

Junho

2016

MOEDA E CRÉDITO

31



CONJUNTURA

CARTA DE

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Alexandre dos Santos Cunha

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia, Substituto

Antonio Ernesto Lassance de Albuquerque Junior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Mathias Jourdain de Alencastro

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Marco Aurélio Costa

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto

José Aparecido Carlos Ribeiro

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais, Substituto

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Chefe de Gabinete, Substituta

Cinara Maria Fonseca de Lima

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

MOEDA E CRÉDITO

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos¹

SUMÁRIO

Os dados de crédito referentes a abril revelaram piora adicional em relação aos números dos meses anteriores. A queda do saldo de crédito total na economia, descontada a inflação, foi de 6,1%, na comparação com abril de 2015. As médias de novas concessões por dia útil, que já vinham sofrendo fortes quedas, tiveram quedas também grandes em abril. O total caiu 18% em relação a abril do ano passado. O destaque negativo nas concessões foi novamente o crédito direcionado, especialmente os empréstimos para financiamento de investimentos do BNDES e o financiamento imobiliário para pessoas físicas (PF). A participação do crédito concedido por bancos públicos continuou crescendo e atingiu, em abril, 57% do total. A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres para pessoas físicas continuou subindo e atingiu 70,8% ao ano (a.a.). A taxa livre para pessoas jurídicas (PJ), ao contrário, ficou estável entre 31% e 32% a.a. desde janeiro de 2016. No caso dos recursos direcionados, são as taxas de juros médias para pessoas físicas que mostram estabilidade há mais tempo, estando em torno de 10% a.a. desde julho de 2015. As taxas para pessoas jurídicas continuaram em ascensão até janeiro de 2016, quando atingiram 12,3% a.a., e caíram depois, para chegar a 11,6% em abril.

A resistência da inadimplência à crise tem causado alguma surpresa. A fortíssima contração do PIB e seus efeitos sobre o mercado de trabalho, juntamente com os juros elevados, deveriam levar a aumento mais significativo da inadimplência. Um fator que pode estar por trás do pequeno crescimento da inadimplência é a maior participação do consignado, que tem taxa de inadimplência muito menor. A parcela do consignado no total de crédito livre à pessoa física tem crescido nos últimos anos, tendo passado de 21% no início de 2009 para 35% em abril de 2016. Outra explicação poderia ser o maior recurso, por parte das instituições financeiras e dos tomadores, às renegociações de dívidas, de modo a evitar a inadimplência. Mas a comparação da evolução do crédito vinculado à renegociação no segmento de crédito pessoal não consignado com recursos livres com a da inadimplência no mesmo segmento não sugere que isso esteja acontecendo, já que o crédito renegociado como proporção da carteira tem crescido menos que a inadimplência.

A política monetária continua diante da difícil situação que combina recessão de grandes proporções com inflação alta e resistente. Os modelos e cenários usados pelo Copom apontam para inflação na meta em 2017 no cenário de manutenção da Selic e da taxa de câmbio, mas mostram o IPCA acima de 4,5% no cenário em que a Selic é reduzida a partir do segundo semestre de 2016 e o câmbio de desvaloriza cerca de 7% entre junho de 2016 e o fim de 2017. Não obstante, o mercado tem mantido esse cenário de redução da Selic, provavelmente baseado nas perspectivas dos novos esforços de ajuste fiscal, na tendência de queda da inflação observada e na queda das expectativas de inflação, além dos efeitos da forte retração da atividade econômica sobre os preços. Outra maneira de compatibilizar as expectativas com a meta para o IPCA é a possibilidade de revisão para cima da meta em 2017, possivelmente com a compensação de uma meta menor alguns anos à frente. Em 08/6/2016, o Copom manteve a Selic em 14,25%, como amplamente esperado e, no comunicado, repetiu o mesmo texto divulgado na reunião anterior, no qual “reconhece os

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <estevao.bastos@ipea.gov.br>.

avanços na política de combate à inflação”, mas pondera que os elevados níveis da inflação observada e esperada “não oferecem espaço para flexibilização da política monetária”.

CRÉDITO

Os dados de crédito referentes a abril (divulgados pelo Banco Central do Brasil – BCB em 25 de maio) revelaram piora adicional em relação aos números de fevereiro, comentados na última edição desta *Carta de Conjuntura*. Isso pode ser constatado na Tabela 1, que compara as duas divulgações em diversas medidas. Chama a atenção, primeiramente, a queda em termos nominais (R\$ bilhões) do total de crédito na economia. No segundo conjunto de colunas, nota-se a maior redução em termos reais, em relação ao mesmo mês de 2015. A queda do crédito total, nessa medida, foi de 6,1%, ao passo que, em fevereiro, havia sido de 4,6%. Essa maior queda real aconteceu em todas as grandes categorias – pessoas físicas (PF), pessoas jurídicas (PJ), crédito livre e crédito direcionado. O mesmo aconteceu com o crédito como percentual do PIB, cujo total reduziu-se de 53,6% para 52,5% de fevereiro para abril (a queda para pessoa física, nessa medida, foi a menor, de 25,5% para 25,4%). Finalmente, as duas últimas colunas mostram a variação em pontos de porcentagem (p.p.) do crédito como proporção do PIB, em relação ao mesmo mês do ano anterior: em fevereiro, ainda havia crescimento do total do crédito (0,7), mas, em abril, já aparece queda nessa medida, de 0,5. E, enquanto pessoa física e crédito direcionado ainda crescem, pessoa jurídica e crédito livre apresentam queda de 0,9.

