

## **A carteira de crédito imobiliário da Caixa é robusta?**

Marcos Köhler<sup>1</sup>

Muito se tem especulado sobre a qualidade do crédito imobiliário no Brasil. Alguns, como o respeitado acadêmico Robert Schiller, criador do índice de preços de imóveis mais utilizado nos Estados Unidos, acreditam que o mercado brasileiro já vive uma bolha imobiliária<sup>2</sup>.

A discussão é relevante por uma série de razões. Bolhas imobiliárias podem ter efeitos devastadores sobre o sistema financeiro e sobre a economia em geral. Mesmo que os efeitos de um eventual “estouro de bolha” não sejam tão dramáticos, a deterioração da qualidade das carteiras de crédito imobiliário pode trazer problemas fiscais relevantes, uma vez que o setor público necessariamente será chamado a arcar com os custos desses desequilíbrios para evitar uma espiral de queda de preços, uma crise social provocada por inadimplência maciça e uma elevação do risco sistêmico bancário.

O fim da inflação crônica dos anos 70 e 80 e as muitas medidas de reestruturação do financiamento habitacional implantadas ao longo dos anos 90 e início da década passada permitiram que, em ambiente de renda salarial crescente e baixo desemprego, o volume do financiamento habitacional se expandisse significativamente.

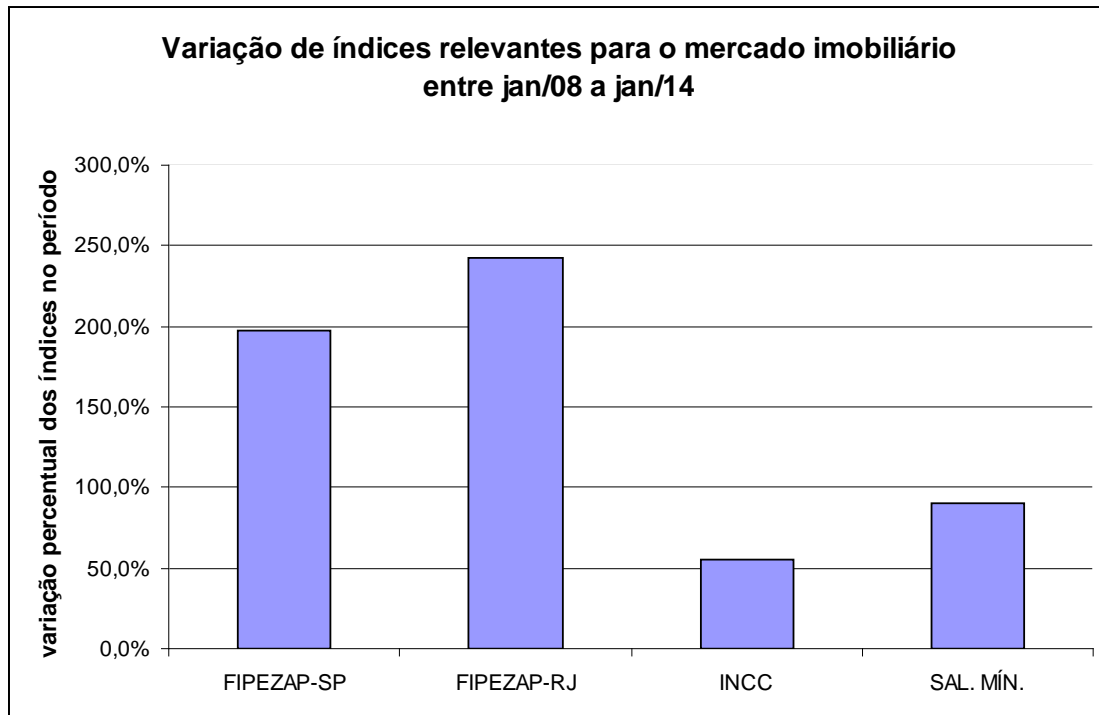
Entre essas medidas, destacam-se a securitização das dívidas do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais), a limitação (e posterior vedação) de cobertura por esse Fundo de saldos de contratos firmados a partir de 1987 (e de 1993) (Decreto-Lei 2.349/87 e Lei 8.692/93), a extinção dos planos de equivalência salarial (Lei 8.692/93) e de comprometimento de renda (MPV 2.223/2001), a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI (Lei 9.514/97), a nova fórmula de cálculo da TR (Taxa Referencial), que permitiu a modicidade dos financiamentos habitacionais por impedir que a TR superasse sistematicamente a inflação (Resolução CMN 2.604/99), a criação do patrimônio de afetação, que deu maior segurança aos compradores de imóveis na planta (MPV 2.221/2001), entre outras.

