

Biblioteca Digital da Câmara dos Deputados
Centro de Documentação e Informação
Coordenação de Biblioteca
<http://bd.camara.gov.br>

"Dissemina os documentos digitais de interesse da atividade legislativa e da sociedade."



Alteração no Cálculo da Poupança: Pontos para uma Discussão mais Precisa

LUIZ HUMBERTO CAVALCANTE VEIGA

Consultor Legislativo da Área VII
Sistema Financeiro, Direito Comercial,
Econômico, Defesa do Consumidor

MARÇO/2009

NOTA TÉCNICA

SUMÁRIO

Comparação dos resultados	3
A grande confusão: TR não é Inflação	4
A perda de receita	5
Falta de demanda para os títulos públicos	7
Como é calculada a TR	7
Recente alteração na TR	8
Tamanho do mercado de investidores na Poupança	9
Resumo conclusivo	11

© 2009 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o autor e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.

Este trabalho é de inteira responsabilidade de seu autor, não representando necessariamente a opinião da Câmara dos Deputados.



Câmara dos Deputados
Praça 3 Poderes
Consultoria Legislativa
Anexo III - Térreo
Brasília - DF

Alteração no Cálculo da Poupança: Pontos para uma Discussão mais Precisa

Com as taxas de juros em trajetória de queda, a Poupança começa a ser alvo de medidas no sentido de afetar sua rentabilidade.

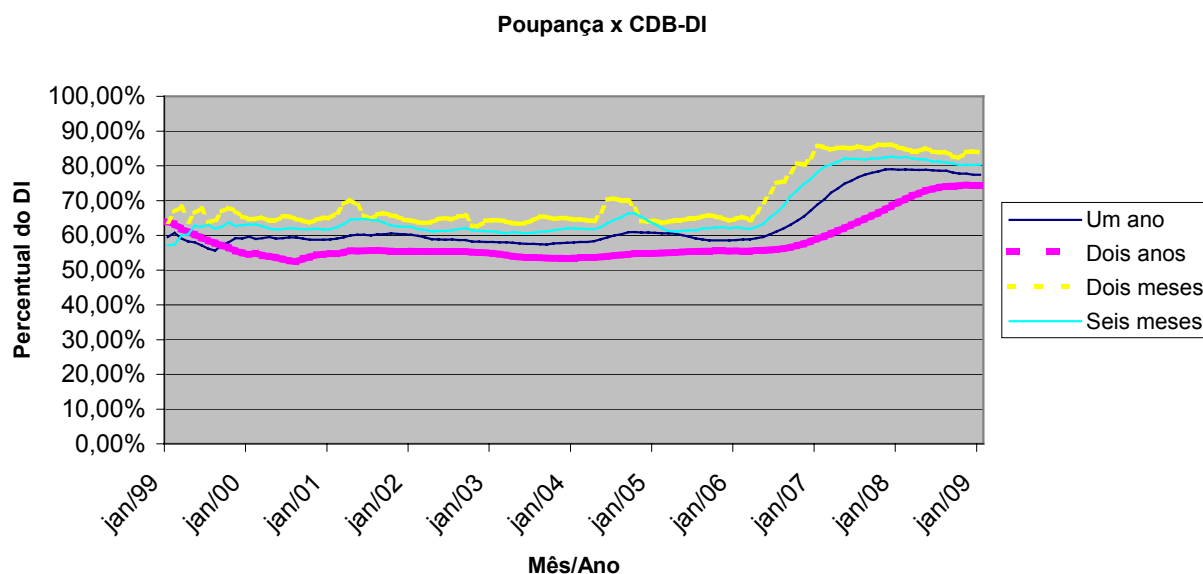
A discussão deve ser tratada com cautela para evitar que se utilizem argumentos imprecisos.

Essa nota técnica tratará dos seguintes aspectos: avaliação do resultado da Poupança nos últimos dez anos; explicação da diferença entre a Taxa Referencial (TR) e o conceito de juros reais; discussão do resultado financeiro dos bancos com a administração de fundos de investimentos; avaliação dos efeitos na colocação de títulos públicos pelo governo; explicitação do cálculo da TR e das recentes alterações neste cálculo; apuração do tamanho do mercado da Poupança; e, por fim, discussão das possíveis alternativas.

COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS

O primeiro ponto a discutir é o que aconteceu nos últimos anos com relação ao rendimento da poupança em comparação com outras opções do mercado financeiro. Nesse sentido, vamos utilizar a taxa de juros referencial do mercado denominada DI (Depósito Interfinanceiro). Esta taxa é, de forma simples, resultante da média das negociações de empréstimos de curto prazo realizadas entre as próprias instituições.

