

FINANCIAMENTO DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA



IMPACTOS DA TRIBUTAÇÃO DA LCI NA
ARRECADAÇÃO DE TRIBUTOS

ABRAINC
ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE INCORPORADORAS IMOBILIÁRIAS

Dezembro 2016

IMPACTOS DA TRIBUTAÇÃO DA LCI NA ARRECADAÇÃO DE TRIBUTOS

As Letras de Crédito Imobiliário (LCI) são instrumentos financeiros que têm como principal objetivo financiar empreendimentos imobiliários no Brasil. As LCI's distinguem-se das demais aplicações em renda fixa pela isenção de Imposto de Renda (IR) sobre seus vencimentos para as pessoas físicas. Esta vantagem é o que permite a este tipo de investimento competir com outros que possuem rendimentos brutos maiores e risco sistêmico menor. Trata-se de uma forma de incentivar o setor imobiliário, que reconhecidamente é origem de uma ampla cadeia produtiva.

A discussão sobre a possibilidade de tributar as LCI's de tempos em tempos retorna ao debate público, especialmente nos momentos de queda de arrecadação como o que estamos enfrentando atualmente.

O objetivo deste estudo é avaliar os impactos decorrentes de uma eventual tributação da LCI sobre a arrecadação de tributos do governo, levando em conta não apenas os efeitos diretos, mas também os efeitos indiretos decorrentes das mudanças no financiamento do setor imobiliário.

ARRECAÇÃO POTENCIAL

A LCI (Letra de Crédito Imobiliário) é um importante instrumento de financiamento do setor imobiliário. A maior atração para o investidor é a isenção de IR, o que torna o papel competitivo frente às demais opções de investimentos em renda fixa. Esta vantagem da LCI é crucial para concorrer com outras formas de investimento, que contam com menor risco sistêmico. Segundo dados consolidados pela CETIP, o mercado de Renda Fixa apresenta a seguinte estrutura em julho de 2016:



O mercado de LCI conta hoje com investimentos de R\$ 189 bilhões, aproximadamente 7% do total de investimentos em renda fixa no Brasil, montante este destinado a financiar o setor imobiliário. Para a maior parte dos títulos de renda fixa o imposto de renda é fixado de modo decrescente ao número de dias aplicados, sendo que a menor incidência recai sobre aplicações superiores a 720 dias, com 15% de Imposto de Renda retido sobre os vencimentos.

O governo já iniciou o debate sobre tributação do papel anteriormente e recebeu críticas contundentes nessas ocasiões, quando os rumores de tributação da LCI circularam na mídia especializada. A proposta foi

parcialmente adiada com a decisão da Comissão Mista da MP 694, em fevereiro de 2016. O assunto agora volta à tona.

Se for adotada para a LCI a mesma regra de tributação que a vigente nos demais papéis de renda fixa, o papel perderia seu principal fator de atração para os investidores.

Inserida a nova regra de tributação, restará aos investidores de LCI três alternativas: manter o investimentos a despeito das novas regras; migrar para outros papéis; ou deixar o mercado de capitais. O mais provável é que todas as três estratégias sejam utilizadas, em diferentes medidas. A intensidade de cada uma delas dependerá das especificidades da regra de tributação adotada.

Considerando que as regras de tributação da LCI serão similares às aplicadas para outros investimentos, a migração para outros papéis de renda fixa não tem efeitos diretos sobre a arrecadação, uma vez que a tributação independeria do tipo de aplicação. Partindo destas premissas criamos o cenário denominado de “arrecadação potencial”.

A “arrecadação potencial” refere-se ao que seria arrecadado pelo governo se após as mudanças na tributação não houvesse qualquer fuga do mercado de capitais. Neste cenário hipotético, os investidores permaneceriam com seu capital aplicado em LCI ou trocariam por outras aplicações que possuem regra de tributação idêntica. Trata-se, evidentemente, do melhor cenário possível para a arrecadação de impostos. Apesar da probabilidade de sua ocorrência ser muito baixa, pois a tributação afastaria uma parte dos investidores do mercado, servirá de cenário de referência para medir os impactos da nova regra sobre a arrecadação.