---

<sup>1</sup> Economista. Consultor Legislativo do Senado Federal.

<sup>2</sup> Entrevista de 02.09.2013 a João Sandrini: <http://www.infomoney.com.br/minhas-financas/imoveis/noticia/2941708/suspeito-que-haja-uma-bolha-imobiliaria-brasil-diz-robert-shiller>.

Nos últimos anos, os preços dos imóveis subiram muito acima da inflação e dos custos de construção. Por consequência, os preços dos imóveis se descolaram do crescimento da renda, como mostra o gráfico abaixo.



Fontes: FIPE e IBGE.

Uma das variáveis relevantes para explicar a divergência entre os preços de imóveis e a renda é o elevado nível de subsídio público existente nos sistemas de financiamento imobiliário, em especial nas carteiras habitacionais. Em primeiro lugar, há significativa isenção tributária na captação dos recursos (os depósitos de poupança e as Letras de Crédito Imobiliário – LCI não pagam imposto de renda sobre seus rendimentos). Nas atuais condições de rentabilidade, saldo e tributação, somente a poupança do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) recebe um subsídio de R\$ 8,8 bilhões por ano na forma de renúncia fiscal do imposto de renda. Em segundo, o índice de atualização desses recursos (a TR) é calculado de modo a suavizar o impacto da política monetária, o que tem causado, entre outros efeitos de difícil administração política no longo prazo, a sub-remuneração dos depósitos do FGTS em relação à inflação. Em terceiro, há a alocação de subsídios do OGU (Orçamento Geral da União) e do próprio FGTS na forma de descontos diretos no saldo devedor inicial dos financiamentos de baixa renda do programa Minha Casa, Minha Vida.

Há ainda duas formas menos evidentes de subsídio aos sistemas de financiamento habitacional: as capitalizações da Caixa Econômica Federal, que aumentam seu patrimônio de referência a custo inferior ao de captação no mercado (a TJLP é inferior ao custo da dívida da União) e a garantia implícita de solvência das instituições federais de crédito – o que permite a expansão da captação de recursos – por exemplo, por meio da emissão de LCI – e da alavancagem sem correspondente aumento de custos.

Essa profusão de subsídios faz elevar a demanda habitacional, enquanto a oferta de terrenos não consegue responder na mesma velocidade porque, entre outras razões, as deficiências de infraestrutura urbana e transporte impedem que se faça com eficiência tanto o adensamento quanto a inclusão de regiões mais distantes na malha urbana.

O cenário de preços elevados e crescentes para os imóveis, associado em larga medida à expansão do crédito imobiliário, tem suscitado dúvidas quanto à qualidade da carteira imobiliária da Caixa Econômica Federal, principal instituição financeira pública no mercado de financiamentos subsidiados.

O sado da carteira imobiliária da Caixa atingiu, no 3º trimestre de 2013, R\$ 254,3 bilhões, equivalentes a, pelo menos, 55% do crédito imobiliário total do País, de R\$ 402,1 bilhões<sup>3</sup>, pelos dados do 4º trimestre de 2013. Também no 3º trimestre de 2013, a carteira total de créditos (imobiliário e outros) da Caixa era de R\$ 463,4 bilhões. Com isso, a carteira imobiliária da instituição representava 54,8% da sua carteira de crédito. Essa relação entre os créditos imobiliários e os créditos totais vem se mantendo praticamente constante, desde pelo menos o início de 2008.