TABELA 1

Saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (fev. e abr./2016)

	R\$ Bilhões		Variação real* em 12 meses (%)		% do PIB		Variação em 12 meses em pontos de porcentagem do PIB	
	Fev.	Abr.	Fev.	Abr.	Fev.	Abr.	Fev.	Abr.
Total	3.184	3.143	-4,6	-6,1	53,6	52,5	0,7	-0,5
Pessoa Física	1.516	1.520	-3,8	-3,9	25,5	25,4	0,5	0,3
Pessoa Jurídica	1.668	1.623	-5,3	-8,0	28,1	27,1	0,1	-0,9
Crédito Livre	1.605	1.578	-7,0	-8,3	27	26,4	-0,4	-0,9
Crédito Direcionado	1.580	1.565	-2,0	-3,6	26,6	26,1	1,0	0,4

*IPCA

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O Relatório de Estabilidade Financeira – Abril 2016, divulgado pelo BCB em 07 de abril, que comenta dados até dezembro de 2015, observa que o crescimento do saldo do crédito em 2015, de 6,7% nominais, foi muito influenciado pela forte desvalorização do real naquele ano, de 47%, que elevou em reais as operações referenciadas em moeda estrangeira. Sem esse efeito, o saldo teria caído 2,8% em relação a 2014.

A Tabela 2 mostra que as médias de novas concessões por dia útil², que tinham sofrido fortes quedas em fevereiro deste ano (na comparação com o mesmo mês do ano anterior), tiveram quedas também grandes em abril. O total, que tinha caído 16% em fevereiro, agora caiu 18%. Todas as grandes categorias tiveram, em abril, quedas de magnitude semelhante, tendo o destaque negativo sido, novamente, a exemplo de fevereiro, o crédito direcionado. Conforme detalhado na última edição, duas categorias que contribuíram muito para isso foram os empréstimos para financiamento de investimentos do BNDES e o financiamento imobiliário para pessoas físicas. Em abril, a média real por dia útil desses empréstimos do BNDES caiu 36% em relação a abril de 2014. Embora essa queda seja muito forte, é menor do que a média do primeiro trimestre, em que a queda foi de 52%. O crédito para financiamento imobiliário caiu, em abril, 47%, em relação abril do ano passado - neste caso, ficando igual à queda média observada no primeiro trimestre. No segmento livre, os destaques entre as contrações foram, pelo lado das famílias, os créditos rotativos, como cartão de crédito e cheque especial. No caso das empresas, a queda nas novas concessões de capital de giro (-34%) foi o destaque.

TABELA 2

Novas concessões de crédito do Sistema Financeiro Nacional (fev. e abr./2016)
(Média por dia útil)

	R\$ Bilhões		Variação real* em 12 meses (%)	
	Fev./2016	Abr./2016	Fev./2016	Abr./2016
Total	260	273	-16	-18
Pessoa Física	150	152	-13	-14
Pessoa Jurídica	111	121	-19	-22
Crédito Livre	239	244	-14	-17
Crédito Direcionado	21	29	-32	-27

*IPCA

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

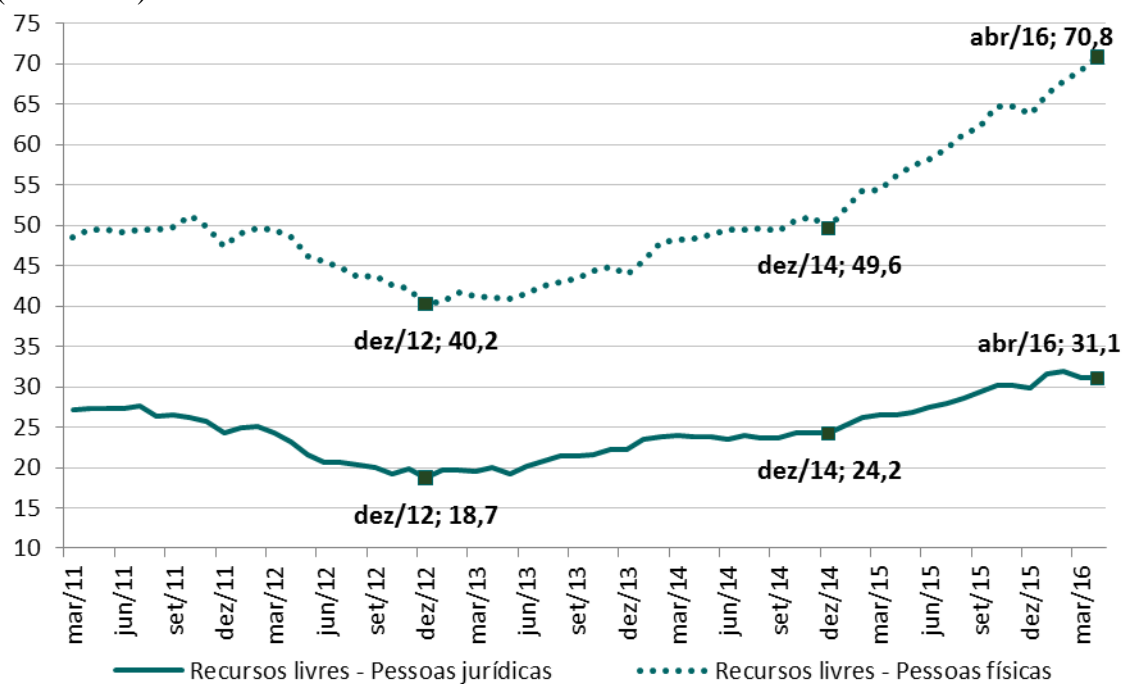
A participação do crédito concedido por bancos públicos continuou crescendo e atingiu, em abril, 56,6% do total, contra 54,7% em abril do ano passado e 52,3% em abril de 2014. A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres para pessoas físicas continuou subindo e atingiu 70,8% ao ano (a.a.) – ver Gráfico 1. A taxa livre para pessoas jurídicas, ao contrário, está estável entre 31% e 32% a.a. desde janeiro de 2016.

