



Departamento de Economia

Monografia

“Impacto da Mudança na Regra da Poupança no
Financiamento Habitacional”

Eline Amorim Barcellos Dias

Matrícula nº 0320922

Orientador: Marcus Valpassos

Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

Monografia

“Impacto da Mudança na Regra da Poupança no
Financiamento Habitacional”

Eline Amorim Barcellos Dias

Matrícula nº 0320922

Orientador: Marcus Valpassos

Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 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

1.	Introdução	5
2.	Importância da Construção Civil para a Economia Brasileira	7
2.1.	Participação na Formação Bruta de Capital Fixo	7
2.2.	Alto Índice de Encadeamento	7
2.3.	Geração de Empregos	8
2.4.	Baixo Coeficiente de Importação	8
3.	Relevância da Poupança para o Financiamento Habitacional	10
4.	Direcionamento dos Recursos Captados pela Poupança	14
5.	Remuneração da Poupança	17
6.	Nova Regra de Remuneração da Poupança	18
6.1.	Propostas Analisadas	19
6.2.	Poupança na Pauta do Governo	20
6.3.	Nova Regra	22
6.4.	Impacto da Nova Medida	23
7.	Estrutura da Poupança	27
7.1.	Composição	27
7.2.	Captação Líquida	29
7.3.	Saldo da Poupança	32
8.	Impacto da Medida para o Financiamento Habitacional	34
9.	Modelo	36
9.1.	Interpretação do modelo	36
9.2.	Autocorrelação	37
9.3.	Heterocedasticidade	38
9.4.	Co-integração	39

10. Conclusão	42
11. Bibliografia.....	44

1. Introdução

O presente trabalho tem como objetivo analisar o impacto da nova regra da poupança, que se aprovada, entrará em vigor a partir de janeiro de 2010, na concessão de financiamento imobiliário no país.

A nova regra entrou na pauta de discussão do Governo, quando a taxa de juros básica da economia entrou em uma trajetória de queda, chegando pela primeira vez na história ao patamar de um dígito. O rendimento fixo da poupança tornou-se um entrave para a continuidade dos cortes necessários da Selic por ser superior ao oferecido por diversos fundos de investimento e de renda fixa.

Pelas regras que regem o Sistema Financeiro Habitacional, os bancos que concedem empréstimos imobiliários acabam por possuir passivos de curto prazo e ativos de longo prazo. Este estudo também analisa as dificuldades que os bancos podem vir a passar em casos de mudanças abruptas de cenários relacionados à taxas de juros.

A taxação será somente sobre as cadernetas com mais de R\$ 50 mil, ou seja, atingirá somente 1% dos investidores. No entanto, este estudo é relevante, pois estes aplicadores possuem 41% do saldo da poupança.

O financiamento imobiliário é fundamental para fomentação de segmentos como o da construção civil. Este é um setor chave para a economia brasileira, pela sua participação da formação bruta de capital fixo, criação de empregos, alto índice de encadeamento, entre outros aspectos. Desta forma, o presente trabalho tem como objetivo analisar como a aprovação desta nova regra pode vir a impactar no saldo da poupança e, conseqüentemente, na concessão de financiamentos imobiliários.

O trabalho está dividido em nove seções, incluindo esta introdutória. A próxima parte do trabalho aborda a importância da construção civil para a economia brasileira e sua dependência de financiamentos para crescer e contribuir para o desenvolvimento do país. A terceira seção descreve o papel da

poupança para o financiamento habitacional no país e seu ganho de importância nos últimos anos. O quarto capítulo aborda as regras para o direcionamento dos recursos da poupança, assim como para a concessão de financiamentos através do SFH. A quinta parte deste trabalho explica como é calculada a remuneração da poupança enquanto a sexta seção resume a medida que o Governo pretende adotar para taxar a poupança. O próximo capítulo explica como a composição, o saldo e a captação líquida da poupança se comportaram nos últimos anos. A oitava seção analisa o possível impacto da medida sobre o financiamento habitacional. Por fim, a nona seção apresenta um modelo de Mínimos Quadrados Ordinários, cujo objetivo é encontrar uma relação entre o financiamento habitacional concedido e as variáveis explicativas, renda da população e saldo da poupança.

2. Importância da Construção Civil para a Economia Brasileira

2.1. Participação na Formação Bruta de Capital Fixo

O indicador mais importante para medir se o volume de investimento na economia é satisfatório e capaz de responder as demandas de todos os setores é a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF). Ela é formada por três grandes itens: serviços de construção (toda cadeia), máquinas e equipamentos e variação de estoques.

A participação dos dois primeiros se altera de acordo com o perfil dos investimentos. Historicamente, os serviços de construção têm variado entre 60% e 75% da FBKF.

Formar o alicerce da economia é o papel fundamental da indústria a construção. Neste sentido, as carências de infra-estrutura básica de saneamento, transporte, habitação, energia e outras são os limites naturais do seu crescimento.

2.2. Alto Índice de Encadeamento

A diversidade de relações estabelecidas entre a indústria da construção e os demais setores econômicos, além de causar efeitos sobre o nível de emprego e renda, estimula direta ou indiretamente quase todos os segmentos produtivos. A construção habitacional, comercial, de serviços e de infra-estrutura gera efeitos de ampliação nos outros setores da economia.

A indústria da construção, pela sua diversificada demanda industrial, impulsiona grande parte dos segmentos produtivos.

“O índice de encadeamento da construção ocupa o 4º lugar no ranking da economia nacional, o que sinaliza extraordinários efeitos multiplicadores sobre os demais setores de atividades”.

(CONSTRUBUSINESS, 1999).

2.3. Geração de Empregos

Sendo a construção uma atividade "de trabalho-intensivo", sua importância na geração de empregos é crucial. É um dos setores mais empregadores do país – para cada R\$ 1 bilhão investido na construção de moradias são gerados 20 mil empregos diretos e 12 mil indiretos.

Os empregos diretos são aqueles criados imediatamente através da atividade principal. Os indiretos são gerados pela cadeia produtiva que surge e engloba esta mesma atividade. Os empregos induzidos são criados pela renda paga aos trabalhadores diretos e indiretos e que vão consumir bens e serviços em outros setores produtivos.

Cabe destacar também que o maior integrante do Macrossetor da construção, a construção civil, absorve grande contingente de trabalhadores com baixa qualificação. A relevância social e econômica é grande visto que o Brasil possui grande parte de sua população economicamente ativa ainda com baixo nível de instrução.

Portanto, a indústria da construção deve ser considerada também instrumento hábil para a diminuição do elevado nível de desemprego e fator social de melhoria das condições de vida da população. Não se deve esquecer que o efeito produzido pelo resultado final da atividade construtora, em termos dos benefícios sociais e econômicos gerados pelas obras e serviços prestados, é de relevante interesse para a nação.

2.4. Baixo Coeficiente de Importação

O reduzido coeficiente de importação é uma das características marcantes do setor, que utiliza capital, tecnologia e insumos predominantemente nacionais. Dessa forma, ao compararmos a construção com outros segmentos, podemos notar baixos níveis de importação em relação ao valor agregado gerado.

“Mesmo no atual cenário de abertura econômica e incremento das importações, o setor permanece com um pequeno impacto sobre a balança comercial. Apenas 7,11% do total dos insumos importados destinam-se ao Macrossetor da Construção.”

(FGV e CBIC – 2002)

Em princípio, a construção é uma indústria que não depende de financiamentos externos. Sendo assim, o crescimento do setor não pressiona a balança comercial e, por conseqüência, o balanço de pagamentos do país. Estima-se que os requerimentos de importação da indústria de construção alcancem menos que 2,0% da sua demanda total.

Em suma, a indústria da construção é uma poderosa alavanca para o desenvolvimento, pois impacta a produção, os investimentos, o emprego e o nível geral de preços, tendo em vista sua significativa importância no PIB nacional. O setor é caracterizado pela sua extraordinária capacidade de realização de investimento, pela sua e pelo seu grande potencial na criação de empregos (diretos, indiretos e induzidos) e na geração de salário e renda.

O desempenho deste setor, no entanto, é altamente dependente de fontes de financiamento tanto para a produção, quanto para o comprador final. O financiamento às construtoras permite que estas empresas foquem na sua atividade fim, a construção, e deixem de cumprir o papel de incorporadoras financiadoras.

Por se tratar de um ativo demasiadamente caro, sem financiamento adequado ao comprador final, o desempenho do mercado imobiliário é insatisfatório. Portanto, em cenários com escassez de crédito, a construção civil é um dos setores mais afetados.

3. Relevância da Poupança para o Financiamento Habitacional

O número de unidades financiadas pela poupança vem crescendo ao longo dos anos, sobretudo depois de 2006. Desde meados deste ano ocorreu uma notável mudança no comportamento da captação dos depósitos de poupança. Em setembro de 2006, a captação líquida acumulada em 12 meses era negativa em pouco mais de R\$ 600 milhões. Já em setembro de 2007, a captação líquida acumulada em 12 meses era positiva em quase R\$ 31 bilhões.

As taxas de juros declinantes, a manutenção da estabilidade de preços, a elevação da renda e as medidas promovidas na regulamentação a que estão sujeitas as instituições financeiras integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), propiciaram significativo crescimento na contratação de novos financiamentos imobiliários.

A perspectiva de queda de juros eleva o lucro na operação de crédito à casa própria, além de vincular o cliente ao banco por um período maior, pois fica mais fácil vender outros produtos bancários, como seguros, para quem tem um empréstimo imobiliário.

Em uma operação de concessão de crédito à casa própria, os bancos tem de esperar quinze a trinta anos para receber o dinheiro investido de volta. Durante todo este prazo, pode ser surpreendido pela inadimplência. Além disso, o comprador pode questionar na justiça os juros cobrados pelo banco e, durante a contestação legal, também deixava de pagar o principal da dívida.

As mudanças legais que ocorreram aumentaram a segurança de quem financia a casa própria. Pelas novas normas, o cliente só torna-se proprietário do imóvel quando quitar a última prestação. Se não pagar o que é devido, o imóvel é leiloado e o dinheiro volta para o banco, mesmo que o comprador ainda o esteja ocupando.