Uma eventual escalada de inadimplência na carteira da Caixa não só afetaria significativamente a saúde dessa instituição (requerendo socorro do Tesouro), como também abalaria todo o mercado de crédito imobiliário nacional, tornando mais próximo o cenário de estouro da bolha imobiliária.

Um exemplo da preocupação com a higidez da carteira imobiliária da Caixa está na matéria de 22 de setembro de 2013 da Revista Veja<sup>4</sup>, que apontou inadimplência em até 20% dos contratos da Faixa 1 (mutuários com renda familiar de até R\$ 1.600) do Programa “Minha Casa, Minha Vida”. A Caixa respondeu em Nota<sup>5</sup> que os contratos da Faixa 1 não fazem parte da carteira de crédito da instituição e que somente os contratos das Faixas 2 e 3 poderiam lhe trazer risco de crédito. Esses últimos, entretanto, teriam

---

<sup>3</sup> Relatório de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – SFN. Banco Central, janeiro/2014.

<sup>4</sup> <http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/divida-sufoca-familias-do-minha-casa-minha-vida>.

<sup>5</sup> <http://mcmv.caixa.gov.br/caixa-esclarece-faixa-1-do-mcmv-e-transferencia-de-subsidio-e-nao-financiamento-imobiliario/>.

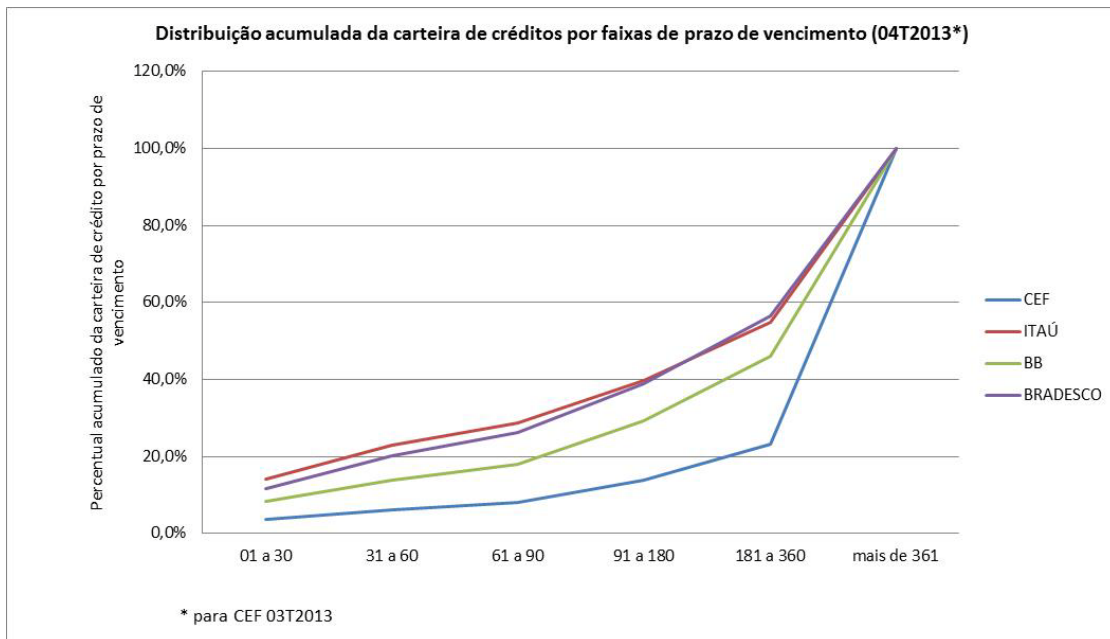
inadimplência baixa, de 1,7% e de 2%, respectivamente. O critério utilizado é o adotado pelo Banco Central, de atrasos superiores a 90 dias sobre o total das parcelas vencidas e vincendas.