²O saldo das operações é uma variável pouco volátil, pois carrega todo o estoque de empréstimos concedidos no passado e ainda não vencidos, além de crescer por efeito da incidência dos juros. A série de novas concessões, por sua vez, apesar de mais volátil por natureza, reflete melhor a situação conjuntural.

GRÁFICO 1

Taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres

(Em % a.a.)



Fonte: BCB.

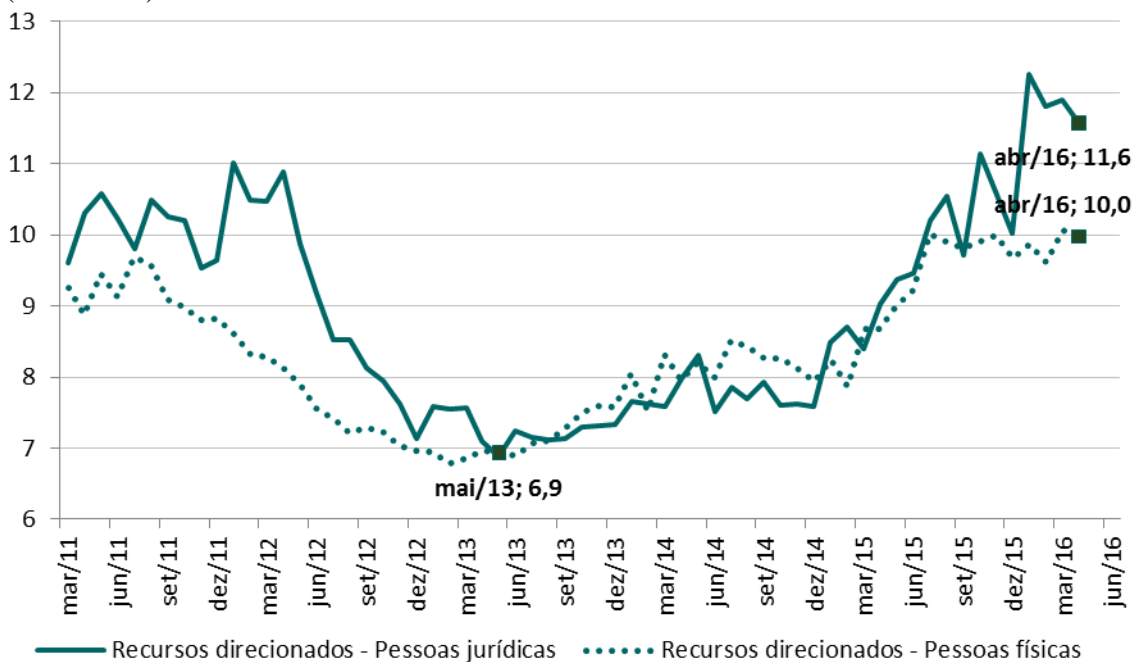
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

No caso dos recursos direcionados (ver Gráfico 2), são as taxas de juros médias para pessoas físicas que mostram estabilidade há mais tempo: desde julho de 2015, em torno de 10% a.a. As taxas para pessoas jurídicas continuaram em ascensão até janeiro de 2016, quando atingiram 12,3% a.a., e caíram depois, para chegar a 11,6% em abril.

GRÁFICO 2

Taxa média de juros das operações de crédito com recursos direcionados

(Em % a.a.)



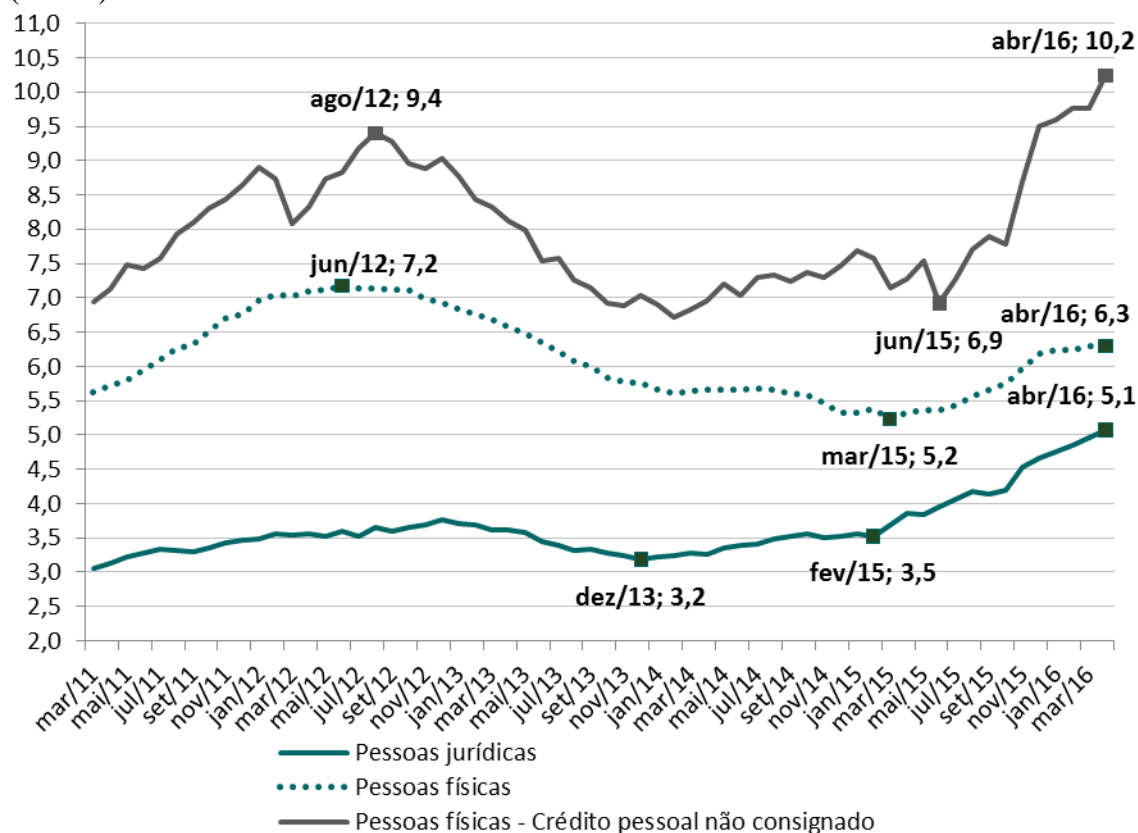
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