Antes das mudanças acima citadas, o crédito imobiliário era considerado uma fonte de problemas. Inadimplência alta, rentabilidade baixa e pesados custos

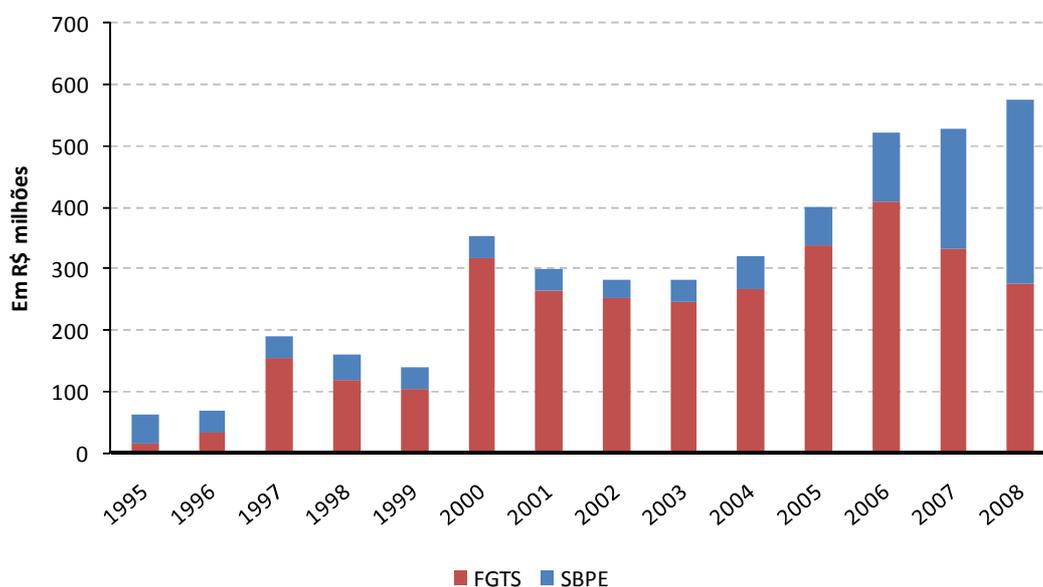
operacionais faziam com que as instituições financeiras limitassem seus empréstimos ao obrigatório por lei: um percentual de 65% dos depósitos em caderneta de poupança.

Tabela I: Mudanças que Estimularam o Crescimento do Financiamento Imobiliário

1. Legais	
Mudança	Efeito
Nova Lei de Falências	Aumentou a segurança jurídica para o banco emprestar dinheiro
Alteração no crédito	Permitiu ao investidor financiar o imóvel, não a construtora
2. Financeiras	
Mudança	Efeito
Regulamentação dos títulos imobiliários	Gerou um fluxo de recursos novos, dos investidores institucionais
Relançamento dos fundos imobiliários	Facilitou aos fundos de pensão destinar recursos a imóveis
3. De mercado	
Mudança	Efeito
Queda no imposto de renda para as incorporadoras	Estimulou o lançamento de novos imóveis residenciais
Aumento no financiamento máximo pelo Banco Central	Ampliou a oferta de recursos disponíveis para o setor

Fonte: Revista Exame

Gráfico I: Número de Unidades Habitacionais financiadas no SHF (SBPE e FGTS)



Fonte: CBIC

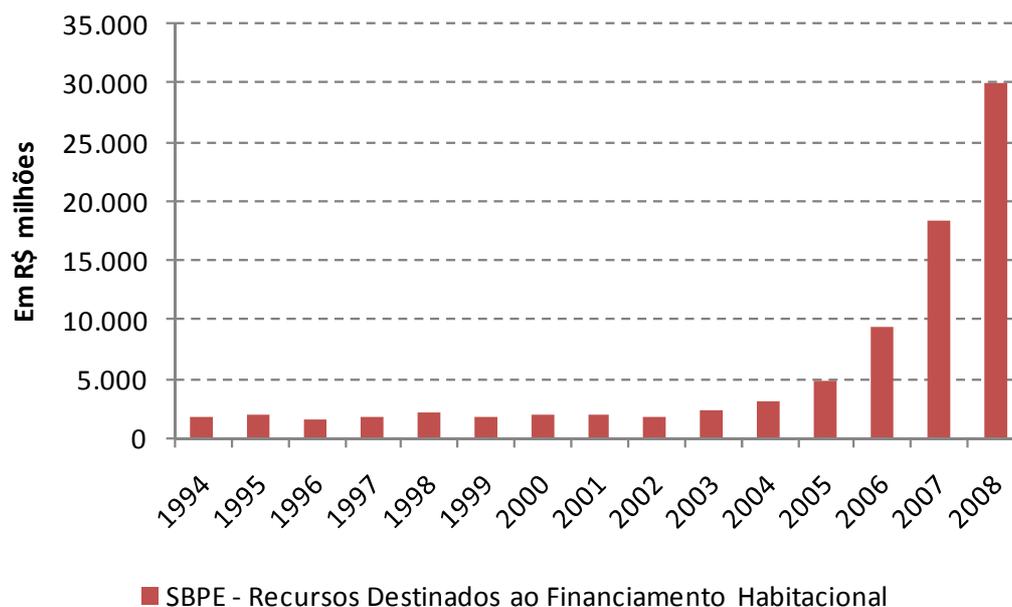
Como pode ser observado no Gráfico acima, a participação da poupança no financiamento habitacional cresceu rapidamente nos últimos anos. O número de unidades financiadas aumentou cerca de 160% de 2006 a 2008. Neste ano 300 mil unidades habitacionais foram financiadas pela poupança.

Entre os fatores que contribuíram para o ganho de participação da poupança frente aos recursos oriundos do FGTS, podemos citar as mudanças nas condições das linhas de crédito do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que incluem aumento do prazo, redução nas taxas de juros e a possibilidade de financiar a taxas prefixadas. Desta forma, o financiamento habitacional ficou mais acessível à classe média.

Somente em 2008, a poupança destinou R\$ 16,22 bilhões para construção e R\$ 13, 811 bilhões para a aquisição de imóveis totalizando R\$ 30,03 bilhões para a habitação. Os recursos do FGTS para a habitação neste mesmo ano foram

de R\$ 10,58 bilhões, incluindo todos os programas de habitação popular – Apoio à Produção, Carte de Crédito Associativo, Carta de Crédito Individual, Pró-Cotista e Pró-Moradia – e o Programa de Arrendamento Residencial.

Gráfico II: Recursos Destinados ao Financiamento Habitacional - SBPE



Fonte: CBIC

4. Direcionamento dos Recursos Captados pela Poupança

O SFH possui, desde a sua criação, como fonte de recursos principais, a poupança voluntária proveniente dos depósitos de poupança do denominado Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), constituído pelas instituições que captam essa modalidade de aplicação financeira, com diretrizes de direcionamento de recursos estabelecidos pelo CMN e acompanhados pelo Banco Central, bem como a poupança compulsória proveniente dos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), regidos segundo normas e diretrizes estabelecidas por um Conselho Curador, com gestão da aplicação efetuada pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), cabendo a CEF o papel de agente operador.

Atualmente, as Resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1.980, nº 3.005 e nº 3.347 disciplinam as regras para o direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), cuja destinação básica seja financiamentos habitacionais, bem como as operações de financiamento efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

O Direcionamento dos recursos captados em depósito de poupança pelas entidades integrantes do SBPE deve obedecer à regra abaixo:

- i.** 65% (setenta por cento), no mínimo, em financiamentos habitacionais, sendo:
 - i.** 80% (oitenta por cento), no mínimo, em operações no âmbito do SFH;
 - ii.** Recursos remanescentes, em operações a taxas de mercado;
- ii.** 20% (quinze por cento) de encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil;
- iii.** 15% (quinze por cento), no máximo, em disponibilidades financeiras e operações de faixa livre.

Tabela II: Distribuição Obrigatória dos Aplicados na Caderneta de Poupança

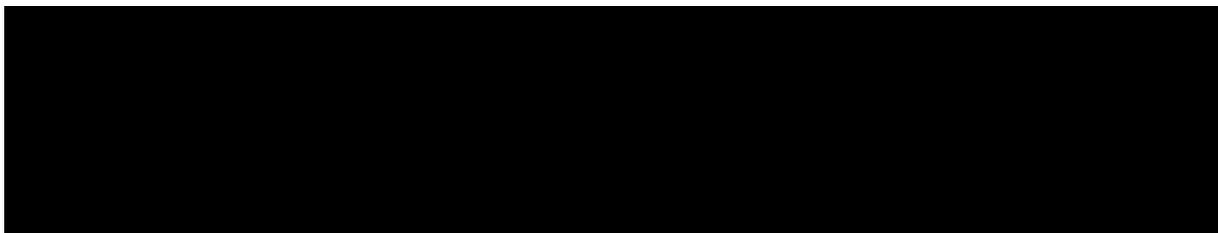
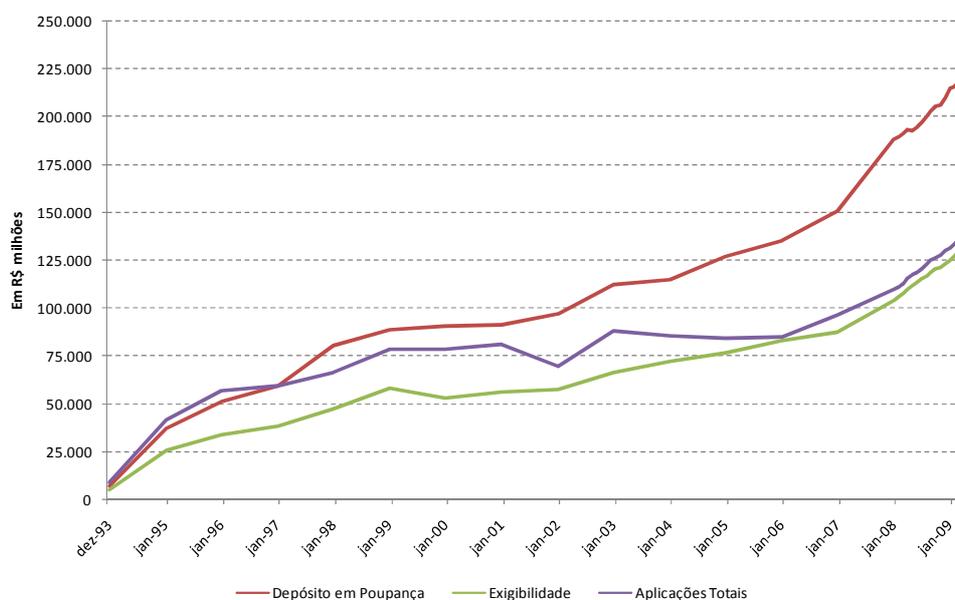


Gráfico III: Aplicações Totais, Exigibilidade e Depósitos em Poupança – Instituições Privadas e Públicas



Fonte: Banco Central

O direcionamento obrigatório de recursos da poupança tem uma defasagem temporal em relação à data dos depósitos. Isso ocorre porque a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.347, de 2006, que disciplina a matéria, estabelece que a base de cálculo do direcionamento de recursos é o menor de dois valores: (1) A média aritmética dos saldos diários dos depósitos de

poupança do mês sob referência, ou, (2), a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos 12 meses antecedentes ao mês sob referência.