A Caixa tem argumentado frequentemente que a sua carteira de crédito é robusta, enfatizando dados de inadimplência. Um exemplo dessa argumentação pode ser encontrado no *Press Release* de apresentação dos Resultados do 3º Trimestre de 2013:

*“5. Ao final do terceiro trimestre, 92,9% da carteira de crédito se concentrava nos ratings superiores (de AA a C). O índice de inadimplência totalizou 2,40%, abaixo da média apresentada pelo mercado, que foi de 3,30%.”*

A argumentação da Caixa quanto à inadimplência deve ser tomada com alguma precaução, por duas razões principais.

A primeira e mais forte objeção é que a carteira de crédito da Caixa tem elevada proporção de financiamentos habitacionais. O prazo médio de sua carteira é muito maior do que o das carteiras das demais instituições representativas do mercado. O gráfico abaixo expõe essa circunstância.



Fontes: notas explicativas às demonstrações contábeis das instituições citadas.

Apenas 23% da carteira global da Caixa têm prazo inferior a um ano, enquanto os percentuais do Banco do Brasil, do Itaú e do Bradesco são de 46%, 55% e 57%.

A importância dessa diferença pode ser mais facilmente apreendida por meio de um exemplo: dois bancos, Beta e Gama, fazem dois empréstimos de mesmo valor. O Banco Beta empresta para Bernardo e o Banco Gama, para Getúlio. Os empréstimos têm taxas de juros de 1% ao mês. O prazo do empréstimo do Banco Beta é de 10 meses; o prazo do empréstimo do Banco Gama é de 100 meses. As prestações mensais são respectivamente de R\$ 105,58 e R\$ 15,87. Bernardo e Getúlio ficam inadimplentes a partir do 6º mês e a situação se prolonga por noventa dias (para o exemplo ficar consistente com o critério de inadimplência do Banco Central). Depois de quatro prestações não pagas teríamos os seguintes resultados para a inadimplência (de 90 dias):

#### **Simulação dos efeitos da adoção do critério de inadimplência de 90 dias sobre carteira com diferentes prazos de vencimento**

<b>Indicador</b>	<b>cálculo</b>	<b>Banco Beta</b>	<b>Banco Gama</b>
valor prestação (vp)		105,58	15,87
saldo devedor	$(n_{\text{vencendas}} + n_{\text{vencidas}}) * vp$	527,90	1.507,65
dívida 90 dias ou mais	$n_{\text{venc90dias}} * vp$	105,58	15,87
índice de inadimpl.	$(n_{\text{venc90dias}} * vp) / \text{saldo devedor}$	20,00%	1,05%

Os índices de inadimplência fariam parecer que a situação do Banco Gama é a mais favorável, o que é obviamente falso. Na verdade, o Banco Beta já recuperou quase metade do saldo devedor do empréstimo, enquanto o Banco Gama, considerando os juros a decorrer, tem um ativo em carteira superior ao valor que desembolsou. Caso as duas operações venham a se tornar perdas irrecuperáveis a partir da inadimplência inicial, a situação do Banco Gama será muito pior, embora seu indicador de inadimplência de 90 dias seja de 1/20 do indicador do Banco Beta.