INADIMPLÊNCIA

A inadimplência de pessoas jurídicas em empréstimos do segmento livre tem se elevado de forma mais significativa desde o início de 2015: em fevereiro daquele ano, era de 3,5% e, em abril último, atingiu 5,1%. O crescimento da inadimplência para pessoas físicas, também com recursos livres, tem sido menor – passou de 5,2%, em março de 2015, para 6,3%, em abril de 2016. Além disso, seu crescimento em 2016 vem sendo bem moderado (Gráfico 3). A resistência da inadimplência à crise tem causado alguma surpresa. A fortíssima contração do PIB e seus efeitos sobre o mercado de trabalho, juntamente com os juros elevados, deveriam levar a aumento mais significativo da inadimplência. Mas esse efeito fica mais evidente se for observada, por exemplo, a inadimplência no crédito pessoal não consignado para pessoas físicas. Também mostrada no Gráfico 3, essa estatística passou de 6,9% em junho de 2015 para 10,2% em abril de 2016.

GRÁFICO 3
Inadimplência com recursos livres
 (Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O Relatório de Estabilidade Financeira – Abril 2016 observa que:

O cenário de retração econômica, juros elevados, piora das condições de emprego e redução no nível de confiança dos consumidores e dos empresários começou a se refletir de maneira mais pronunciada nos indicadores de crédito. Para fazer frente a esse cenário, os bancos vêm preservando a cautela na concessão de crédito, renegociando e reestruturando as dívidas dos tomadores e, no caso dos bancos privados, aumentando, de modo significativo, a cobertura de provisões para a inadimplência [...] (p.17).

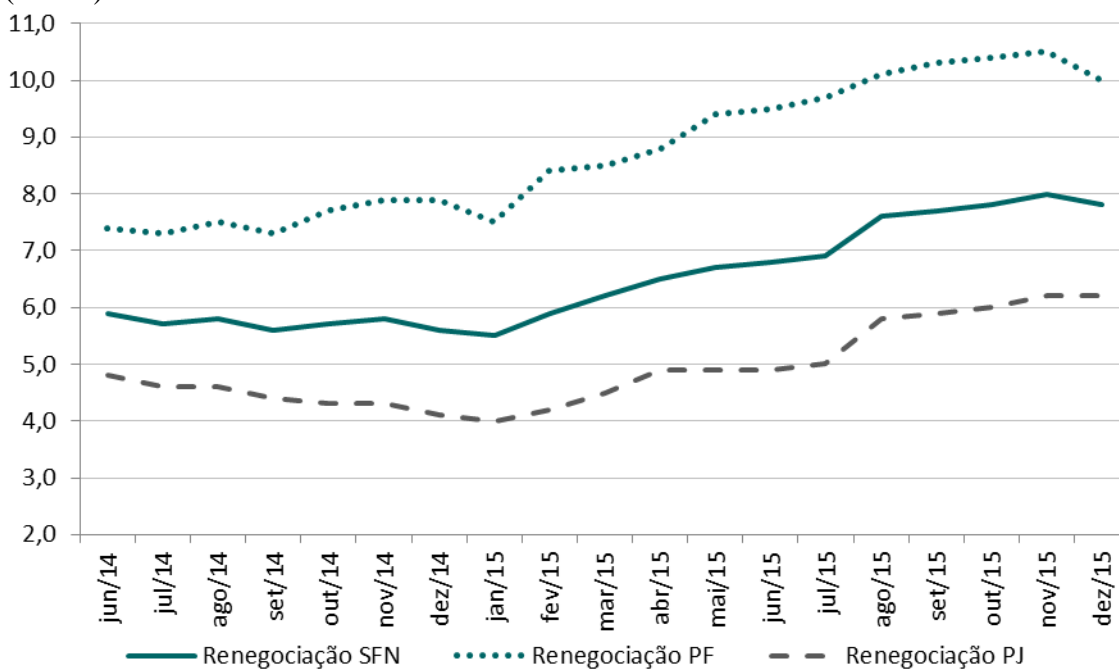
A inadimplência captura mais lentamente as alterações no risco da carteira decorrentes do cenário econômico adverso. Assim, esse risco também é percebido em elementos que tiveram seu uso crescente no semestre, como a realização de campanhas de renegociação e reestruturação de dívidas [...]. As renegociações, em sentido amplo, podem ser realizadas tanto seguindo parâmetros normais de mercado em relação a prazos, taxas e demais condições de pagamento, quanto seguindo parâmetros que as instituições financeiras não admitiriam usualmente, mas os aceitam para solucionar eventual redução na capacidade de pagamento do tomador. [...] As reestruturações [...] são [o] subconjunto das renegociações em sentido amplo [que são] realizadas em situações mais severas, pois o tomador enfrenta dificuldades financeiras evidentes e, em geral, já possui operações em atraso. Para esses tomadores em dificuldade financeira, a instituição financeira admite concessões relativamente às condições de pagamento que não aceitaria em condições normais de mercado, pois o objetivo passa a ser a recuperação do principal. (p.22).