A “arrecadação potencial” foi elaborada tomando como premissas o estoque de R\$ 189 bilhões aplicados em LCI, a rentabilidade média de

13,75%, correspondente à taxa Selic ao fim de 2016 e a alíquota de Imposto de Renda de 15%:



* Considerando rentabilidade média de 13,75% a.a., valor da taxa SELIC ao final de 2016

** Considerando alíquota de 15%

Assim sendo, considerando o estoque aplicado em LCI de R\$ 189 bilhões e uma rentabilidade média de 13,75% dos investimentos, o ganho total tributável será da ordem de R\$ 26 bilhões ao longo de um ano. A alíquota de imposto de 15% será aplicada, portanto, sobre os ganhos tributáveis, gerando assim a estimativa da “arrecadação potencial” pelo governo, considerando que não haveria fuga de capitais. Considerando as premissas acima descritas, o governo federal teria o potencial de arrecadar R\$ 3,9 bilhões ao longo de um ano com a implementação do imposto de renda sobre as LCI's.

AS PERDAS NA CADEIA DE CONSTRUÇÃO

Embora não tenhamos considerado a hipótese de fuga de recursos do mercado de capitais com a inclusão do imposto sobre a LCI, na realidade é de se esperar um ajuste na estratégia de investimentos dos agentes econômicos, seja através da saída do mercado de renda fixa, seja com a migração para outro papel equivalente de renda fixa, como Títulos Públicos, CDB, Debênture, dentre outros.

Esta redução do valor investido em LCI irá impactar diretamente a capacidade de financiamento do setor imobiliário e consequentemente prejudicará o bom desenvolvimento do setor, que produzirá menos e em ritmo mais lento. Considerando a importância do setor imobiliário na economia brasileira como indutor de demanda em diversos setores da economia, a perda de dinamismo da construção civil resultará também num impacto direto sobre as contas públicas, com uma perda potencial de arrecadação nestes setores. Compreender como se dá essa relação entre os setores é de extrema importância e será considerada neste estudo através da Matriz de insumo-produto.

A teoria da Matriz de insumo-produto foi desenvolvida pelo economista Wassily Leontief e permite a identificação da relação de interdependência existente entre os setores da economia. O IBGE divulgou no segundo semestre de 2016 a nova Matriz de insumo-produto, fundamentada no novo Sistema de Contas Nacionais. O NEREUS (Núcleo de Economia Regional e Urbana da Universidade de São Paulo), por seu turno, tem usados as matrizes insumo-produto divulgadas pelo IBGE para realizar avaliações precisas sobre a economia brasileira.

Dentre as matrizes divulgadas, a matriz de impacto diretos e indiretos entre produtos, também denominada de matriz inversa de Leontief, indica que o setor de Construção Civil apresenta impactos indiretos significativos na economia brasileira, com o indicador de 1,84. Isso significa que para cada R\$ 1,00 que o setor produz, movimenta R\$ 1,84 na economia como um todo. Este impacto positivo na economia se deve aos efeitos que o setor de Construção Civil tem em outros setores da economia brasileira, com na Fabricação de produtos de minerais não-metálicos e Produção de Ferro-gusa. Na tabela a seguir constam os setores mais impactados pela Construção Civil:

CONSTRUÇÃO CIVIL	IMPACTOS
Construção	1,11
Fabricação de produtos de minerais não-metálicos	0,10
Comércio por atacado e a varejo, exceto veículos automotores	0,09
Produção de ferro-gusa/ferroligas, siderurgia e tubos de aço sem costura	0,05
Fabricação de produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	0,04
Refino de petróleo e coquearias	0,04
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar	0,03
Transporte terrestre	0,03
Fabricação de produtos de borracha e de material plástico	0,03
Atividades jurídicas, contábeis, consultoria e sedes de empresas	0,02