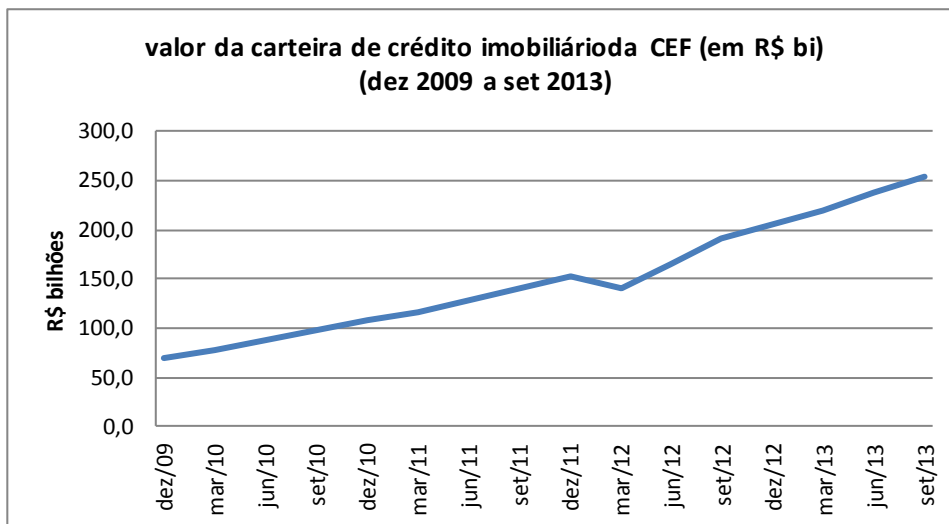
Esse exercício não leva em consideração outros aspectos relevantes para o desfecho de uma inadimplência, como a solidez das garantias e a renda e o patrimônio dos devedores, etc., mas serve para demonstrar que, para carteiras com prazos médios muito diferentes, a comparação pura e simples de índices de inadimplência pode ser enganadora. Carteiras de prazo mais longo têm prestações baixas em relação ao saldo devedor total e tendem, por isso, a apresentar índices subestimados de inadimplência pelo critério de comparar valores em atraso com o valor do saldo devedor. O argumento da Caixa de que seu índice de inadimplência está abaixo da média de mercado é frágil, porque o prazo médio dos financiamentos concedidos pela instituição é muito maior do que o prazo médio do mercado.

A segunda objeção ao argumento da Caixa vem do fato de que o índice adotado subestima sistematicamente a magnitude da inadimplência quando a carteira está em processo de expansão acelerada. Como aponta Annibal (2009):

*“(...) deve-se atentar ao fato de que alguns destes índices representam o quociente entre dois valores anacrônicos (montante de operações de crédito inadimplentes contratadas no passado comparado com o total recente das operações de crédito) e, sendo assim, eventuais descompassos podem ocorrer como, por exemplo, a redução do valor do índice devido a um substancial aumento da concessão de crédito.”<sup>6</sup>*

A ideia é intuitiva. Logo nos primeiros meses após à contratação do crédito, a maioria dos mutuários ainda preenche as condições que lhe deram acesso à operação. Com o passar do tempo, aumenta a probabilidade de ocorrência de fatos negativos, como desemprego ou redução da renda, que podem levar à inadimplência. Quando a carteira de crédito está crescendo, os créditos novos (com baixa inadimplência), ao expandirem a base de comparação, diluem uma taxa mais alta de inadimplência dos créditos mais antigos. Quanto maior a relação entre créditos novos e antigos, menor tende a ser a taxa de inadimplência medida pelo índice, independentemente do comportamento real da carteira.

O crescimento da carteira de crédito imobiliário da Caixa foi notável. Em menos de quatro anos, como mostra o gráfico abaixo, saltou de R\$ 70,5 bilhões para mais de R\$ 250 bilhões.



Fonte: demonstrações contábeis da Caixa nos períodos indicados.

<sup>6</sup> Annibal, Clodoaldo A. Inadimplência no Setor Bancário Brasileiro: Uma Avaliação de suas Medidas. Banco Central do Brasil, 2009, Texto para Discussão nº 192.

Como se demonstrou, a comparação dos índices de inadimplência da Caixa com os das demais instituições relevantes, por si só, não comprova a robustez de sua carteira de crédito. Ao contrário, tendo em vista o prazo médio de vencimento consideravelmente maior de sua carteira e o rápido crescimento de seu volume, era de se esperar que, mesmo com uma carteira de crédito de pior qualidade, a instituição apresentasse valores bem menores de inadimplência.