O Gráfico 4, feito com números extraídos da base de dados do relatório, mostra o saldo das operações renegociadas em sentido amplo, como proporção do saldo total de crédito do SFN, total e separado por PF e PJ. Nota-se a elevação ao longo de 2015: para o SFN com um todo, o percentual passou de 5,7% na média do quarto trimestre de 2014, para 7,9% no último trimestre de 2015. Para pessoas físicas, de 7,8% para 10,3%.

GRÁFICO 4

Estoque de operações renegociadas em sentido amplo em relação ao estoque da carteira.

(Em %)



Fonte: BCB.

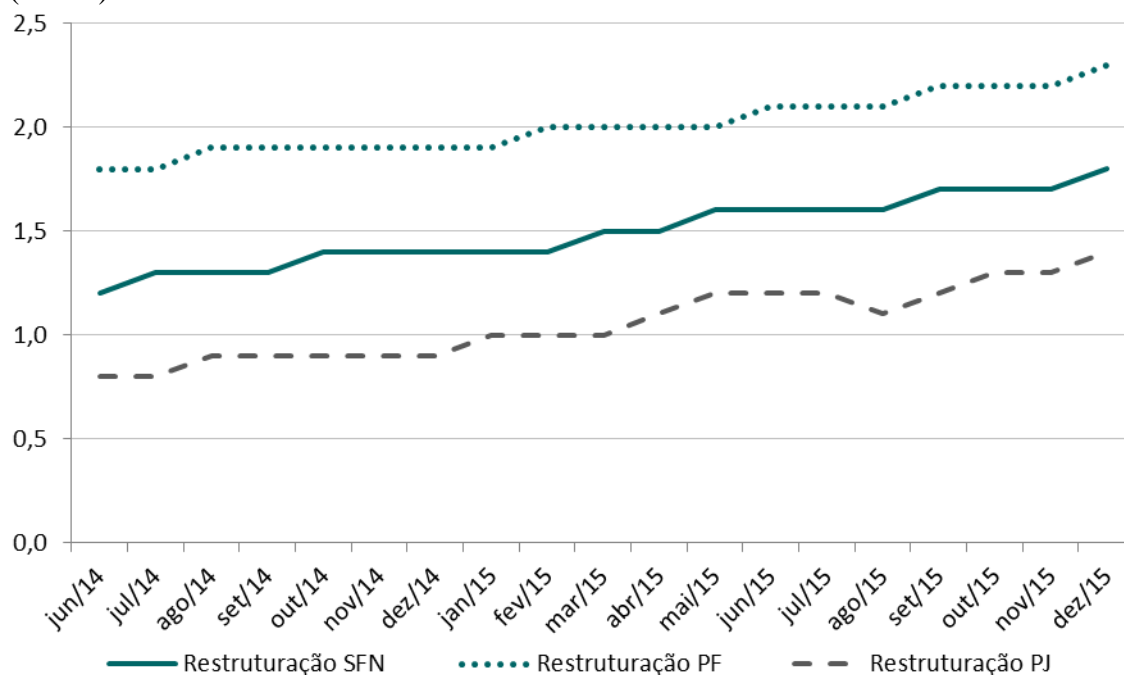
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

No caso do estoque de operações reestruturadas (ver conceito na citação do Relatório de Estabilidade Financeira acima) em relação ao estoque da carteira, os percentuais são pequenos, mas também se elevaram – embora moderadamente, como mostra o Gráfico 5. Para o total do SFN, de 1,4% na média do quarto trimestre de 2014 para 1,7% no último trimestre de 2015 e, no caso das pessoas físicas, de 1,9% para 2,2%.

