prazo além de suas possibilidades.

O segundo ponto que necessita revisão é o pagamento de juros fixos nas aplicações em Poupança. Entre outras mazelas, a remuneração fixa de uma aplicação estabelece um piso para os juros do país. Uma remuneração variável permitiria aos aplicadores ganhos compatíveis com os de mercado, seja este abaixo, ou acima, dos atuais 0,5% ao mês.

Ademais, com custos de captação fixos os bancos não podem reduzir os juros cobrados em seus financiamentos. No caso do Sistema Financeiro de Habitação, os mutuários se beneficiariam de uma eventual redução na remuneração da Poupança.

Independentemente de quem se beneficie em um momento ou em outro, o sistema precisa estar estruturado de forma que os riscos de mercado maiores reflitam positivamente nos custos das operações, e vice-versa.

Caso contrário, riscos maiores serão compensados de outras maneiras, como, por exemplo, nos já citados *spreads* elevados, ou na restrição a outras operações de longo-prazo.

O ponto é que, como as taxas de juros brasileiras tendem a convergir a níveis internacionais, e, conseqüentemente, a participação do crédito de longo-prazo se tornará, naturalmente, mais significativa, é fundamental que a regulação também evolua e se adéqüe às novas condições antes que elas cheguem.

Portanto, fontes de capital de longo-prazo precisam ser canalizadas para estas operações, dando mais sustentabilidade ao sistema, e acabando com o anacronismo existente hoje, onde o capital de curto-prazo é responsável pelos financiamentos mais arriscados.

5.2 – O Sistema Financeiro Imobiliário (S.F.I.):

A Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário, tinha como objetivo incentivar a captação de recursos no mercado para o financiamento imobiliário. Estes recursos viriam da securitização dos recebíveis imobiliários através dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).

Além da maior segurança jurídica dos contratos trazida pela alienação fiduciária, outro impulso ao Sistema foi a promulgação da lei 10.931, instituiu, entre outras coisas, o patrimônio de afetação, que é um instrumento que permite a criação de um patrimônio próprio para cada empreendimento. Através deste o patrimônio de cada projeto é independente, e somente responde pelos passivos relacionados ao projeto.

Apesar de outros aperfeiçoamentos institucionais, o Sistema ganhou pouco dinamismo, principalmente nos empreendimentos comerciais. Mesmo com a evolução dos volumes negociados neste mercado (ver gráfico abaixo¹¹), a securitização de recebíveis imobiliários ainda sofre com o direcionamento de recursos do SFH. Este, como lembrado anteriormente, não incentiva o repasse destes recebíveis pelos bancos, o que acaba por limitar a participação dos bancos neste mercado.

Emissão Primária de Recebíveis Imobiliários no Brasil (R\$ mil)

Ano	R\$ mil	Nº de Operações
2000	171.671	5
2001	222.796	13
2002	142.177	9
2003	287.599	17
2004	403.080	29
2005	2.102.322	34
2006	1.071.437	77

O desenvolvimento do mercado de recebíveis imobiliários seria um grande avanço para o Sistema Financeiro Nacional. Com a permissão aos bancos de vender os recebíveis dos financiamentos do SFH, eles passariam a dispor de uma saída para o descasamento de prazos envolvido nestas operações. Assim, os financiamentos de longo-prazo, poderiam ser transformados em um ativo de curto-prazo para o banco, e, com isso, recursos de longo-prazo existentes no mercado, como os Fundos de Pensão, poderiam ser canalizados para estas operações.

¹¹ Fonte de Dados: Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Esta medida aumentaria a eficiência do mercado bancário nacional, abrindo espaço para reduções nos altos *spreads* cobrados pelas instituições financeiras brasileiras, possivelmente, reduziria os custos das operações para o mutuário, e, no longo-prazo, contribuiria para uma maior oferta de capital para estas operações.

5.3 – O Mercado Imobiliário no Exterior:

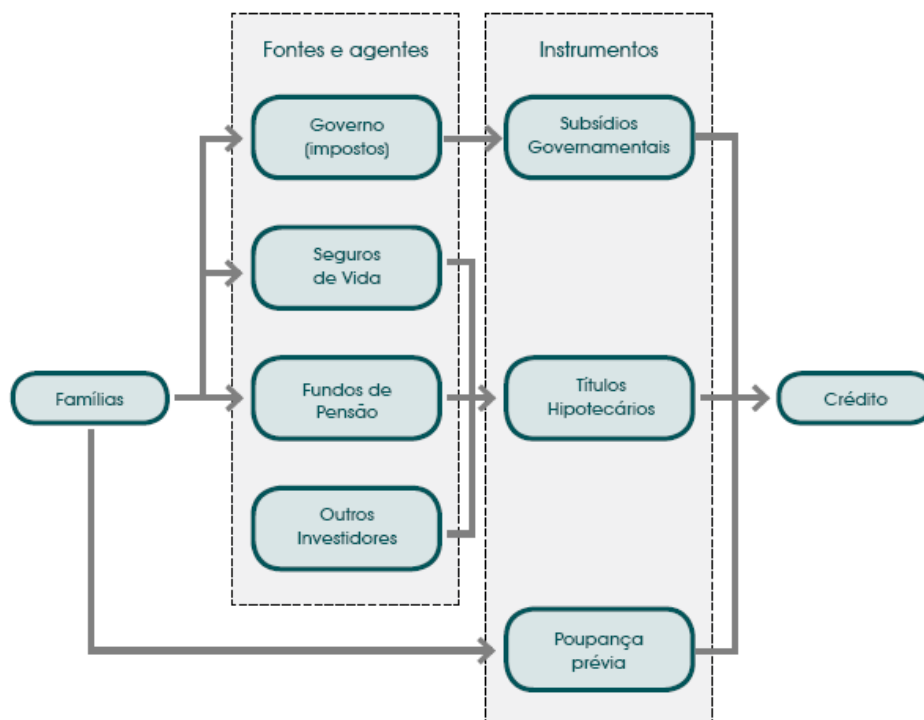
5.3.1 – O Desenvolvimento do Mercado Imobiliário Chileno:

O mercado imobiliário no Chile possui uma história similar à brasileira. Até meados da década de 70, vigorou no Chile um Sistema de Poupança e Empréstimo parecido com o SBPE/SFH brasileiro, em que recursos captados do público eram direcionados às operações de crédito habitacional.

Devido aos mesmos problemas que ocorrem no Brasil, a pró-ciclicidade dos fluxos de captação, e o descasamento de prazos nestas operações, levaram à desarticulação deste mercado. A partir de 1976, com reformas econômicas abrangentes, que reduziam o papel do Estado na economia e abriam o mercado chileno ao exterior, vieram também mudanças no mercado de financiamento imobiliário.

Como podemos ver no esquema abaixo¹², o financiamento do sistema foi expandido. O governo contribuía com subsídios para a habitação de baixa renda, as famílias necessitavam de uma poupança prévia de 20% a 25% do valor do imóvel, e o mercado de títulos hipotecários foi responsável pela atração de recursos privados.

¹² Brollo (2004).



Fonte: Brullo (2004).

Viabilizado pela estabilidade econômica, este modelo conseguiu uma diversificação das fontes de financiamento, que ocasionou um aumento significativo na oferta habitacional no Chile. Entre 1992 e 2002, o déficit habitacional foi reduzido de 11,6% para 5,3%.

5.3.2 – O caso do Mercado Imobiliário Espanhol:

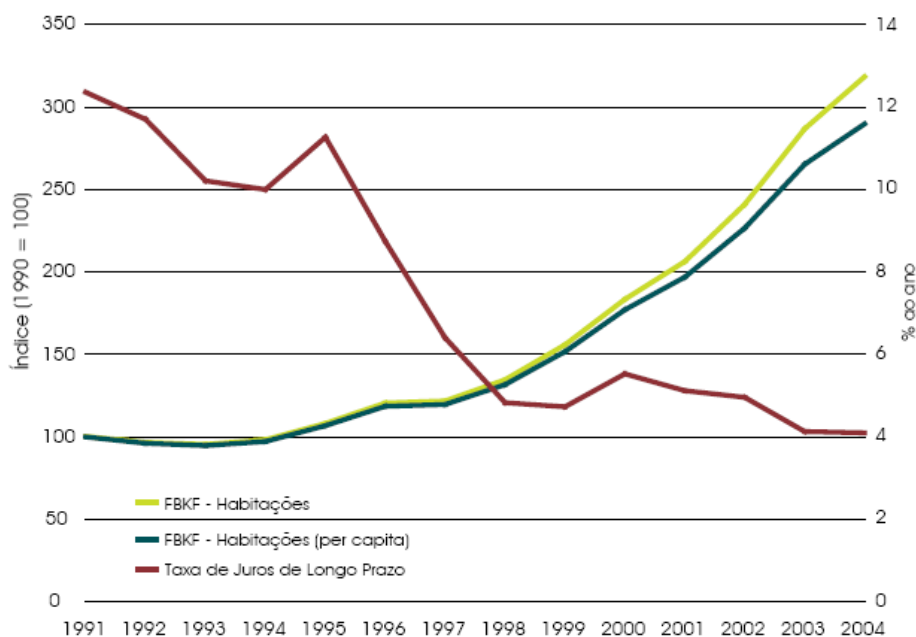
A recente débâcle da economia espanhola constitui o fim de um longo ciclo de expansão do mercado imobiliário. As reformas econômicas instituídas a partir de 1977, quando o Pacto de Moncloa iniciou o processo de fortalecimento das estruturas econômicas do país, promoveram uma grande liberalização financeira, com o fim de obrigatoriedades e da rigidez existente sobre as taxas de juros.

Em 1981, a Lei do Mercado Imobiliário introduziu uma série de medidas para facilitar o seu funcionamento, como a elevação do percentual permitido de financiamento do imóvel. Dez anos depois, o marco regulatório foi reformulado para estimular as operações de securitização dos créditos hipotecários (FGV, 2007).