O DI reflete, portanto, uma grande parcela da remuneração dos investidores, notadamente aqueles que aplicam em fundos de investimento referenciados em DI e em certificados de depósito (CDB).



O gráfico acima demonstra, para os últimos 10 anos, como se comportou a Poupança como percentual do DI líquido de impostos (como as alíquotas do imposto variam em função do prazo de aplicação em operações financeiras, de 22,5%, a 15%), para diferentes períodos de aplicação.

Para entender o gráfico, considere que a linha superior, que indica o percentual de 100%, represente o rendimento líquido do DI. As 4 curvas demonstram, para cada um dos prazos de aplicação, qual o percentual do rendimento do DI que a Poupança alcançou.

Notamos que o rendimento da Poupança, independentemente do período de aplicação, representa uma fração do resultado do DI, já líquido de IR, conforme mencionamos.

As mudanças de patamar ocorreram em abril de 2006, e em dezembro de 2007. Próximo a esses períodos o governo atuou alterando as regras da remuneração da Poupança, como veremos.

A GRANDE CONFUSÃO: TR NÃO É INFLAÇÃO

A taxa referencial (TR), que remunera a Poupança juntamente com os juros fixos de 0,5% ao mês, está sendo confundida com um indexador de inflação. A TR é uma parcela de juros pós-fixados, que se soma à taxa fixa, isto é: uma parte da remuneração é de 0,5% ao mês e a outra depende do nível das taxas de juros praticadas pelas 30 maiores instituições financeiras em termos de captação de depósitos a prazo: Certificados de Depósito Bancário (CDB) e Recibos de Depósito Bancário (RDB).

A TR encontra-se hoje, em função do redutor aplicado,

representando menos de 6% da taxa de juros paga pelos bancos em seus títulos. Isto quer dizer que se o banco toma emprestado dos seus clientes a uma taxa de 0,81% ao mês, a TR equivalerá a 0,05%. Este cálculo não exclui o IR da taxa paga pelo banco, mas, se o fizermos, o rendimento líquido do CDB será de 0,63%, comparado aos 0,05% da TR.

Portanto, não se pode comparar a taxa de juros reais com a remuneração da poupança mais a TR, uma vez que nem uma nem outra constituem juros reais. Como vimos no gráfico anterior, a poupança (incluída aí a TR) apresentou retornos equivalentes a, no máximo, 86% do DI líquido de IR, inferiores, portanto, a este indicador de juros.

Se a taxa Selic vier a cair para 9,19% ao ano e a sua equivalente para o mercado privado (o DI) chegar a este mesmo valor, a TR atingirá 0%. Isto significa que a poupança renderá apenas os 0,5% ao mês (um total de 6,17% ao ano na forma de juros compostos).

Ainda assim, se compararmos o investimento em papéis indexados ao DI com a Poupança, em uma operação de um ano (365 dias, considerando a cobrança de impostos equivalentes a 17,5% sobre o rendimento do DI), a Poupança (6,17% ao ano) representará menos de 80% da taxa DI líquida de impostos. A taxa de 9,19%, descontado o imposto de renda, chegará a 7,58%, o que é superior em 1,4% ao rendimento da Poupança.

A tabela abaixo demonstra duas hipóteses de taxa de juros: 9,19% e 8,00%, e um período de aplicação de um ano.

Taxa de juros	Taxa líquida	Poupança	Diferença	Prazo
% ao ano	% ao ano	% ao ano	% ao ano	
9,19	7,58	6,17	1,41	1 ano
8,00	6,60	6,17	0,43	1 ano

Vemos, então, que para estas taxas, seria possível, no caso de aplicações com uma taxa de 9,19%, espaço para a cobrança de uma taxa de administração de até 1,4% ao ano, provendo o retorno semelhante ao da Poupança.

Por outro lado, percebemos que a influência da isenção do IR, diferença entre a primeira e a segunda colunas da tabela acima, é considerável nesse processo.

A PERDA DE RECEITA

Vejam bem que a questão, sob o ponto de vista dos bancos, não está unicamente relacionada à redução da taxa de juros do mercado, mas à rentabilidade que o setor deixa de obter com a migração, ou seja, a transferência, dos recursos de determinados

fundos de investimento por eles oferecidos aos pequenos e médios investidores, para a Poupança. Atualmente, esses fundos de varejo chegam a cobrar uma taxa de administração superior a 4% ao ano. Para avaliarmos quanto isso representa, o montante de recursos aplicados em fundos de investimento no Brasil atingiu, em fevereiro de 2008, a cifra de R\$ 1,1359 trilhão, vindo de um valor, em fevereiro de 2007, de R\$ 951,1 bilhões de reais, segundo a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID).