GRÁFICO 5

Estoque de operações reestruturadas em relação ao estoque da carteira

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

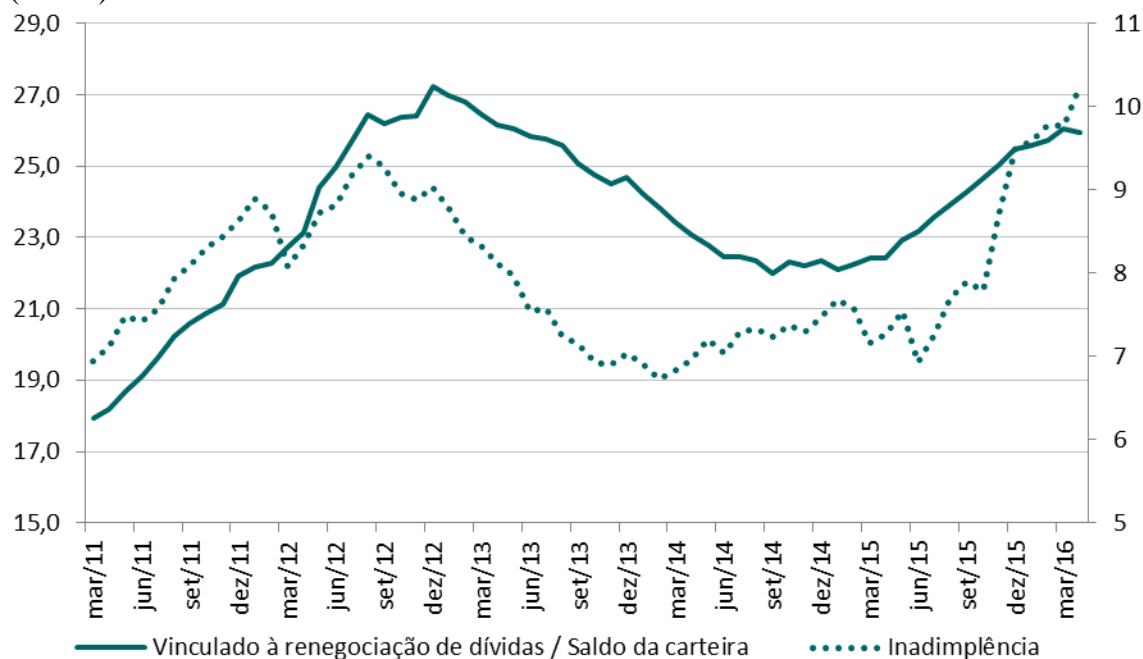
Com dados do BCB, é possível calcular a proporção do crédito pessoal não consignado vinculado à renegociação de dívidas em relação ao saldo da carteira de crédito pessoal não consignado, com recursos livres, para pessoas físicas. O BCB tem disponível, também, a inadimplência da carteira de crédito pessoal não consignado com recursos livres para pessoas físicas. O Gráfico 6 mostra, primeiramente, que esses dois indicadores caminham na mesma direção, devendo estar ambos influenciados pelos mesmos fatores econômicos. Isto é, uma situação de crise como a de agora faz crescer tanto a inadimplência quanto a renegociação. Assim, a simples constatação de que as renegociações aumentaram não é suficiente para concluir que isso seja a causa do pequeno crescimento da inadimplência.

O que pode dar uma pista sobre se o aumento da inadimplência está sendo amortecido pelo aumento das renegociações é a comparação entre essas duas séries. Se, em vez de ficar inadimplente, o devedor renegocia sua dívida com a instituição financeira em maior proporção do que o normal, a razão renegociação/inadimplência deve subir. No Gráfico 7, vê-se que esse indicador subiu de 1,0 para 1,4 ao longo de 2012 e 2013. Mas, desde o começo de 2014, a tendência tem sido de queda, interrompida ao longo do primeiro semestre de 2015, porém retomada e mantida até o dado mais recente (abril de 2016). Assim, no tocante ao crédito pessoal não consignado, não parece que a renegociação esteja agindo como substituta da inadimplência mais do que normalmente ocorre.

GRÁFICO 6

Crédito pessoal não consignado com recursos livres - indicadores

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 7

Crédito pessoal não consignado com recursos livres – razão entre renegociação e inadimplência

(Mar./2011 = 1)



Fonte: BCB.

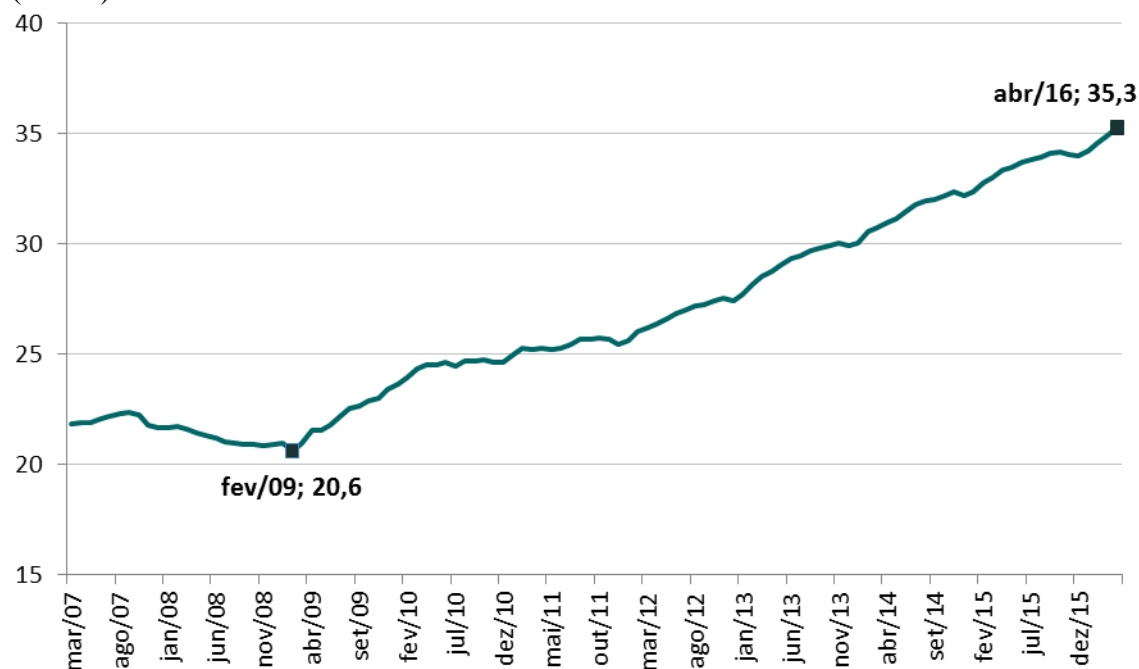
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Outro fator que poderia estar por trás do pequeno crescimento da inadimplência é a maior participação do consignado, que tem taxa de inadimplência muito menor. Por exemplo, nos primeiros quatro meses de 2016, a taxa de inadimplência no crédito pessoal consignado para PF no segmento livre foi de 2,3%, enquanto para o não consignado foi de 9,8%. E, de fato, como se pode verificar no Gráfico 8, a parcela do consignado no total de crédito livre à PF tem crescido nos últimos anos, tendo passado de 21% no início de 2009 para 35% em abril de 2016.