Fabozzi e Modigliani apontam que a pesquisa empírica sobre a inadimplência em carteiras de crédito de longo prazo – com ênfase no crédito imobiliário – dá preferência aos indicadores de *inadimplência condicional*.<sup>7</sup> Diferentemente do índice de inadimplência que compara o saldo em atraso com o saldo devedor (utilizado pelo Banco Central), a inadimplência condicional apura o número – e não o valor – dos contratos em situação de inadimplência em relação ao número total de contratos ainda existentes em um dado ano. Com isso se evita a subestimação do risco, pois não se deixa de imputar a probabilidade de perda das parcelas a vencer do contrato inadimplente.

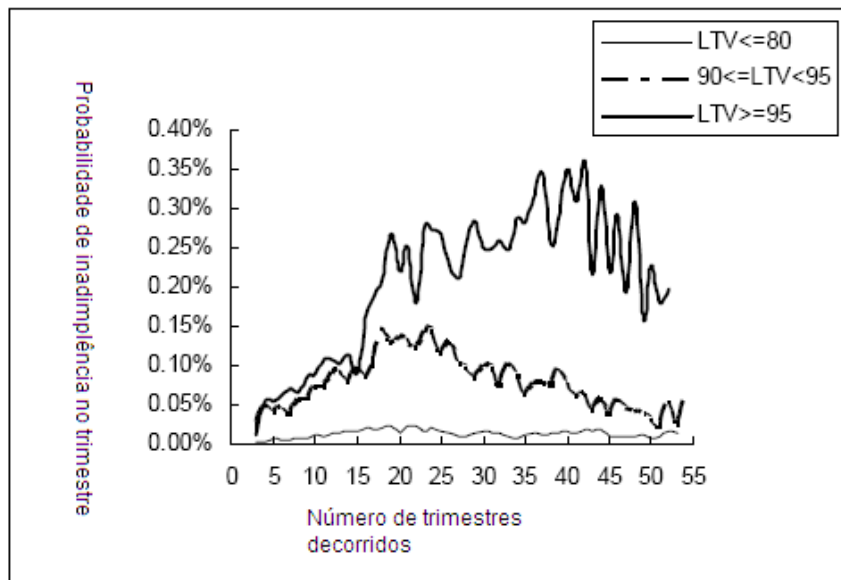
Em 1996, Deng, Quigley e Van Order apresentaram um estudo de referência em que foi utilizado o indicador de quantidades<sup>8</sup>. Conforme mostra o gráfico abaixo, que resume parte dos achados do trabalho, há uma relação empírica direta entre a progressão da taxa de inadimplência e a magnitude da relação entre valor de financiamento e valor do imóvel (VF/VI): quanto maiores os valores de financiamento em relação aos valores dos imóveis maior a probabilidade de inadimplência. Além disso, o estudo demonstrou que as taxas de inadimplência atingem maiores valores a partir do 15º trimestre (4º ano).

---

<sup>7</sup> Fabozzi, F; Modigliani, F. Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets. 1992. Harvard Business School Press. Boston.

<sup>8</sup> Deng, Y; Quigley, J.; Van Order R.; Freddie Mac. 1996. Mortgage Default and Low Downpayment Loans: The Costs of Public Subsidy. Regional Science and Urban Economics, 26(3-4), 263-285.

Relação entre a probabilidade de inadimplência em dado trimestre e a relação valor de financiamento / valor de imóvel (Deng, Quigley e Van Order)



Obs.: LTV (loan-to-value) é a expressão inglesa para a relação VF/VI.

Na mesma direção, o citado estudo de Annibal, de 2009, que combinou simulação e tratamento estatístico de dados empíricos no Brasil, concluiu pela superioridade do critério de quantidade de operações de crédito sobre o total de operações como indicador da magnitude efetiva e da distribuição no tempo da inadimplência.