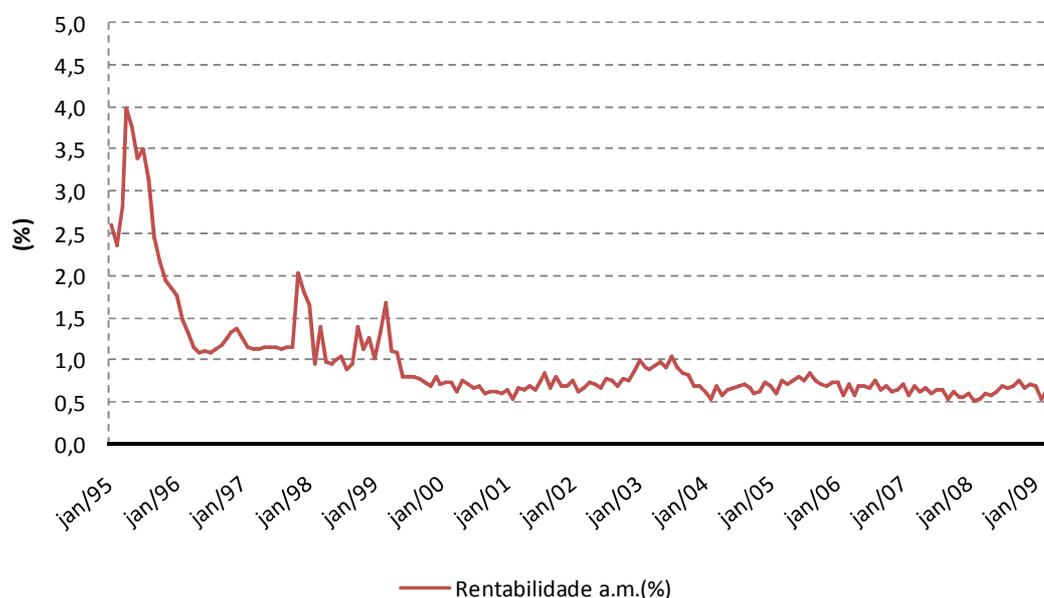
5. Remuneração da Poupança

Os valores depositados em poupança são remunerados com base na taxa referencial (TR). O cálculo da TR considera a Taxa Básica Financeira (TBF), que é a média das taxas dos Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) das 30 instituições com maior volume de captação, e o número de dias. A TR é atualizada diariamente.

Os recursos guardados em caderneta de poupança são remunerados com base na TR acrescida de juros de 0,5% ao mês. Os valores depositados e mantidos em depósito por prazo inferior a um mês não recebem nenhuma remuneração.

Para evitar que o rendimento dos depósitos das cadernetas de poupança fique inferior a 0,5% ao mês, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou no dia 31 de janeiro de 2008 mudança na metodologia de cálculo da taxa referencial (TR).

A alteração assegura que a TR não tenha valores negativos e, com isso, garanta remuneração mínima de 0,5% ao mês para os depósitos de cadernetas de poupança, conforme está previsto em lei.

Gráfico IV: Rentabilidade da Poupança a.m (%)

Fonte: Banco Central

6. Nova Regra de Remuneração da Poupança

O Governo, no dia 13 de maio de 2009, anunciou a proposta para tributação dos rendimentos da caderneta de poupança. A medida foi tomada, pois a expectativa de futuras quedas da taxa Selic, naquele momento em 10,25% ao ano, reduziria a rentabilidade dos títulos do Governo brasileiro e os fundos de renda fixa, frente à poupança, que tem rentabilidade garantida de 6% ao ano mais TR.

Pela regra escolhida pelo governo, toda vez que a taxa básica de juros (Selic) estiver abaixo de 10,50%, haverá uma tributação progressiva para quem tem mais de R\$ 50 mil aplicados. A tributação, caso aprovada pelo Congresso, valerá para o período de rendimento iniciado em janeiro de 2010.

A remuneração fixa da poupança em Taxa Referencial (TR) mais 0,5% ao mês não foi alterada assim como a garantia de depósitos de até R\$ 60 mil e a proibição de cobrança de taxa de administração pelos bancos.

“Não estamos mexendo nas regras básicas da poupança. O objetivo é garantir que ela continue sendo o investimento mais importante para o grosso da população brasileira. Os ajustes vão no sentido de impedir que grandes investidores migrem para a poupança de modo a distorcer esse mecanismo, feito para pequenos poupadores e não para grandes investidores”.

Ministro da Fazenda, Guido Mantega.

6.1. Propostas Analisadas

Nos meses que precederam o anúncio, algumas propostas foram analisadas pela equipe econômica. Um estudo apresentado propunha estabelecer um percentual acima do IPCA para definir o rendimento das cadernetas. Também foi cogitada a adoção da Selic como parâmetro da remuneração da poupança. A vinculação seria parcial e este “desconto” seria justificável por três fatores. A poupança, ao contrário das outras aplicações, tem seu rendimento garantido pelo governo, até então era isenta de Imposto de Renda, além de não pagar taxa de administração aos bancos.

Outra proposta seria reduzir a TR a zero, no entanto, estudiosos acreditam que o problema não é tanto a TR, que tende a ficar muito reduzida com a queda da Selic, mas os próprios juros de 6% ao ano, ou 0,5% ao mês, pagos aos poupadores e garantidos por lei.

No entanto, a redução da parte fixa da remuneração da poupança não é viável se a parcela de juros fixos estatuída no contrato de financiamento imobiliário não estiver sujeita a revisão. Desta forma, reduzir a remuneração da poupança corresponderia a um aumento no spread bancário.

Isto ocorria porque o contrato hipotecário é firmando prevendo uma taxa de juros. Para o banco, a TR é neutra, pois incide tanto nos depósitos de poupança (custo do banco) como nos financiamentos (receita do banco). Como o custo de juros fixos é hoje de 6,17% (capitalizado), caso haja redução da rentabilidade da poupança, o custo dos bancos cairia e conseqüentemente teriam um aumento de margem.

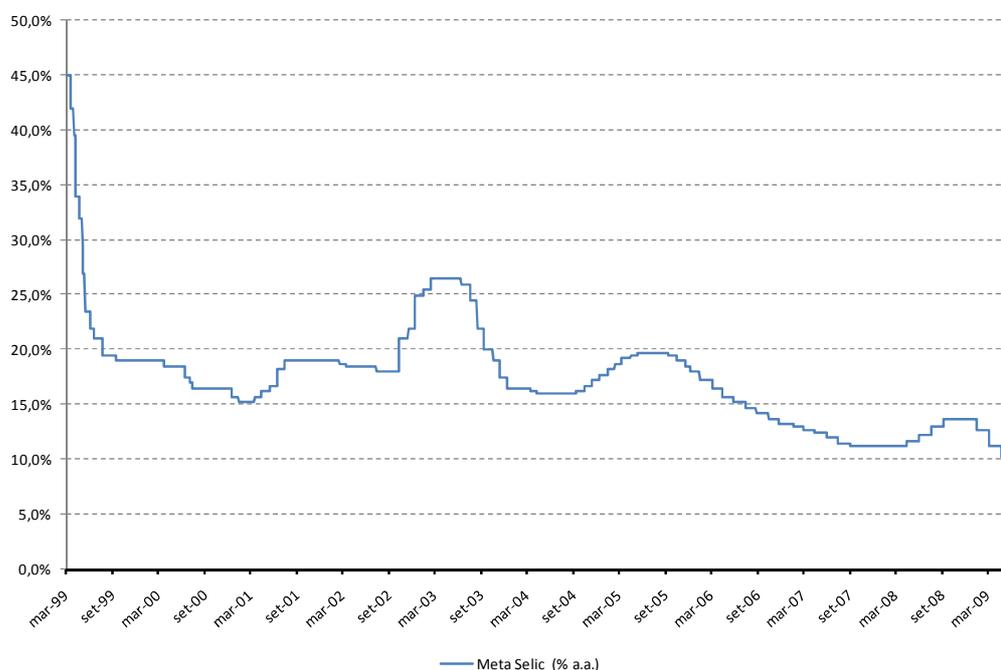
Outra dificuldade para a redução da remuneração fixa da poupança é que, por ser garantida por lei, sua alteração teria que passar pelo Congresso exigindo a participação da área política na definição do melhor encaminhamento a ser dado ao assunto, que é politicamente sensível. Como estamos nos aproximando de um ano eleitoral, qualquer possibilidade de alteração na remuneração da poupança fica extremamente reduzida.

“O governo busca manter o equilíbrio dos ativos, mas há um viés muito político na questão. O governo sempre age pensando muito nas eleições, então ele vai tentar ser o mais neutro possível, para não afetar a classe média.”