Com a conjunção das reformas jurídicas e institucionais, e a estabilidade econômica conseguida a partir da década de 80, e reforçada com a unificação monetária através do Euro, conseguiu-se um amplo desenvolvimento do crédito para o setor

imobiliário. Fomentado pela concorrência intensa entre instituições e o desenvolvimento de um mercado secundário para as dívidas do setor, elevou suas taxas de crescimento rapidamente, como pode ser verificado no gráfico abaixo¹³.

Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) e das Taxas de Juros de Longo-Prazo



Contudo, a prevalência de taxas de juros pós-fixadas nos contratos, a enorme valorização dos imóveis, e o alto endividamento das famílias acabaram por contribuir para alavancar os efeitos da atual crise sobre a economia espanhola, e, particularmente, seu setor imobiliário.

Portanto, assim como em outros países da Europa, a estabilidade financeira aliada a um quadro institucional e jurídico reformulado, a maior liberdade financeira e o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas, foram os combustíveis para o desenvolvimento do setor imobiliário espanhol.

Contudo, fica a lição para os possíveis descontroles do sistema. O país que era um exemplo de sucesso no crédito habitacional, passou a ser uma evidência real dos excessos praticados durante a bolha imobiliária dos últimos anos.

¹³ Fonte: OCDE. Considera-se um índice-base de 100 em 1990 e preços constantes.

Capítulo VI – Conclusão:

Em 2009, comemora-se o aniversário de quinze anos da estabilização da economia brasileira, conseguida com a criação do Plano Real, em 1994. Apesar do grande sucesso, ainda restaram algumas arestas institucionais a serem aparadas, como é o exemplo da remuneração fixa da Caderneta de Poupança estabelecida em lei.

A entrada do Brasil no grupo de países, que possuem um nível de previsibilidade econômica tal, que permite a adoção de horizontes mais longos pelos agentes econômicos, torna iminente a reformulação de certas instituições que se tornaram obsoletas ao decorrer da última década.

No período em que este trabalho foi escrito, as taxas de juros brasileiras romperam a barreira dos dois dígitos e se tornaram mais próximas às taxas de juros internacionais. Porém, esta novidade trouxe consigo novos desafios, como, por exemplo, o fim da remuneração fixa de 0,5% ao mês da Poupança.

Para que o país possa continuar neste caminho, o governo que decidir enfrentar o problema deve deixar de lado possíveis usos políticos desta discussão. Para que possa reparar de forma consistente o ambiente institucional do país, é necessário que se tenha uma visão de longo-prazo, ou seja, que se adotem medidas consistentes com o ambiente econômico que almejamos atingir.

À medida que a política econômica ganha consistência, os ganhos reais de “aplicações sem risco” vão se reduzindo, e os recursos passam a procurar, naturalmente, maiores riscos em ativos de prazos mais longos. Com isso, a necessidade de intervenção governamental para suprir determinadas deficiências se reduz.

Portanto, o Brasil deveria seguir exemplos internacionais como o do Chile, e adotar uma política gradativa para acabar com o direcionamento de recursos para o mercado imobiliário e o excesso de regulação existente. Deve-se procurar também incentivar o mercado secundário de títulos imobiliários, pois estes podem servir de canal para a entrada de recursos privados no financiamento ao setor.

Quanto às aplicações em Poupança, é inviável se pensar em aplicações com rendimentos fixos de 0,5% ao mês, mesmo que estas estejam beneficiando grande parte dos pequenos poupadores do país. Como foi descrito no capítulo IV, esta situação se tornaria uma fonte de desequilíbrios para o Sistema Financeiro Nacional.

Desta maneira, o governo deveria privilegiar métodos mais sustentáveis de redistribuição de renda, realizando as reformas necessárias, (não só na questão da Caderneta de Poupança), e permitindo que o país possa usufruir da estabilidade conquistada, o que, certamente, traria grandes benefícios para as camadas mais pobres do país.

Capítulo VII – Bibliografia:

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE)*, em:

<http://www.bcb.gov.br/fis/sfh/port/historico.asp>

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Estatísticas Básicas do SFH*, em:

<http://www.bcb.gov.br/fis/sfh/port/est2003/04/sfhpmen.asp>

CHACEL, J. M., SIMONSEN, M. H. e WALD, Arnoldo. (1974). *A correção monetária*. APEC, Rio de Janeiro.

Ferreira, Thaís P. (2004). *A concessão de subsídios por meio do sistema financeiro de habitação*. Dissertação de Mestrado em Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Luzio, Nildo W. *Um pouco da história da Poupança na Caixa Econômica Federal*. em: http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/poupanca/historia_da_poupanca/HISTPOUP.pdf

SIMONSEN, M. H. (1995). *30 Anos de indexação*. Editora da FGV, Rio de Janeiro.

VALPASSOS, M.V.F. e CARNEIRO, D. D. (2001). *Securitização de hipotecas no Brasil*. Tese de Mestrado em Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

GOLDFAJN, Ilan e CARNEIRO, D.D. (2001). *Securitização de hipotecas no Brasil*. Tese de Mestrado em Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