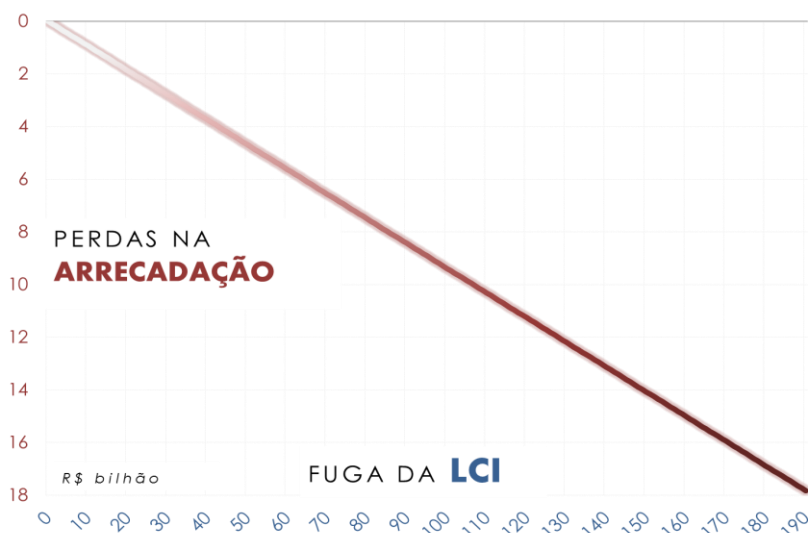
Fonte: Matriz insumo-produto, NEREUS

A relação de um setor consigo mesmo é sempre superior a 1, uma vez que para satisfazer uma nova procura do setor de 1 unidade será necessário, em geral, produzir mais do que 1 unidade deste insumo, dado que este output gera também a necessidade de inputs adicionais e assim sucessivamente.

O grande impacto que a Construção Civil tem sobre os diversos setores da economia brasileira também se reflete na arrecadação de impostos.

A matriz de insumo produtos mostra também que da mesma maneira que 1 unidade investida no setor de Construção Civil gera 1,84 unidade de valor de produção, esta interação gera também 0,09384 unidade de impostos. Ou seja, cada R\$ 1 bilhão investidos da Construção Civil gera R\$ 93,84 milhões em arrecadação de impostos.

Dessa forma, é de se esperar que a fuga nos papéis da LCI para outros ativos de renda fixa, dado que o investidor possui outras formas de investimento com menor risco, tenha consequências negativas para a arrecadação do governo, uma vez que irá reduzir o montante de financiamento de um dos setores com maior impacto direto e indireto sobre a economia brasileira e, conseqüentemente, na arrecadação de impostos decorrentes da atividade produtiva. O gráfico a seguir apresenta a relação entre a fuga das LCI's e a queda na arrecadação de tributos:

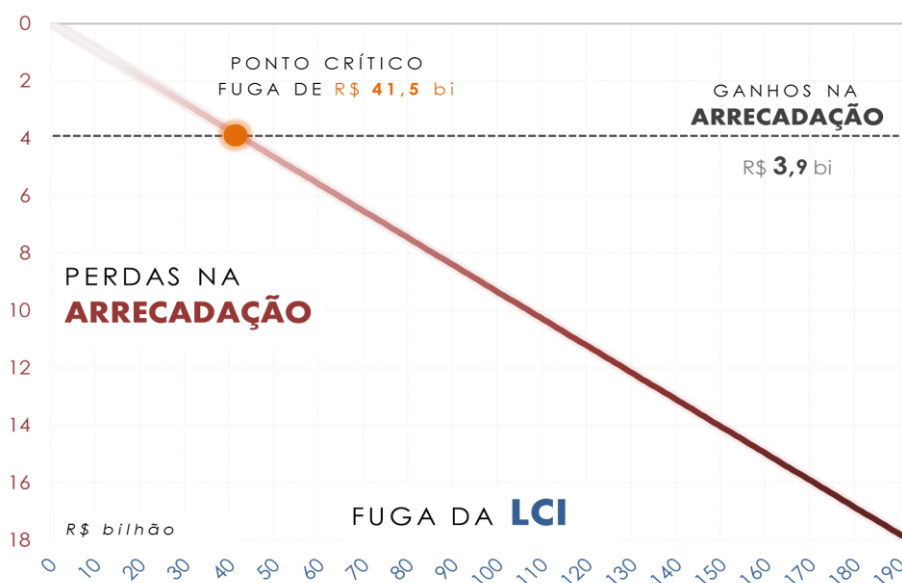


Fonte: CETIP; Matriz insumo-produto, NEREUS
Elaboração: RC Consultores

A relação foi realizada com todo o estoque investido em LCI's, direcionados para o setor imobiliário, hoje no valor de R\$ 189 bilhões de reais. Caso não haja nenhuma migração da LCI para outros papéis, mantendo intactos os investimentos no setor imobiliário, não haveria

nenhuma perda para o governo, ou seja, teremos no eixo horizontal o valor zero, sem nenhuma fuga de capitais, e consequentemente nenhuma perda de arrecadação do governo advinda desta situação. No extremo oposto, se todos os investidores migrassem da LCI para outros papéis de renda fixa (ponto mais a direita na reta do gráfico acima), a perda do governo decorrente da queda do financiamento do setor imobiliário, em função da perda de dinamismo dos diversos setores dependentes da Construção Civil, seria da ordem de R\$ 17,74 bilhões.