Economista-chefe da consultoria Lopes Filho, Julio Hegedus Netto

6.2. Poupança na Pauta do Governo

O remuneração da poupança passou a ocupar a agenda do Governo depois que a taxa de juros entrou em uma trajetória de queda rápida. Os corte da Selic promovidos nos últimos meses pelo Banco Central, reduzem a rentabilidade das aplicações financeiras ligadas à Selic, como os fundos de investimento e os fundos de renda fixa, que ficam menos atrativos quando comparamos ao rendimento da poupança. Isto ocorre porque a sua rentabilidade, nunca abaixo de 6% ao ano, ultrapassaria a rentabilidade dos fundos de investimento e outras oportunidades de aplicação.

Gráfico V: Meta Selic (%a.a)

Fonte: Banco Central

Os objetivos do Governo com a nova medida são: (1) assegurar o financiamento de títulos públicos, (2) evitar a queda na arrecadação – visto que cadernetas de poupança são isentas de IR - e (3) não prejudicar a oferta de crédito do país, visto que fundos de investimento são a principal fonte de recursos para empréstimos bancários.

Como os fundos são os grandes compradores de títulos públicos, se eles captarem menos recursos, o Governo terá mais dificuldade para financiar sua dívida. Além disso, haveria uma redução da oferta de crédito nas linhas de empréstimo pessoal e de automóveis, pois a maior parte do dinheiro da poupança é destinado à habitação.

O ganho de rentabilidade da poupança frente à outras aplicações também acarretaria outro sério problema: Essa migração de recursos por um lado não é estável, ou seja, não há qualquer garantia que o dinheiro deslocado dos outros investimentos permanecerá na poupança. E de outro lado, temos os bancos que

são obrigados por lei a aplicar 65% dos depósitos de poupança em financiamentos imobiliários, que são de longo prazo. Ocorreria, assim, um descasamento perigoso entre os prazos de captação e aplicação dos recursos.

Os juros fixos garantidos pela poupança se tornaram um piso indesejável para a manutenção da queda da taxa de juros. Caso nenhuma medida fosse tomada, a taxa de juros do Brasil não poderia ficar inferior a 10% ao ano, ou a poupança atrairia um grande fluxo de investimentos não estáveis, ou seja, uma vez que a taxa Selic voltasse a subir, estes recursos sairiam da poupança, colocando os bancos que concedem crédito habitacional em situação delicada.

6.3. Nova Regra

A nova regra da poupança que poderá entrar em vigor em janeiro de 2010 prevê que estarão isentos os rendimentos de até R\$ 250,00 mensais, o que corresponde a um rendimento ao mês de uma caderneta de poupança com saldo de R\$ 50 mil. A tributação valerá para os períodos de rendimentos iniciados a partir de janeiro de 2010.

Aqueles que só investem na caderneta de poupança e recebem (salário, aposentadorias e outros) dentro da faixa de isenção do Imposto de Renda (previsto para 2010 em R\$ 1.499,15 por mês) só terão caderneta de poupança tributada se o saldo superar R\$ 850 mil.

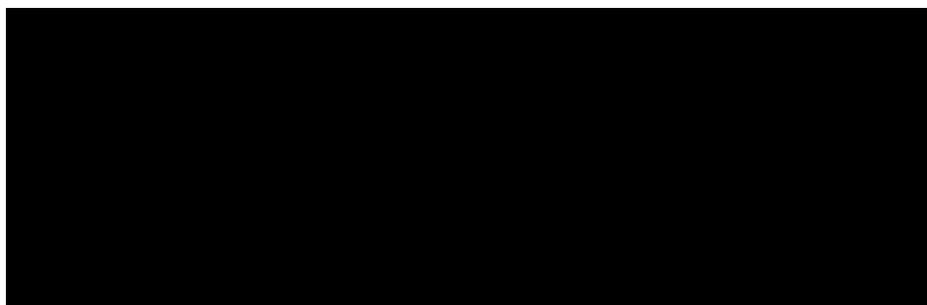
O rendimento tributável mensal será calculado da seguinte forma:

- i. Considera-se como rendimento sujeito ao cálculo do Imposto de Renda apenas a parcela correspondente à remuneração fixa de 0,5% ao mês da poupança.
- ii. Do rendimento sujeito ao cálculo do Imposto de Renda será deduzido o limite de isenção (R\$ 250,00), chegando-se à base de cálculo bruta;

- iii. Sobre a base de cálculo bruta será aplicado o redutor da base de cálculo, chegando-se ao rendimento tributável mensal.

O redutor da base de cálculo aplicado aos rendimentos de um mês será calculado com base na taxa Selic verificada no final do segundo mês anterior ao do crédito dos rendimentos, conforme a tabela abaixo:

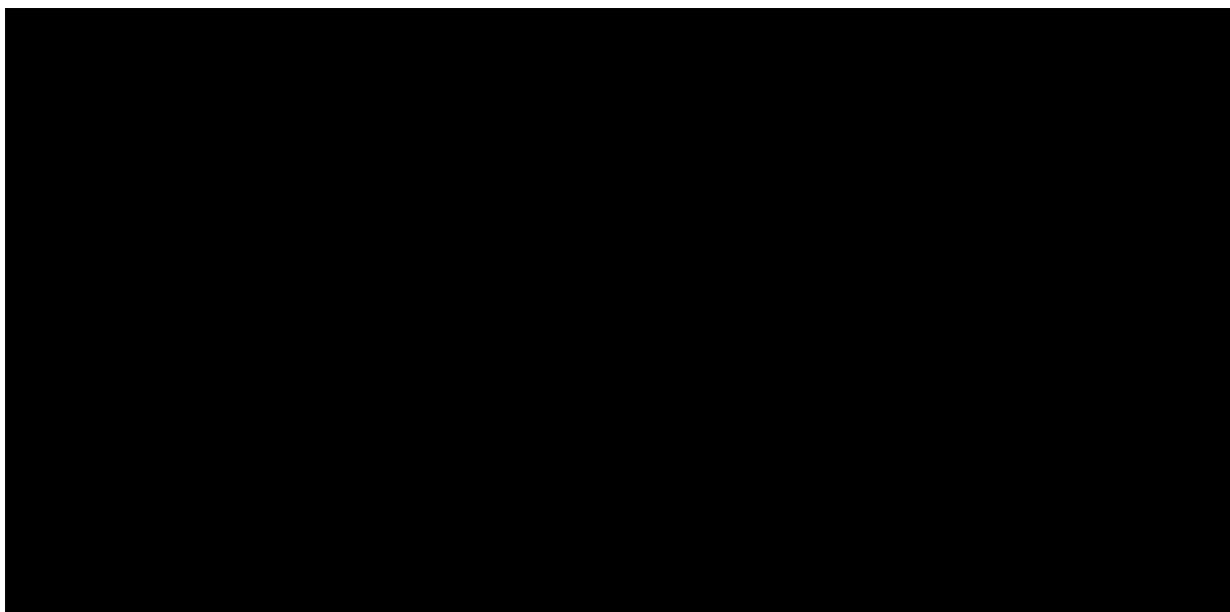
Tabela III: Cálculo do Redutor da Base de Cálculo



Fonte: Ministério da Fazenda

6.4. Impacto da Nova Medida

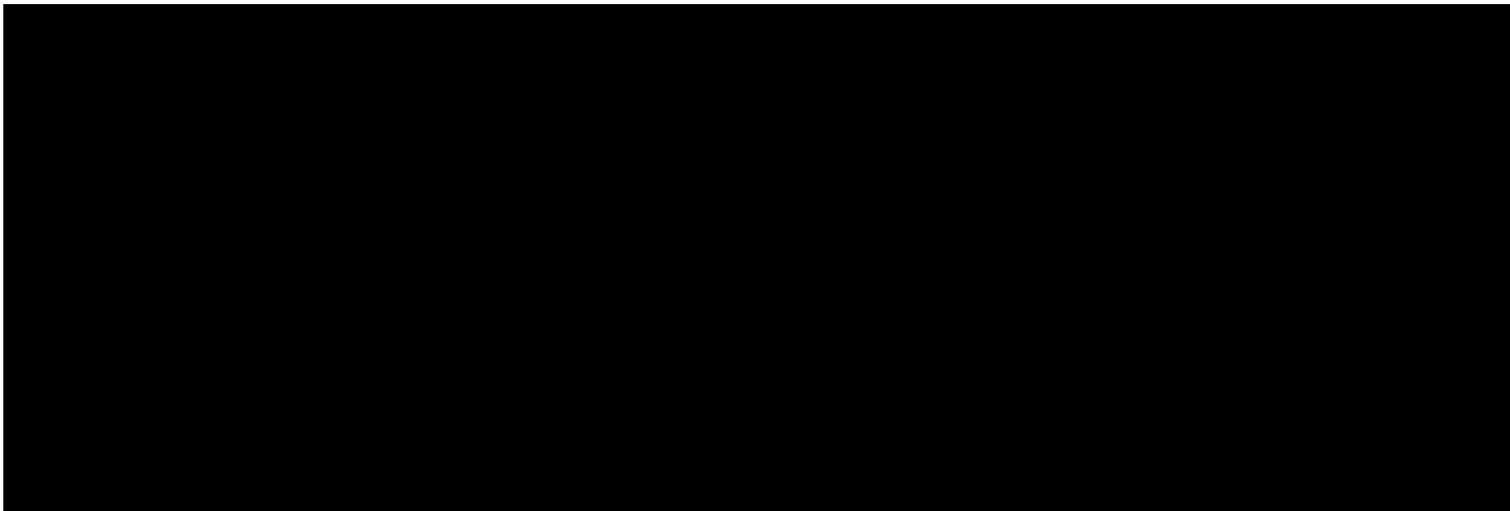
A tabela abaixo apresenta a comparação dos rendimentos da poupança com a de fundos de investimento, mostrando que mesmo com a tributação a poupança segue sendo uma alternativa de investimento simples, segura e relativamente bem remunerada.

Tabela IV: Rendimento da Poupança e Rentabilidade dos Fundos de Investimento.

