



1º Trimestre

2017

34

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, Substituto

Carlos Roberto Paiva da Silva

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

Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura

João Alberto De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Regina Alvarez

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

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

MOEDA E CRÉDITO

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos¹

SUMÁRIO

O saldo total de crédito na economia como percentual do PIB foi de 48,7% em fevereiro, o que significou queda de 4,0 pontos de porcentagem em relação a 12 meses antes. Essa desalavancagem se deu depois de um acelerado processo de aprofundamento do crédito, que o fez sair de cerca de 30% do PIB no primeiro trimestre de 2007 para 54% do PIB no fim de 2015. Mas esse processo não foi exclusividade da economia brasileira. O mesmo se deu nas economias emergentes em geral, e de forma até mais intensa. O fenômeno também ocorreu nas economias avançadas, em período anterior: entre 1999 e 2009, o crédito em proporção do PIB nessas economias cresceu 25%, passando de 138% para 173%. Na média dos emergentes, ainda não aparece redução da razão crédito/PIB. Nas economias avançadas, com a crise financeira global deflagrada pela das hipotecas nos Estados Unidos (EUA), esse percentual se reduziu para 161% ao final de 2014 e se mantém próximo a esse valor desde então.

Em termos reais, o saldo das operações de crédito no Brasil continuou apresentando forte queda em fevereiro de 2017 na comparação com o mesmo mês do ano anterior, de 7,9%. Mas a evolução recente dessa taxa, quando separada por pessoa jurídica (PJ) e pessoa física (PF), mostra comportamento bem diferente entre os dois segmentos: o saldo dos créditos à PF vem mostrando taxas de queda seguidamente menores há cerca de quatro meses, enquanto os saldos de PJ vinham tendo sua queda acentuada, para somente em fevereiro de 2017, no último dado, aparecer uma reversão. Essa diferença de comportamento entre PJ e PF também se verifica na evolução das novas concessões. Durante o atual ciclo recessivo, a queda nas concessões para PJ foi bem mais acentuada e continua acontecendo, enquanto no crédito para PF as concessões pararam de cair e se estabilizaram desde o segundo trimestre de 2016, embora o dado de fevereiro tenha mostrado queda. Analisando a trajetória da variação em doze meses (em pontos de porcentagem, p.p.) do endividamento das famílias como percentual da renda acumulada em doze meses, pode-se observar que, desde o último trimestre de 2016, o ritmo da queda vem diminuindo.

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

A taxa de juros média das operações de crédito foi de 32,2% ao ano (a.a.) em fevereiro de 2017, o que representou acréscimo de 0,4 p.p em relação a fevereiro de 2016, apesar de a Selic ter caído 1,25 p.p. em igual período. O *spread* bancário foi de 23,9%, com aumento de 3,1 p.p. sobre o mesmo mês do ano anterior. O aumento do *spread* impede que a queda na taxa básica de juros se reflita nas taxas pagas pelos tomadores de empréstimos bancários. Dados a preocupação com a retomada da economia e o papel central da política monetária nesse processo, a alta nos *spreads* tem sido objeto de estudos do Banco Central, que mostram que mais da metade do *spread* decorre da inadimplência. Em segundo lugar, vem o lucro dos bancos, que fica entre um quinto e um quarto do *spread*. Em terceiro, a parcela devida aos impostos diretos (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL – e Imposto de Renda - IR), que é de aproximadamente 16%. As outras duas parcelas são bem menores: custo administrativo e o conjunto compulsório, encargos fiscais e Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Algumas medidas de juros reais têm mostrado significativa queda. A taxa de juros real *ex-ante* calculada com o *swap* DI-Pré e com a expectativa do Focus/BCB para o IPCA, ambos para 12 meses à frente, reduziu-se para 4,9% em março, perfazendo quatro meses seguidos de queda, depois de passar o ano de 2016 mais ou menos estável em torno de 7,0%. Na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ), a queda, em um mês, foi de 0,5 p.p, aproximadamente, nos prazos de um ano e meio a três.

CRÉDITO

De acordo com a nota para a imprensa divulgada pelo Banco Central do Brasil (BCB) em 29/03/2017, o saldo total de crédito na economia como percentual do PIB foi de 48,7% em fevereiro, o que significou queda de 4,0 pontos de porcentagem em relação a 12 meses antes. Como comentado em texto desta seção da *Carta de Conjuntura* nº 33², essa desalavancagem ocorreu depois de um acelerado processo de aprofundamento do crédito, que o fez sair de cerca de 30% do PIB no primeiro trimestre de 2007 para 54% do PIB no fim de 2015, isto é, ao longo de nove anos.