É possível relacionar os ganhos diretos advindos da nova regra de tributação com as perdas indiretas decorrentes da redução do financiamento no setor imobiliário pela migração dos investimentos. A partir de certo ponto as perdas na arrecadação decorrentes da redução da cadeia movimentada pela Construção Civil são tão grandes que superam o potencial de arrecadação gerado pela tributação:



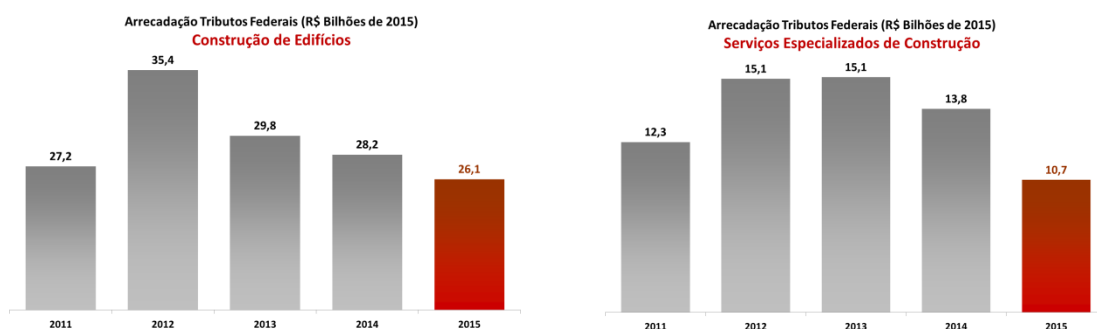
Fonte: CETIP; Matriz insumo-produto, NEREUS
Elaboração: RC Consultores

A arrecadação direta do governo com o novo imposto sobre a LCI será de R\$ 3,9 bilhões, independente do montante de fuga da LCI para outros papéis de renda fixa, posto que seria adotada a mesma regra de tributação. Por outro lado, as perdas indiretas serão tão maiores quanto maior a fuga da LCI, pela redução da atividade no setor imobiliário. É possível notar que se a fuga da LCI for superior a R\$ 41,5 bilhões, o equivalente a 22% do estoque total de investimentos, o resultado líquido para a arrecadação do governo já passa a ser negativa. Um recuo no mercado de LCI's deste montante é possível e realista, tendo em vista que este produto de investimento precisará competir com outros papéis de menor risco sistêmico no mercado.

Há real possibilidade de que a tributação da LCI, ao invés de elevar os ganhos do governo em arrecadação, acabe os reduzindo, tendo em vista os redirecionamentos que ocasionará no financiamento da estrutura produtiva brasileira.

O QUE É POSSÍVEL RECUPERAR

Conforme ficou demonstrado, a arrecadação máxima que seria possível extrair da tributação da LCI seria de R\$ 3,9 bilhões. Vale destacar que este valor é muito inferior ao perdido em decorrência da crise econômica dos últimos anos e dos entraves para o setor imobiliário para o desenvolvimento do país. A arrecadação federal da “Construção de Edifícios” e dos “Serviços de Construção” tem sofrido reduções consideráveis em suas contribuições para os cofres públicos:



Fonte: Receita Federal - Arrecadação por Divisão Econômica da CNAE. A preços de 2015 deflacionado pelo IPCA.

Considerando os dois setores conjuntamente, o auge da arrecadação de tributos federais ocorreu no ano de 2012, quando alcançaram R\$ 50,5 bilhões. Desde então os valores foram diminuindo e em 2015 atingiram a cifra de apenas R\$ 36,8 bilhões, perfazendo uma perda de R\$ 13,7 bilhões no período, uma queda da ordem de 27%.

O setor imobiliário hoje se encontra muito abaixo de seu potencial, tanto em relação ao aumento do PIB como em relação à contribuição para os cofres públicos. O valor de arrecadação de cerca de R\$ 50 bilhões ao ano, uma elevação de quase R\$ 14 bilhões em relação ao patamar atual, está mais adequado ao que a Construção Civil pode representar para a economia brasileira. As formas de financiamento do setor, dentre as quais se destaca a LCI, são instrumentos para retomar

suas atividades, contribuindo para a geração de renda, empregos e tributos. A retirada de entraves é a melhor maneira de reanimar o setor e recriar os R\$ 14 bilhões em tributos que a Construção Civil é capaz de gerar para os cofres públicos, valor este muito superior aos R\$ 3,9 bilhões que a rota fácil da tributação pode sugerir.

O melhor caminho para a retomada sustentada da arrecadação de tributos é a retomada igualmente sustentada da atividade produtiva.