Fonte: O Globo

Observações: As taxas de rendimento se referem ao mês com média de 21 dias; Para o cálculo das taxas de rendimento dos Fundos de Investimento foi considerado um Imposto de Renda de 15% .

A redução da Selic para 9,25% ao ano, que ocorreu no dia 10 de junho de 2009, fez com que o rendimento dos fundos que cobram taxa de administração acima de 1% ao ano, ficasse limitado a 0,52% ao mês. Enquanto isso, a caderneta de poupança passa a render 0,5424% mensal. As contas consideram um Imposto de Renda (IR) de 15% nos fundos de investimento, alíquota que só vale para quem está há mais de dois anos na aplicação. O investidor que tem aplicações com menos de seis meses, e paga IR de 22,5%, mesmo com uma taxa de administração de 0,5%, já possuem rendimento inferior ao da poupança.

Tabela V: Rentabilidade Líquida para Diversos Valores e Níveis de Taxa Selic (%)

Fonte: O Globo

Observação: As simulações foram feitas levando em consideração Imposto de Renda de 27,5%; A TR não foi incluída no cálculo.

Os quadros acima são de um estudo realizado pelo matemático José Dutra Vieira Sobrinho e divulgado no Globo no dia 10 de junho de 2009. A Tabela V apresenta algumas combinações de valores de aplicação da poupança e níveis de taxa Selic. Seu objetivo é determinar qual será a real perda de rentabilidade das aplicações caso a nova regra seja aprovada pelo Congresso.

Para o matemático, a queda do rendimento será pequena e, portanto, não deverá afastar os investidores da aplicação. Vale lembrar que o estudo acima não leva em consideração a TR, porque a Taxa Referencial usada para corrigir a caderneta e os financiamentos habitacionais, não foi atingida pela nova tributação.

Segundo José Dutra, o pior efeito da nova medida é que a regra da poupança se tornará obscura para grande parte da população brasileira. A única informação que ficou clara é que aqueles com aplicações acima de R\$ 50 mil serão tributados.

Para o tributarista Rubens Branco, da Branco Consultores, o Governo optou por não mexer no rendimento da poupança por conta do trauma deixado pelo confisco realizado no Governo Collor. No entanto, ele acredita que o Governo não

poderá escapar desta tarefa futuramente, visto que o problema da indexação continuará persistindo.

Mesmo sem alterar a remuneração fixa da poupança, a nova regra de tributação permitirá que o BC reduza a Selic para até 7,25%. Segundo o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, os brasileiros precisam se acostumar com as taxas mais baixas, que, se diminuem o rendimento de algumas aplicações financeiras, por outro lado tendem a favorecer os investimentos no setor produtivo.

A grande mudança observada com o novo patamar da taxa de juros, é que a partir de agora, os bancos terão que se adaptar a uma nova realidade em que, os fundos de investimento acostumados a cobrar altas taxas de administração, perdem competitividade frente à poupança e se veem obrigados a reduzir suas tarifas.

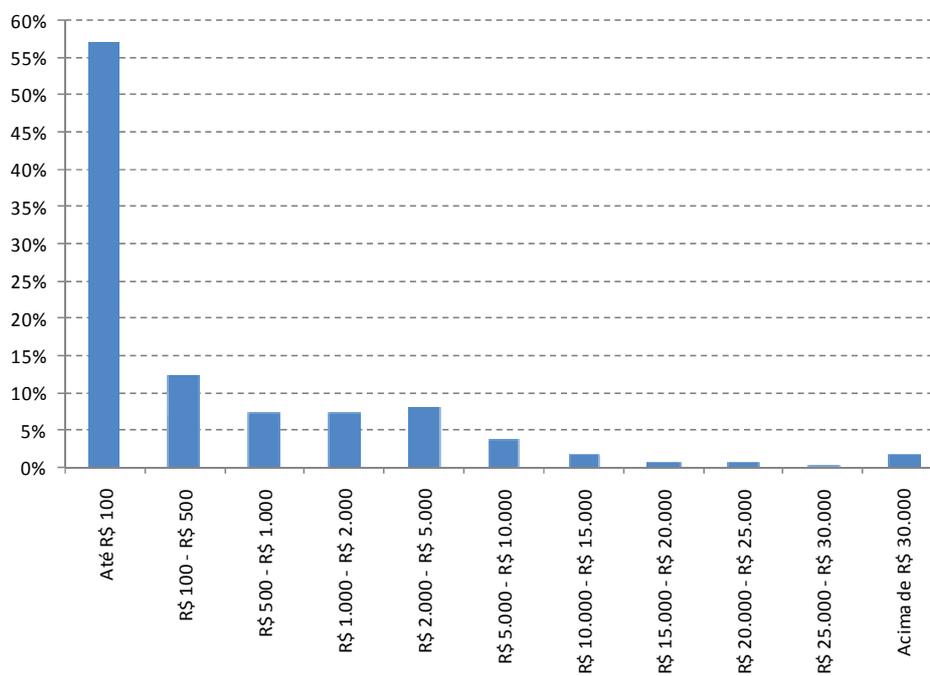
Visando garantir a competitividade dos fundos de renda fixa, o Governo estuda a possibilidade de reduzir a alíquota máxima de Imposto de Renda de 22,5% para 15%. Caso a Selic supere 10,5%, o benefício de redução do Imposto de Renda para essas aplicações seria reduzido.

7. Estrutura da Poupança

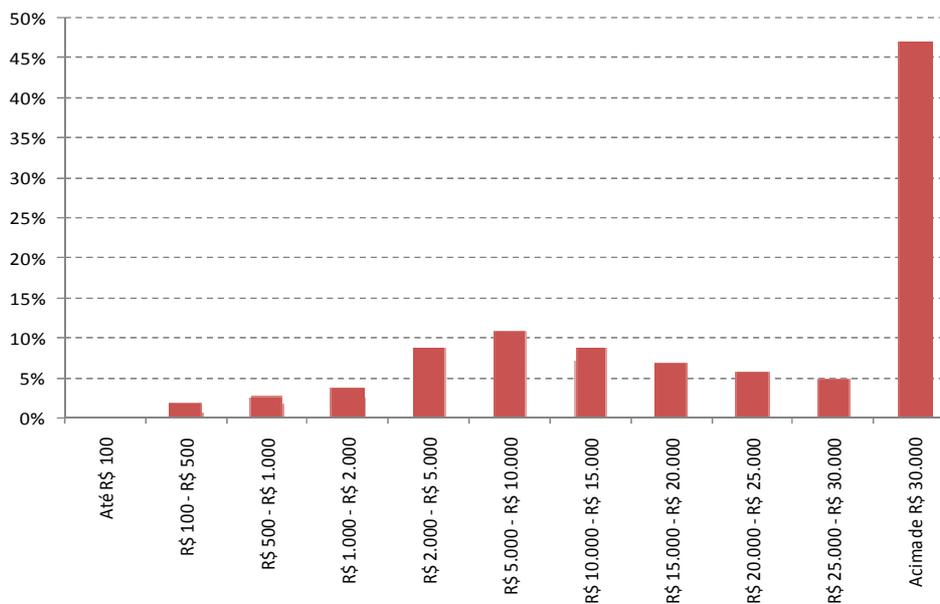
7.1. Composição

Os defensores desta medida alegam que hoje no Brasil existem 83 milhões de aplicadores em poupança e destes somente 894 mil tem aplicações acima de R\$ 50 mil. No entanto, ao analisarmos o saldo da caderneta de poupança por faixas, notamos que as cadernetas com mais de R\$ 30 mil são responsáveis por mais que 45% dos recursos que hoje estão aplicados na poupança, ao passo que as cadernetas acima de R\$ 50 mil são responsáveis por 41% do total das aplicações.

Apesar de apenas 894.856 investidores possuírem valor superior a R\$ 50 mil depositados na poupança, suas cadernetas representam 41% dos recursos aplicados. Portanto, se estes aplicadores decidirem sacar seus investimentos, os bancos que concedem financiamento habitacional poderão ficar em uma situação delicada, pois como já mencionado, existe um problema de descasamento entre os ativos e passivos das instituições bancárias que concedem crédito habitacional.

Gráfico VI: Distribuição de Clientes da Caderneta de Poupança por Faixas

Fonte: Banco Central

Gráfico VII: Distribuição de Saldos da Caderneta de Poupança por Faixas

Fonte: Banco Central

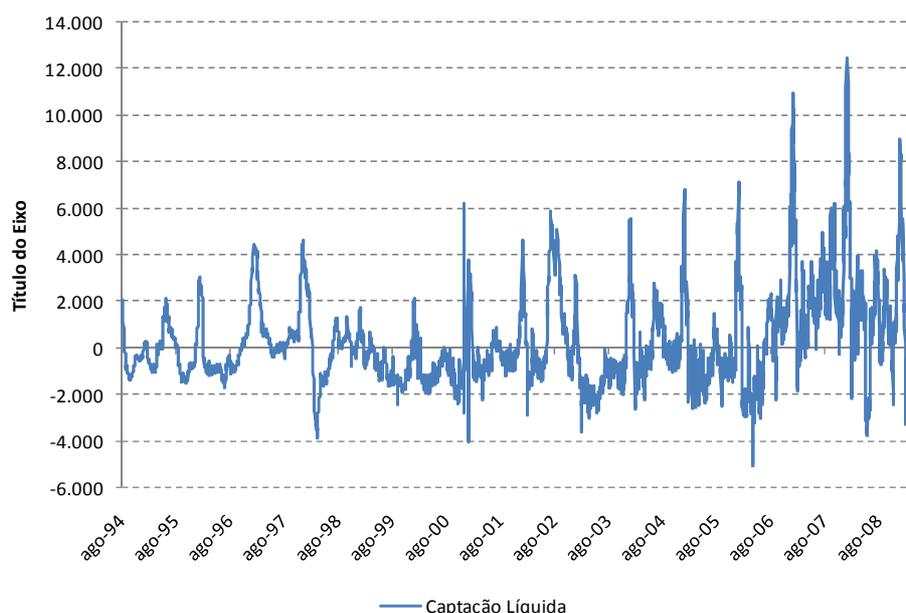
7.2. Captação Líquida

A captação líquida da caderneta de poupança, depois de ter apresentado resultado negativo nos meses de abril e março de 2009, voltou a ficar positiva em maio, em R\$ 1.374 bilhão, o maior valor de 2009. O resultado, que não contabiliza a poupança rural, é consequência de depósitos no valor de R\$ 68 bilhões, enquanto as retiradas alcançaram R\$ 66,626 bilhões. Apesar do resultado de maio, o acumulado do ano ainda registra um resgate líquido de R\$ 78 milhões.