Assim, as características da carteira de crédito imobiliário da Caixa contradicam o uso do indicador de inadimplência por saldos para verificação de sua higidez. Primeiro, é uma carteira de longo prazo; segundo, provavelmente tem relação VF/VI superior à do mercado; e, terceiro, apresenta elevada taxa de crescimento.

Outra abordagem para estimar a qualidade relativa da carteira de crédito imobiliário da CEF é comparar seus *ratings* de risco, conforme determinados pela Resolução do CMN 2.682/1999, com os de outras instituições relevantes. De acordo com essa norma, os créditos devem ser classificados em ordem decrescente de qualidade, de AA a H, segundo critérios escolhidos pela própria instituição. A norma estipula os coeficientes que incidirão sobre os saldos de cada *rating* e que levarão aos valores mínimos de provisão que a instituição deverá fazer para enfrentar o risco de inadimplência. Entretanto, constatada a inadimplência, a própria norma estabelece a classificação de acordo com o período de atraso do crédito não pago pontualmente. Por exemplo, atrasos entre 31 e 60 dias obrigam a instituição detentora do crédito a classificá-lo no nível C, independentemente da classificação original. A classificação C,



por exemplo, faz incidir o percentual de 3% sobre o saldo devedor para o cálculo de provisões para devedores duvidosos.

A tabela abaixo apresenta a distribuição dos níveis de risco das carteiras de crédito imobiliário da Caixa e das carteiras gerais de instituições relevantes. Optou-se por comparar a carteira imobiliária da Caixa com as carteiras globais das demais instituições porque não foi possível apurar, para um número razoável de instituições, os níveis de risco específicos da carteira imobiliária. Não há prejuízo nessa opção, uma vez que a carteira imobiliária deve apresentar nível de risco inferior, em razão de sua maior garantia intrínseca – o bem imóvel.

#### Comparativo dos ratings CEF imobiliário e carteiras gerais de outros bancos

INSTITUIÇÃO/CARTEIRA/PERÍODO	AA	A	B	C	D	E	F	G	H
CEF IMOB 03T2013	1,1%	62,4%	11,4%	19,4%	1,3%	0,5%	0,4%	0,2%	3,3%
BB CART. CRED. 04T2013	55,6%	16,4%	18,9%	4,1%	0,6%	1,2%	0,5%	0,5%	2,2%
ITAU CART. CRED. 04T2013	47,3%	31,3%	9,1%	4,3%	2,3%	0,9%	0,7%	0,9%	3,3%
SANTANDER CART. CRED 04T2013	30,4%	43,2%	8,6%	6,5%	3,0%	1,3%	2,0%	0,9%	4,2%
BRDESCO CART. CRED. 04T2013	18,2%	41,7%	18,3%	14,0%	2,1%	1,2%	0,6%	0,5%	3,4%
MÉDIA	37,9%	33,1%	13,7%	7,2%	2,0%	1,2%	0,9%	0,7%	3,3%
(CAIXA - MÉDIA)	-36,8%	29,2%	-2,3%	12,2%	-0,7%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	0,1%

Fonte: demonstrações contábeis GAAP<sup>9</sup> das instituições indicadas nos períodos indicados.

A primeira evidência negativa é o baixo percentual de operações do nível AA na carteira da Caixa em comparação com a carteira das demais instituições. De fato, a diferença entre a média das instituições e o valor apresentado pela Caixa é de 36,8 pontos percentuais. Se considerarmos as operações do nível AA ao B, a Caixa fica 9,9 pontos percentuais abaixo da média. Já no nível C, a Caixa apresenta maior concentração de operações, o que não pode ser considerado um nível confortável, pois o maior peso do crédito imobiliário em sua carteira faria supor ratings superiores à média obtida para as demais instituições analisadas.

Outro indício de fragilidade relativa da carteira imobiliária da Caixa surge quando seus ratings são comparados com os de duas outras carteiras exclusivamente imobiliárias, conforme a tabela abaixo:

<sup>9</sup> GAAP: princípios contábeis geralmente aceitos, na sigla em inglês.