GRÁFICO 8

Participação do consignado no total de crédito livre PF

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

POLÍTICA MONETÁRIA

O comunicado emitido pelo Copom logo após a reunião de 08/6/2016 repetiu o texto da anterior, de 27/4: “o Comitê reconhece os avanços na política de combate à inflação, em especial a contenção dos efeitos de segunda ordem dos ajustes de preços relativos. No entanto, considera que o nível elevado da inflação em doze meses e as expectativas de inflação distantes dos objetivos do regime de metas não oferecem espaço para flexibilização da política monetária.”

A ata da reunião, divulgada em 16/6, também não trouxe maiores novidades em relação ao comunicado e à ata da reunião anterior. Reiterou que o BCB “adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016 [isto é, ao teto da meta, 6,5%], e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em

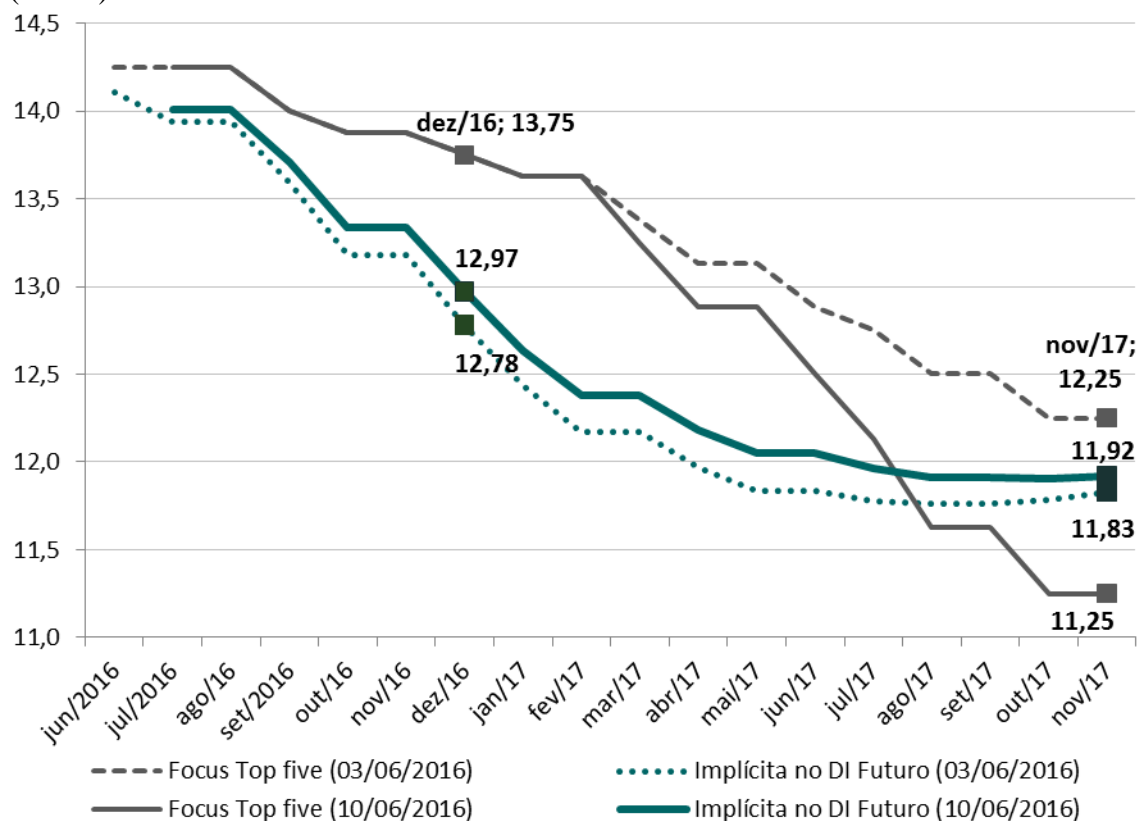
2017. Nesse contexto, ressalta que o cenário central não permite trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.”

Isso foi interpretado pelos analistas que colaboram com o sistema de expectativas do BCB (Boletim Focus do Banco Central) como significando que não haverá corte da meta para a Selic na próxima reunião, em julho³, mas deixando a possibilidade de cortes a partir da reunião de agosto ou da de outubro. A meta para a Selic implícita nos negócios de DI Futuro, porém, sugere possibilidade de queda até mesmo na próxima reunião. Tanto num caso como no outro, os cortes esperados continuariam ao longo de 2017, levando a Selic para algum ponto entre 11% e 12% a.a. no fim do ano que vem. Essas expectativas, na sexta-feira antes do Copom e na sexta-feira depois do Copom (as sextas-feiras são as datas de referência da pesquisa Focus) estão mostradas no Gráfico 9.