O aumento do fluxo de recursos para a poupança observado no mês de maio já pode ser o resultado da menor rentabilidade dos fundos de investimento de renda fixa frente à poupança, ou apenas reflete o retorno de investidores que haviam resgatado suas aplicações, antes mesmo de ser anunciado que a medida passaria a valer somente a partir de janeiro de 2010.

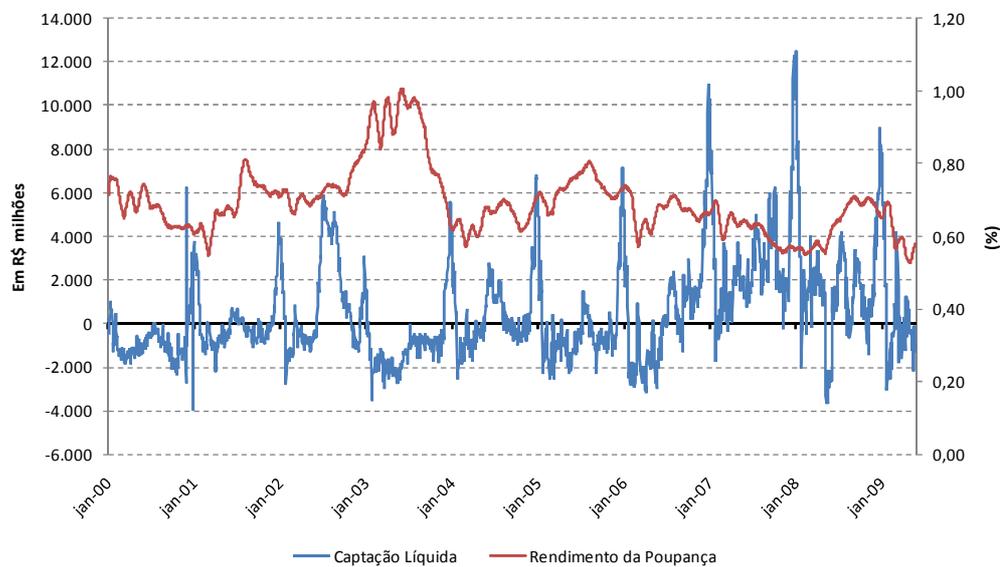
O valor observado ainda não é considerado um volume que possa ameaçar o equilíbrio do sistema financeiro nacional. Alguns economistas acreditam que isto só aconteceria se a Selic chegasse a 8,5% a 8,0% ao ano – cenário cogitado somente para 2010.

Gráfico VIII: Captação Líquida



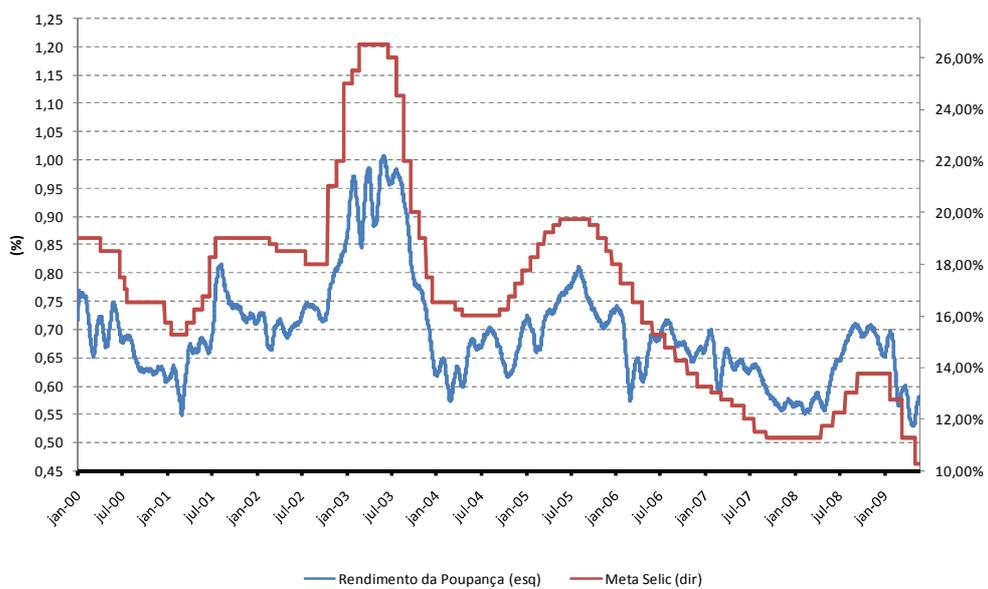
Fonte: Banco Central

Gráfico IX: Rentabilidade e Captação Líquida da Poupança



Fonte: Banco Central

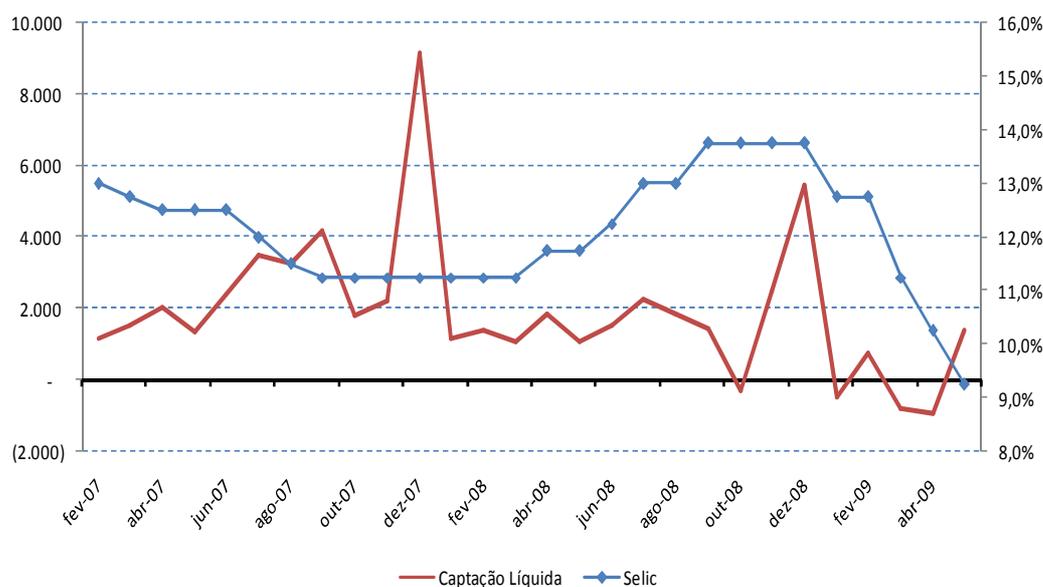
Gráfico X: Meta da Taxa de Juros e Captação Líquida da Poupança



Fonte: Banco Central

No Gráfico X podemos notar que a rentabilidade da poupança acompanha o movimento da meta estabelecida para a Selic. Isto ocorre em consequência do cálculo da TR, que é realizado a partir da média das taxas dos CDBs das 30 instituições com maior volume de captação.

Gráfico XI: Meta da Selic e Captação Líquida da Poupança

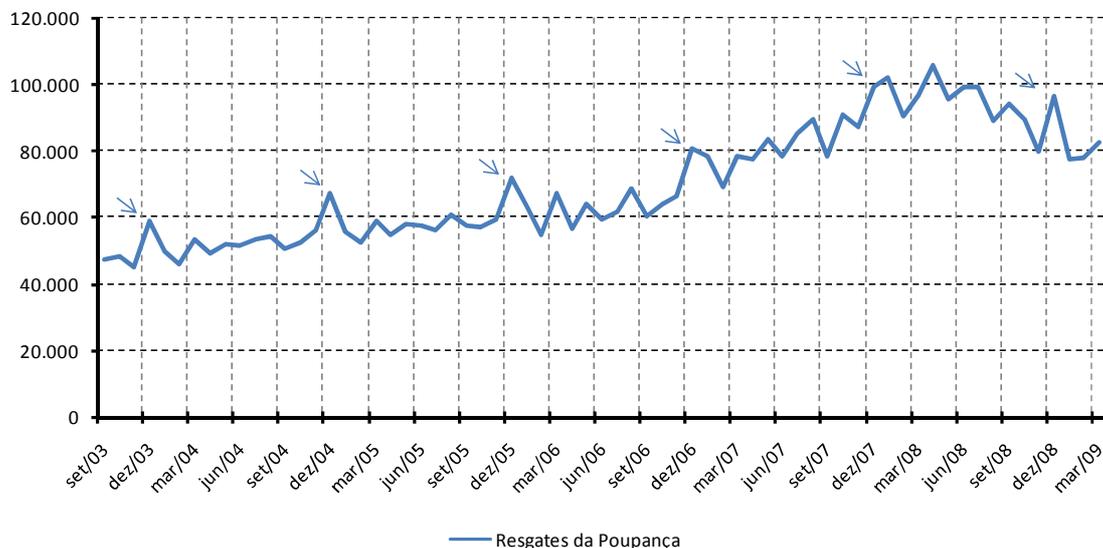


Fonte: Banco Central

No Gráfico XI acima, podemos observar a presença da sazonalidade na captação líquida da poupança. O mês de dezembro é marcado por um aumento abrupto da entrada líquida de recursos na poupança, possivelmente como consequência do 13º salário.

É interessante compararmos a informação acima com o nível dos resgates da poupança. Ao analisarmos a série, podemos perceber que em dezembro observa-se o maior nível de resgates, que podem ser explicados pelas compras de Natal.

Portanto, para que a captação líquida permaneça positiva durante este mês, é necessário que o efeito “Salário Mínimo” supere o efeito “Compras de Natal”.