### Comparativo dos *ratings* de carteiras imobiliárias CEF, Itaú e Poupex

INST/CART/PERÍODO	AA	A	B	C	D	E	F	G	H
CAIXA IMOB 03T2013	1,1%	62,4%	11,4%	19,4%	1,3%	0,5%	0,4%	0,2%	0,3%
ITAÚ IMOB 04T2013	95,7%	1,1%	1,6%	0,9%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
POUPEX IMOB 02T2013	42,2%	40,0%	1,2%	1,2%	0,6%	13,6%	0,3%	0,3%	0,6%

A soma dos níveis AA e A da carteira da Caixa é de apenas 63,5%, frente a valores de 96,8% do Itaú e de 82,2% da Poupex. O dado da Poupex, inclusive, é afetado pela grande proporção de créditos no nível E (13,6%), decorrente de ajuste determinado pelo Banco Central para expressar perda provável com contratos em desequilíbrio financeiro – mas não inadimplentes. A Caixa tem o mesmo problema com o grupo de contratos sujeitos à legislação que previa índices inconsistentes para as prestações e os saldos devedores. De acordo com Nota Explicativa às Demonstrações Contábeis do 1º Trimestre de 2012, pode-se estimar o valor desse desequilíbrio em aproximadamente R\$ 24 bilhões, mas, aparentemente, não houve ainda alteração no ratings para sinalizar essa perda provável. Se, de fato, esse expurgo ainda não tiver sido feito, seu efeito será, quando realizado, de reduzir os saldos dos *ratings* superiores e ampliar os dos *ratings* inferiores da carteira, piorando a situação da instituição.

### Conclusão

A Caixa, em conformidade com as diretrizes do Banco Central, calcula a inadimplência de sua carteira imobiliária pela razão entre o saldo em atraso há pelo menos 90 dias e a soma dos encargos vencidos e vincendos do total da carteira.

De acordo com a literatura especializada, esse indicador de inadimplência – que vem sendo utilizado pela Caixa para rebater críticas à eventual fragilidade de sua carteira de crédito imobiliário – não é o mais adequado para medir o risco das carteiras de longo prazo, como as de crédito imobiliário. A razão principal é que, nos financiamentos de longo prazo, a estimativa de inadimplência pelo saldo dos atrasos de 90 dias em relação ao saldo devedor total subestima o risco potencial, por não somar no numerador o valor do saldo a vencer da operação em atraso. Outra razão importante para essa inadequação vem do fato de que a carteira de crédito imobiliário da Caixa cresceu a taxas aceleradas, o que faz com que o numerador da razão incorpore saldos recentes cuja probabilidade de inadimplência é consideravelmente mais baixa do que a da média da carteira.

Tendo em vista a magnitude dos financiamentos habitacionais realizados pela Caixa e o elevado nível de subsídios que eles carregam, existe um risco fiscal

considerável nessas operações, além de uma possível indução à formação de uma bolha de preços de imóveis.

Por essas razões, seria recomendável que a inadimplência da carteira de crédito imobiliário da Caixa – e das demais instituições integrantes do SBPE – fosse mensurada pelo método das quantidades (relação entre o número de contratos com inadimplência sobre o total de contratos). A carteira deveria, também, ser segmentada em grupos por período de contratação (coortes), subdivididas por estratos de relação VF/VI.

Depois de avaliada sobre esse critério, mais adequado para carteiras de longo prazo, seria possível fazer um prognóstico seguro sobre a robustez da carteira de crédito imobiliário da Caixa. De todo modo, de acordo com a experiência internacional e as evidências disponíveis, incluindo a comparação com a carteira de crédito de outros bancos, mesmo os índices de inadimplência por saldos que se verificam na carteira da Caixa não apontam para uma situação favorável. Pelo padrão empiricamente testado internacionalmente, os níveis de inadimplência da carteira deverão crescer significativamente na medida de seu amadurecimento.

Este texto está disponível em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2170>