GRÁFICO 9

Meta para a taxa Selic: expectativa coletada pelo BCB e implícita no DI Futuro

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Dada a postura do Copom descrita acima, a queda esperada pelos analistas que contribuem com o sistema de expectativas do BCB e a embutida nos contratos de DI futuro estão, certamente, baseadas no convencimento sobre a efetividade dos novos

³ As reuniões ocorrerão em 20 de julho, 31 de agosto, 19 de outubro e 30 de novembro.

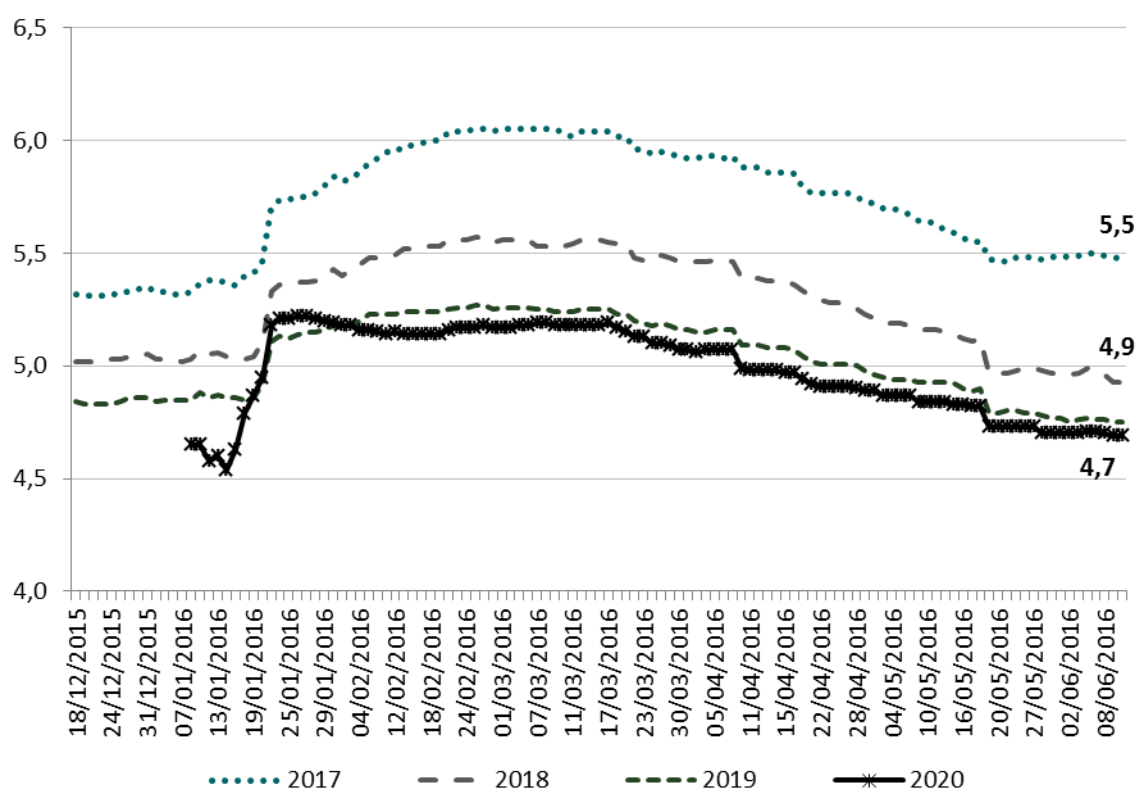
esforços de ajuste fiscal, na tendência de queda da inflação observada e na queda nas expectativas de inflação, além da forte retração da atividade econômica.

A queda nas expectativas de inflação vem, de fato, ocorrendo de forma consistente desde meados de março de 2016, com relação ao IPCA dos próximos quatro anos, de 2017 a 2020. Quando se observa a média da amostra, apresentada no Gráfico 10, é notável que nem mesmo para 2020 se espere a inflação na meta – o número para aquele ano é 4,69%. A mediana, porém, já registra 4,50% em 2019 e 2020; mas, para 2018, ainda está em 5,00%.

GRÁFICO 10

Inflação esperada para 2017, 2018, 2019 e 2020, coletada pelo BCB*: 18/dez./2015 a 10/jun./2016

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Obs.: * Média da amostra total – IPCA.

Na ata da última reunião, a previsão condicional de inflação, no cenário de referência – isto é, Selic estável em 14,25% e taxa de câmbio estável em 3,60 - foi de IPCA que “atinge a meta de 4,5%”, descrita como “redução da projeção”. Mas a ata da reunião de abril já dizia que “a projeção para 2017 encontra-se ao redor da meta de 4,5%”. De modo que é possível também a interpretação de que não houve novidade: o alcance da meta em 2017 já aparecia na ata anterior. No cenário com trajetórias do Focus para Selic e câmbio, foi considerada trajetória da Selic semelhante à mostrada no Gráfico 9 para 03/6 e desvalorização do real de R\$/US\$ 3,55 em jun./2016 para 3,70 em

dez./2016 e 3,80 em nov./2017. A ata relatou que “a projeção para 2017 [...] reduziu-se em relação à projeção da reunião anterior”, mas encontra-se “acima da meta de 4,5%”.

Assim, as expectativas para Selic e câmbio parecem incompatíveis com o objetivo do BCB de fazer o IPCA convergir para a meta em 2017. É verdade, porém, que os modelos usados para esses cenários de referência e de mercado não são o único critério usado pelo Copom em suas decisões e não o são, portanto, também pelos analistas de mercado. Outra maneira de compatibilizar as expectativas com a meta para o IPCA é a possibilidade de revisão para cima da meta em 2017, possivelmente com a compensação de uma meta menor alguns anos à frente.