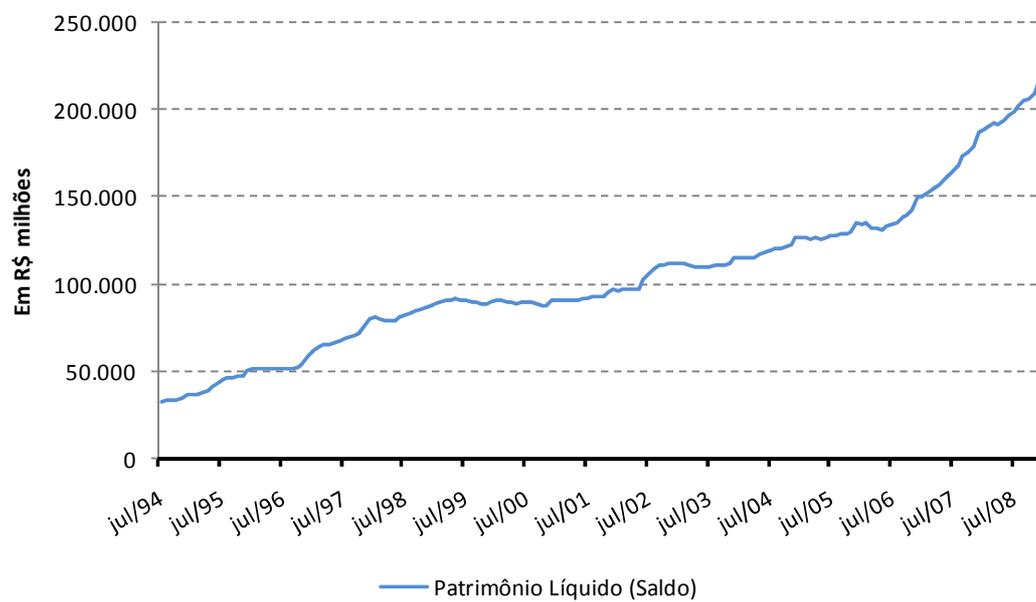
Gráfico XII: Resgates da Poupança

Fonte: Banco Central

7.3. Saldo da Poupança

O saldo da poupança em março de 2009 alcançou R\$ 218,33 bilhões de reais, apresentando um crescimento de 13,22% nos últimos 12 meses.

Vários fatores podem contribuir para a oscilação do saldo da poupança, entre eles podemos ressaltar o desempenho econômico, o nível de renda da população, o desemprego, a opção pelo consumo e a rentabilidade oferecida frente à outras modalidades de investimentos.

Gráfico XIII: Patrimônio Líquido da Poupança (Saldo) - SBPE

Fonte: CBIC

8. Impacto da Medida para o Financiamento Habitacional

Sabe-se que uma característica básica dos contratos do SBPE é que as instituições financeiras captam depósito de poupança com liquidez imediata e emprestam em financiamentos de longo prazo. Os bancos lidam com um “descasamento” de prazos: o depositante da poupança pode sacar seus depósitos, sem perder rendimentos, após um mês. Já o financiamento que o banco concede é de longo prazo, e retornará aos cofres da instituição ao longo de 15 ou 20 anos, em prestações mensais.

Isso significa que o banco que concedeu muitos financiamentos habitacionais precisará ter uma política ativa de captação de poupança, para poder ter fundos para atender aos poupadores que decidirem sacar seus recursos. Esta é a principal razão para que os bancos não se sintam estimulados a realizar esta modalidade de financiamento e precisam ser obrigados a fazê-lo por regulamentos do Banco Central.

Através do quadro comparativo de rentabilidade apresentado anteriormente, conclui-se que mesmo com a nova regra, a poupança ainda continua sendo uma boa opção de aplicação. Isto ocorre porque a queda da Selic vem provocando redução no rendimento das demais modalidades de investimentos. Neste caso, mesmo tendo sua caderneta taxada, muitos investidores que buscam segurança em seus investimentos, continuarão com suas cadernetas de poupança.

No entanto, ao realizarmos uma análise somente do resultado da medida, concluímos que parte dos investidores com valores superiores a R\$ 50 mil na caderneta, insatisfeitos com a queda da rentabilidade da poupança, agora taxada, retirariam suas aplicações.

Como estamos tendo como base que o resultado líquido desta medida será a saída, de pelo menos parte dos investidores, podemos estudar qual será o

impacto para os bancos que concedem financiamentos habitacionais e consequentemente para o volume de financiamentos concedidos.

Como já mencionado, o cálculo da exigibilidade obriga que 65% dos depósitos captados em poupança sejam concedidos em financiamentos habitacionais. Do ponto de vista da captação, o governo desestimula o indivíduo a manter suas aplicações na poupança, seja por incentivar sua saída no momento em que atinge o limite de rendimento tributado, seja porque, em comparação com outras formas de aplicação, não premia a aplicação de longo prazo, como alíquotas regressivas em função do prazo. Desta maneira o problema de descasamento de prazos é agravado.

Portanto, as instituições bancárias que financiaram grandes quantias durante o período em que a poupança apresentar saldos positivos, não serão capazes de reduzir o montante já emprestado no curto prazo, para acompanhar uma possível redução abrupta do saldo da poupança. Ou seja, o acréscimo dos financiamentos acontece junto com o aumento do saldo da poupança, no entanto, como os ativos nas operações de crédito habitacional são de longo prazo, o ajuste de posição dos bancos é muito demorado.

9. Modelo

O objetivo desta regressão é encontrar uma relação entre o financiamento habitacional concedido através com recursos da poupança e as variáveis explicativas.

$$\text{Ln}(y) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Ln}(X_1) + \beta_2 \cdot \text{Ln}(X_2)$$

Y : Volume de Financiamentos Habitacionais com Recursos da Poupança

X₁: Saldo da Poupança

X₂: Renda das Famílias

Estimando o modelo pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, obtivemos:

Dependent Variable: LOG(VOLUME_FINANCIAMENTO_SBP)

Included observations: 7 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(SALDO)	2.215360	0.985652	2.247609	0.0879
LOG(RENDA_MEDIA)	3.539944	1.596779	2.216928	0.0909
C	-42.13232	2.368364	-17.78963	0.0001
R-squared	0.992049	Mean dependent var		8.707091
Adjusted R-squared	0.988073	S.D. dependent var		1.084160
S.E. of regression	0.118403	Akaike info criterion		-1.131923
Sum squared resid	0.056077	Schwarz criterion		-1.155104
Log likelihood	6.961729	F-statistic		249.5269
Durbin-Watson stat	2.110277	Prob(F-statistic)		0.000063

9.1. Interpretação do modelo

- I. No modelo acima, o coeficiente β_1 e β_2 são positivos, ou seja, quando o saldo da poupança e a renda da população aumentam, há um impacto positivo sobre a concessão de financiamentos habitacionais.

- II. Uma variação de 1% em LOG(Saldo), em média, aumentará em 2,21% LOG(Volume_Financiamento_SBPE). Intuição: Quando o saldo da poupança aumenta, os bancos que concedem financiamento habitacional, em função da exigibilidade, devem aumentar o volume de crédito concedido.
- III. Uma variação de 1% em LOG(Renda), em média, aumentará em 3,53% LOG(Volume_Financiamento_SBPE). Intuição: Quando a renda das famílias aumenta, estas destinam maior parte da renda familiar para a poupança.
- IV. As variáveis em conjunto são significantes, ao nível de 1%, pois o p-valor encontrado foi de 0,000063, ou seja, conjuntamente estas variáveis explicam bem a variável dependente.
- V. O R^2 encontrado nos indica que 99,20% da variação amostral da variável explicada são explicados pelas variações nas variáveis explicativas.

Como o modelo rodado acima é muito simples, iremos realizarmos a verificação se há presença de autocorrelação, heterocedasticidade nos erros-padrão, e co-integração.

9.2. Autocorrelação

Teste de Durbin-Watson:

$$H_0: \rho_1 = 0$$

$$H_1: \rho_1 > 0$$

Como regra de bolso, o valor do teste de Durbin-Watson menor que 1,3 indica a existência de autocorrelação na regressão. Como a estatística DW foi de 47,50, concluímos que não há autocorrelação.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.663399	Probability	0.475008
Obs*R-squared	1.267618	Probability	0.260214

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(SALDO)	0.465379	1.177812	0.395122	0.7192
LOG(RENDA_MEDIA)	-0.558785	1.804064	-0.309737	0.7770
C	-1.653674	3.201046	-0.516604	0.6411
RESID(-1)	-0.625605	0.768092	-0.814493	0.4750
R-squared	0.181088	Mean dependent var		2.03E-15
Adjusted R-squared	-0.637823	S.D. dependent var		0.096675
S.E. of regression	0.123723	Akaike info criterion		-1.045987
Sum squared resid	0.045922	Schwarz criterion		-1.076896
Log likelihood	7.660955	F-statistic		0.221133
Durbin-Watson stat	1.759013	Prob(F-statistic)		0.876532

Como não há evidência de autocorrelação no modelo não se faz necessária a inclusão de fatores autoregressivos.

9.3. Heterocedasticidade

A presença de heterocedasticidade nos erros-padrão do modelo será testada:

H_0 : Homocedasticidade

H_1 : Heterocedasticidade

O resultado abaixo nos indica que podemos aceitar a hipótese nula para os níveis de significância usuais. Aceitamos que o nosso modelo possua a propriedade da homocedasticidade.

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.561187	Probability	0.720339
Obs*R-squared	3.701806	Probability	0.447863

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 2002 2008

Included observations: 7

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.46952	11.63093	1.244055	0.3395
LOG(SALDO)	-1.535092	6.639407	-0.231209	0.8387
(LOG(SALDO))^2	0.060046	0.279106	0.215138	0.8496
LOG(RENDA_MEDIA)	-1.512741	10.71150	-0.141226	0.9006
(LOG(RENDA_MEDIA))^2	0.120356	0.775551	0.155188	0.8909
R-squared	0.528829	Mean dependent var		0.008011
Adjusted R-squared	-0.413512	S.D. dependent var		0.006227
S.E. of regression	0.007403	Akaike info criterion		-6.798071
Sum squared resid	0.000110	Schwarz criterion		-6.836706
Log likelihood	28.79325	F-statistic		0.561187
Durbin-Watson stat	2.048332	Prob(F-statistic)		0.720339

9.4. Co-integração

Testaremos se o erro da regressão é estacionário. É necessário saber se a tendência observada no comportamento da variável explicada vem realmente das variáveis explicativas, ou seja, se realmente não há co-integração no modelo.