Esse volume de recursos, se estratificado por saldos individuais, nos mostrará uma elevada concentração, principalmente porque algumas empresas, bancos, e grandes investidores institucionais, por questões fiscais e econômicas, constituem fundos exclusivos (formados por um único cotista) para administrarem suas disponibilidades financeiras. Além disso, não se aplicam a tais investidores as altas taxas de administração. Com efeito, mencionadas taxas às vezes chegam a valores irrisórios, com a finalidade única de manter o grande cliente e procurar rentabilidade em outros relacionamentos.

No caso dos fundos para os pequenos investidores, que se constituem em fonte de receita para as instituições financeiras de varejo, o que se arrecada, de fato, é a taxa de administração. Em tempo, referida taxa é cobrada sobre o montante aplicado, independentemente do fato de o fundo ter tido lucro ou prejuízo.

Uma consulta ao patrimônio líquido de fundos de varejo referenciados DI¹ de duas instituições privadas, leva-nos ao montante de R\$ 3,9 bilhões de reais de patrimônio líquido para um fundo, com taxa de administração de 4,5% ao ano, e, outro, de R\$ 1,3 bilhão de reais, com uma taxa de 4% ao ano. A participação desses fundos do exemplo é de 0,46% do patrimônio líquido total do setor. A receita anual desses dois únicos fundos é de mais de R\$ 227 milhões de reais. Portanto, estamos tratando de receitas dessa ordem de grandeza.

Os fundos que cobram taxas de administração mais baixa apresentam maior concorrência com a poupança, uma vez que, para a situação limite de juros de 9,19% mencionada (que “zera” a taxa referencial), é possível cobrar 1% de taxa de administração e ainda ser mais rentável do que a opção popular.

O que fica difícil sustentar, todavia, é uma taxa de administração de 4% ou mais, em uma economia cuja taxa de remuneração dos investimentos gire na casa dos 10% ao ano. Como ambas se aplicam ao valor mantido no fundo de investimento, ao mesmo tempo que o poupador recebe R\$ 10,00 para cada R\$ 100,00 aplicados, ele repassa R\$ 4,00 desse rendimento para o administrador do fundo, o que lhe deixa com R\$ 6,00, de onde será retirado o imposto de renda. Isso significa que 40% do ganho obtido vai para a administração.

¹ Informações públicas obtidas no caderno Finanças do jornal Valor Econômico de 16/03/2009.

FALTA DE DEMANDA PARA OS TÍTULOS PÚBLICOS

A discussão sobre o tema gira também em torno da redução de demanda por títulos públicos. Existe no mercado o temor de que mantida a taxa de juros em queda, percentuais elevados de taxa de administração deslocariam os aplicadores para a Poupança.

Faz sentido pensar nesse assunto se houver a manutenção de uma taxa muito alta de administração, como demonstrado na tabela anterior. Mas se isso não acontecer, a taxa de juros da economia precisa chegar a patamares inferiores aos 8% ao ano, para que a Poupança venha a ameaçar o rendimento do DI.

Ademais, da captação da Poupança, o percentual de destinação ao crédito imobiliário é de 65%. Logo, havendo migração para esta aplicação financeira, os bancos ainda disporão de 35% dos recursos para administrar da forma que melhor lhes aprouver. Poderão, por exemplo, emprestar o dinheiro na modalidade de cheque especial ou, ainda, adquirir títulos públicos para suas carteiras.

COMO É CALCULADA A TR

A metodologia de cálculo da TR deriva da aplicação de um redutor sobre a Taxa Básica Financeira (TBF). Esta última é apurada com base em uma média ponderada da captação em certificados de depósito bancário (CDB) e recibos de depósito bancário (RDB) emitidos pelas trinta instituições financeiras mais atuantes nessa modalidade de captação.

O procedimento já causa um desprestígio ao poupador da caderneta e ao trabalhador brasileiro que possui conta vinculada ao FGTS, dado que a utilização da média ponderada descrita no parágrafo anterior apresenta o seguinte inconveniente: uma média ponderada leva os grandes bancos de varejo a terem papel preponderante, que deriva não apenas do seu porte, como também do risco que as instituições menores representam, o que afugenta os aplicadores dos bancos pequenos. Assim, a participação dos grandes bancos torna-se mais que proporcional ao seu tamanho. Dessa forma, como as mega-instituições financeiras brasileiras tendem a pagar menos aos clientes que aplicam em seus papéis, e como a participação é mais do que proporcional, o cálculo ponderado por volume da TBF tende a ser ainda menor.