O resíduo da regressão pode ser obtido em:

$$\text{Cálculo do resíduo} = y - (\alpha + \beta x)$$

$$\text{Rodo: } \Delta \text{ resíduo} = \theta \text{ resíduo} (-1) + \varepsilon$$

$H_0: \theta = 0$ ($\rho = 1$, ausência de co-integração)

$H_a: \theta < 0$ ($\rho \neq 1$, há de co-integração)

Para realizar o teste acima será necessário rodar a regressão da variação do resíduo, em que a variável explicativa será o próprio resíduo defasado em um período.

Dependent Variable: D(ERRO)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 2003 2008

Included observations: 6 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERRO(-1)	-1.346976	0.378216	-3.561394	0.0162
R-squared	0.716792	Mean dependent var		0.005652
Adjusted R-squared	0.716792	S.D. dependent var		0.153718
S.E. of regression	0.081804	Akaike info criterion		-2.017958
Sum squared resid	0.033460	Schwarz criterion		-2.052665
Log likelihood	7.053874	Durbin-Watson stat		1.892710

Tabela de Engle-Granger

Significância	1%	2,5%	5%	10%
Valor Crítico	-4,32	-4,03	-3,78	-3,50

A estatística teste é $t = \theta / SE\theta = -3,56$. Consultado a tabela específica de Engle-Granger, e comparando o valor da t-statistic com os valores críticos para os níveis de significância usuais, rejeitamos H_0 e podemos afirmar que há co-integração no modelo, isto é, os erros são estacionários e a regressão não é espúria.

Gráfico XIV – Saldo da poupança e Volume de Financiamento Concedido - SBPE

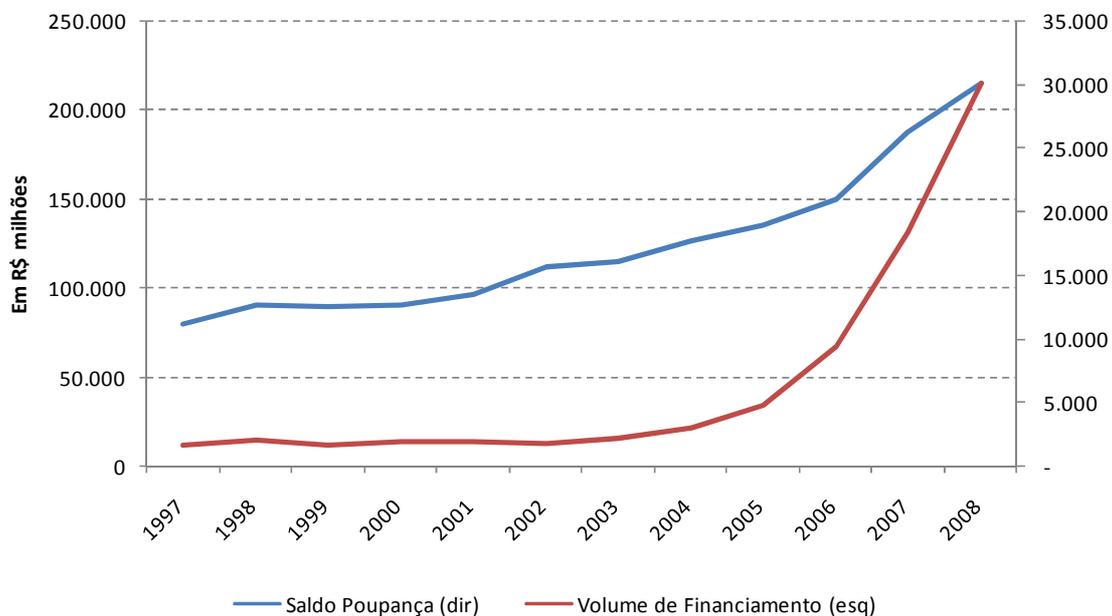
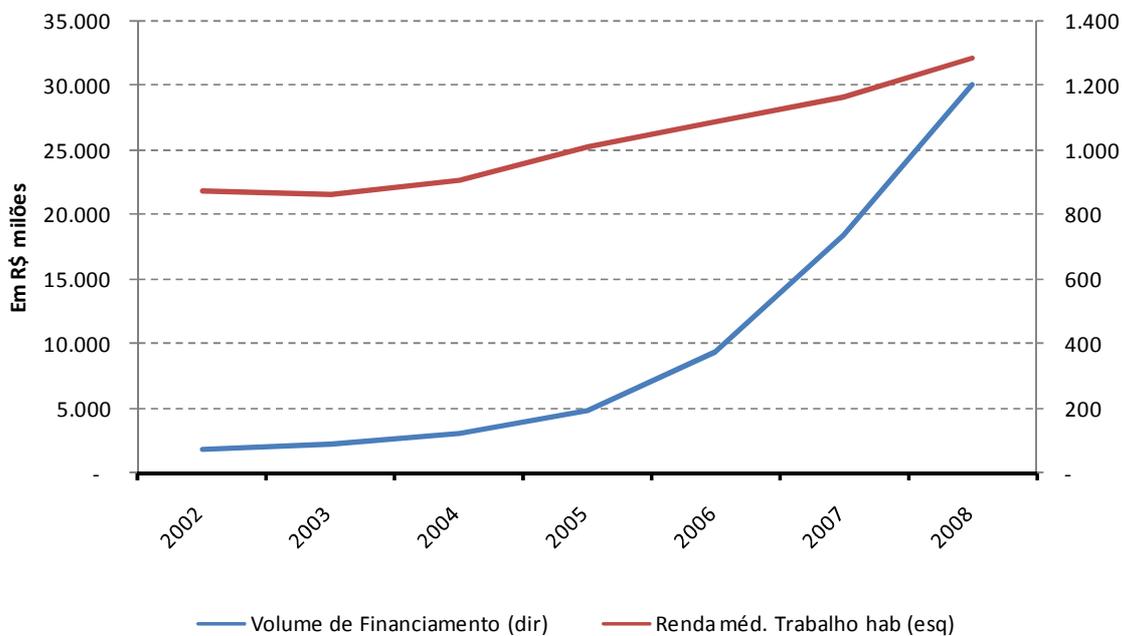


Gráfico XV – Volume de Financiamento e Renda Média do Trabalho



10. Conclusão

O número de unidades financiadas pela poupança vem crescendo ao longo dos anos, sobretudo depois de 2006. O aumento significativo do crescimento na contratação de novos financiamentos imobiliários se deu em consequência das taxas de juros declinantes, a manutenção da estabilidade de preços, a elevação da renda e as medidas promovidas na regulamentação das instituições financeiras integrantes do SBPE.

Antes das mudanças acima citadas, o crédito imobiliário era considerado uma fonte de problemas. Inadimplência alta, rentabilidade baixa e pesados custos operacionais faziam com que as instituições financeiras limitassem seus empréstimos ao obrigatório por lei: um percentual de 65% dos depósitos em caderneta de poupança.

Dentro deste novo cenário, o volume de financiamento destinado à habitação cresceu consideravelmente nos últimos anos, acompanhando o aumento do saldo da poupança.

O Governo, no dia 13 de maio de 2009, anunciou a proposta para tributação dos rendimentos da caderneta de poupança. A intenção era proteger os fundos de investimento e de renda fixa de uma possível migração de recursos para a poupança. A expectativa de futuros cortes na Selic reduziria a rentabilidade das demais modalidades de investimento frente à poupança, que possui rentabilidade garantida de 6% ao ano mais TR.

Caso aprovada, a medida passará a valer a partir de janeiro de 2010. A medida estabelece que as cadernetas com depósitos acima de R\$ 50 mil serão tributadas. Quase metade do saldo da poupança brasileira é proveniente de cadernetas com acima deste valor.

Através do modelo apresentado, foi demonstrado que o volume de financiamentos habitacionais é altamente correlacionado com o saldo da poupança. Acredita-se que o resultado da tributação será a redução do saldo atual

da poupança e, conseqüentemente, a diminuição do volume destinado a financiamento habitacional.

Outra consequência relevante é o aumento do descasamento de ativos e passivos dos bancos, uma vez que uma característica básica dos contratos do SBPE é que as instituições financeiras captam depósito de poupança com liquidez imediata e emprestam em financiamentos de longo prazo.

11. Bibliografia

ABECIP, Mercado de Financiamento Imobiliário Retoma crescimento. Disponível em: www.abecip.org.br

BANCO CENTRAL, Estatísticas do Sistema Financeiro Habitacional. Disponíveis em: www.bancocentral.gov.br

BANCO CENTRAL, Legislação e Normas. Disponíveis em: www.bancocentral.gov.br

BANCO CENTRAL, Histórico do SFH. Disponíveis em: www.bancocentral.gov.br

CARNEIRO, Dionísio Dias; **VALPASSOS**, Marcus Vinícius Ferrero. Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura. Rio de Janeiro. Editora FGV, 2003.

CBIC, Banco de Dados do SFH. Disponível em: www.cbicdados.com.br

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. www.ibge.gov.br

IPEADATA, www.ipeadata.gov.br

KOHLER, Marcos Antônio. Alterações nas Regras da Poupança: Cuidados e Recomendações. Texto para discussão 58. Senado Federal, Brasília, 2009.

LIMA, Tchaykowsky Adriano. Contribuição ao Estudo dos Fatores que Influenciam na decisão do Tomador de Financiamento Habitacional. Monografia de Mestrado, Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, 2004.

JORNAL O GLOBO, www.oglobo.com.br

REVISTA EXAME, www.portalexame.abril.com.br