RECENTE ALTERAÇÃO NA TR

A Resolução nº 3.446, de 5 de março de 2007, do Conselho Monetário Nacional (CMN), majorou o redutor aplicado sobre a TBF, resultando em uma TR menor. Lembramos que, no ano de 2006 já houvera uma alteração com o mesmo objetivo (instrumentalizada pela Resolução CMN nº 3.354, de 31 de março de 2006).

Em nota divulgada na página do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br) na Internet, consultada em 28 de março de 2007, denominada **Voto: Taxa Referencial**, encontra-se a seguinte passagem: “O Conselho Monetário Nacional aprovou resolução visando aprimorar o cálculo da Taxa Referencial (TR)”. O referido aprimoramento consistiu simplesmente na mudança, para cima, de um parâmetro já utilizado para o cálculo da mencionada TR.

Como podemos verificar no quadro abaixo, o parâmetro **b**, que quanto maior mais diminui a TR, já estava previsto na norma modificada anteriormente (31/03/2006) e, com a alteração sofrida, passou a ser de 0,32 quando a TBF atingir valor igual ou menor do que 13% ao ano. Anteriormente, se ficasse entre 12% e 11% seria de 0,28 e se chegasse a 11% valeria 0,24.

Intervalo da TBF	Resolução 3.354 (31/03/2006)	Resolução 3.446 (05/03/2007)
maior que 16%	b=0,48	b=0,48
menor ou igual a 16% e maior que 15%	b=0,44	b=0,44
menor ou igual a 15% e maior que 14%	b=0,40	b=0,40
menor ou igual a 14% e maior que 13%	b=0,36	b=0,36
menor ou igual a 13% e maior que 12%	b=0,32	b=0,32
menor ou igual a 12% e maior que 11%	b=0,28	b=0,32
igual a 11%	b=0,24	b=0,32

A análise desse quadro nos leva à conclusão de que **não** se tratou de uma correção de valores em função de uma nova condição do mercado, decorrente da redução das taxas de juros que não estava prevista na regulação. Na verdade, **a condição de que o País poderia chegar a patamares de juros mais baixos já estava prevista na norma anterior**. O que se mudou, portanto, foi a remuneração de algo que já estava considerado, sem motivação que justificasse a mudança.

Desde a regra anterior (Resolução 3.354), o Banco Central tem autorização para estipular o redutor se a taxa TBF ficar em patamar inferior a 11% ao ano.

Por outro lado, lembramos o que foi mencionado anteriormente, ao chegar a 9,19%, a TR será 0,00%.

TAMANHO DO MERCADO DE INVESTIDORES NA POUPANÇA

Segundo o relatório do Banco Central do Brasil denominado “Estatísticas Básicas do Sistema Financeiro da Habitação”, de junho de 2008, o saldo em contas de poupança atingiu o montante de R\$ 187,9 bilhões de reais. Segundo o censo semestral, a quantidade total de clientes chegou a 81 milhões, em junho de 2008, sendo que, destes, 62 milhões possuíam até R\$ 1.000,00 (mil reais) de saldo, o que representava quase oitenta por cento do total de poupadores nesta modalidade de investimento.

Algumas opções com as quais o governo se depara

a) **extinguir a TR** – No nosso entender, não faz sentido tomar uma medida dessa natureza, uma vez que a TR já se encontra muito baixa e será, brevemente, reduzida a zero com a simples aplicação das regras atuais, conforme já mencionado no texto. Se as taxas voltarem a subir, o que é uma hipótese que não pode ser totalmente descartada, a Poupança ficaria fixa, prejudicando os pequenos investidores.

Há que se verificar, igualmente, o caso de títulos e contratos que façam uso deste indexador que, uma vez extinto, causaria danos a uma das partes.

b) **minorar a parcela fixa da Poupança** – Esta medida pode ser pensada no médio prazo, desde que a taxa de juros realmente seja reduzida a um patamar inferior a 8% anuais. Um alerta para esta estratégia é o fato de que se estará, ao mesmo tempo, aumentando o resultado das instituições financeiras com as operações do SFH, porque o custo estará sendo reduzido, enquanto o retorno ficará mantido, uma vez que os contratos de financiamento estabelecem uma taxa de juros fixa superior aos 6,17% ao ano, acrescidas da variação da TR (rendimento da Poupança). Se reduzirem apenas a parte da captação dos bancos, estes terão um ganho exclusivamente regulatório.

c) **atrelar o rendimento a um percentual da Selic** – Também uma medida de médio prazo, uma vez que será necessário rever o tratamento dispensado ao financiamento imobiliário. Apesar de considerarmos uma opção razoável para a Poupança, lembramos que o estabelecimento do percentual da variação da Selic a ser repassado será motivo de muita discussão. Atualmente, os investidores que tiverem acesso a um programa

governamental denominado Tesouro Direto², conseguem adquirir os títulos públicos federais e obter rendimento equivalente à variação total da Selic, descontada uma pequena corretagem.

d) **alterar a tributação dos fundos de investimento** – Reduzir o imposto sobre os fundos de investimento pode fazer com que a rentabilidade dessas aplicações financeiras se tornem mais atrativas. Adicionalmente, não é necessário alterar a remuneração da Poupança enquanto os níveis de juros não atingirem um patamar ainda mais baixo. Por outro lado, além da questão de renúncia fiscal, dois outros aspectos devem ser examinados: o primeiro diz respeito à propensão marginal a consumir decrescente. Isso quer dizer o seguinte: quanto maior a renda, menor é a proporção desta renda que se destina ao consumo. Para o caso dos investidores a parcela da renda extra que porventura surgir de uma desoneração tributária destinada a consumo seria bem menor. A maior parte iria, provavelmente, para o investimento financeiro, o que, em última análise, não seria muito adequado para o momento atual.

O outro aspecto consiste na possibilidade de que as instituições financeiras mantenham o mesmo nível de receita com a administração de recursos que têm hoje, à custa da renúncia de impostos.

e) **alterar a tributação da Poupança** – O estabelecimento de um teto para isenção (preservando os pequenos poupadores) a partir do qual os depósitos mantidos em Poupança seriam tributados nos mesmos moldes que nos fundos de investimentos é uma alternativa semelhante à anterior, com a vantagem de que os recursos obtidos com o aumento da arrecadação poderiam ser destinados a investimentos públicos ou a programas sociais. A medida continuaria possibilitando aos bancos a manutenção do resultado gerado pela administração dos fundos de investimentos. Diferentemente da opção citada no item “d”, a medida precisaria respeitar o princípio constitucional da anterioridade dos impostos, a menos que se criasse uma contribuição para tal fim.

f) **permitir que a TR fique negativa** – Os efeitos na redução da remuneração da Poupança são similares àquele descrito na redução da parcela fixa. O tratamento dado aos financiamentos imobiliários seria adequado, uma vez que a redução na rentabilidade da Poupança implicaria também a redução do custo do financiamento.

No que diz respeito à receita das instituições financeiras na forma de taxas de administração, seria mantido o “status quo”.

Um possível problema dessa medida diz respeito aos títulos públicos e à remuneração do FGTS, que já é reduzida.

² Sugiro a leitura do estudo desta consultoria legislativa denominado “Tesouro Direto: uma opção de investimento ainda pouco conhecida”, disponível na página de estudos e notas técnicas desta Casa, em <http://www2.camara.gov.br/publicacoes/estnottec/tema12>

RESUMO CONCLUSIVO

Nos últimos dez anos, a Poupança rendeu uma fração do rendimento do DI, líquido de impostos. Ainda assim, alguns fundos de investimentos mais caros (que cobram elevadas taxas de administração) podem apresentar retorno inferior à opção popular. Este fato é mais evidente quando o fundo é oferecido para o segmento de clientes que normalmente aplicaria na Poupança.

Embora represente um percentual (inferior a 6%) da taxa de juros praticada no mercado, a Taxa Referencial é confundida com indexador de inflação. Além disso, a TR já sofreu alterações no sentido de minorar a remuneração da Poupança em algumas ocasiões, conforme discutimos nesta nota.

O receio de que a migração de recursos dos fundos de investimentos para a Poupança possa afetar a demanda por títulos públicos pode não se configurar uma ameaça real. Primeiro, porque apenas os fundos de investimentos mais caros sofreriam real ameaça até que a taxa de juros atinja um patamar próximo a 9% ao ano. Segundo, porque o percentual de recursos da Poupança destinado a financiamento imobiliário é de 65%, sobrando 35% para as outras aplicações das instituições financeiras.

Por fim, pela discussão de algumas das possibilidades, percebemos que as escolhas não são fáceis e que há algum espaço para a ação dos agentes envolvidos.

2009_2404