Esse aprofundamento do crédito não foi exclusividade da economia brasileira. O gráfico 1 ilustra que o mesmo se deu nas economias emergentes, em geral³, e de forma até mais intensa: entre dezembro de 2007 e dezembro de 2015, o crédito no Brasil, em relação ao PIB, cresceu 43%; nas economias emergentes, 62%.

Esse fenômeno também ocorreu nas economias avançadas, em período anterior: entre 1999 e 2009, o crédito em proporção do PIB nessas economias cresceu 25%, passando de 138% para 173%. Com a crise financeira global deflagrada pela das hipotecas nos Estados Unidos (EUA), esse percentual se reduziu para 161% ao final de

² Ver <http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2016/12/16/credito-2/>

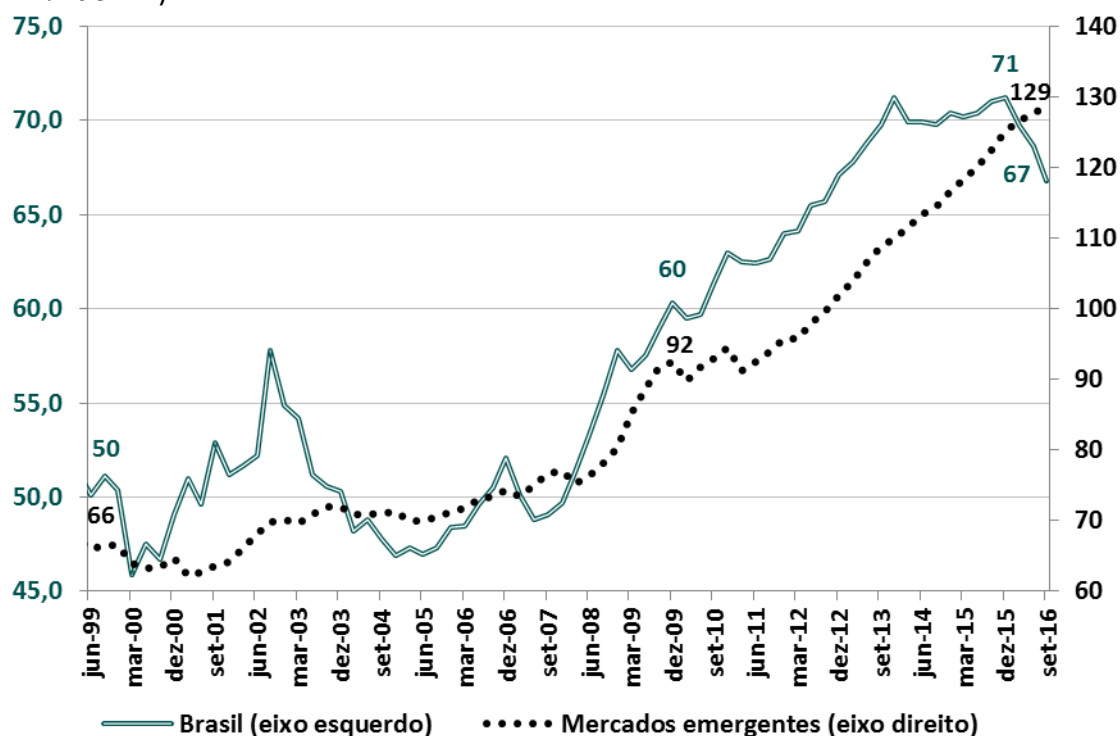
³ Por diferenças de cálculo, o número do Banco de Compensações Internacionais (BIS) para o Brasil é maior do que o do Banco Central do Brasil (BCB), mas os movimentos são fortemente correlacionados.

2014 e se mantém próximo a esse valor desde então. Dado que o nível de 173% do PIB foi alcançado após um processo de “bolha” nos mercados, especialmente o imobiliário, não deve ser, certamente, uma boa referência para a recuperação da razão crédito/PIB nos próximos anos. Aparentemente, os excessos foram contidos e, após o ajuste, o mercado parece ter atingido certa estabilidade.

GRÁFICO 1

Crédito ao setor privado não financeiro: Brasil e mercados emergentes

(Em % do PIB)



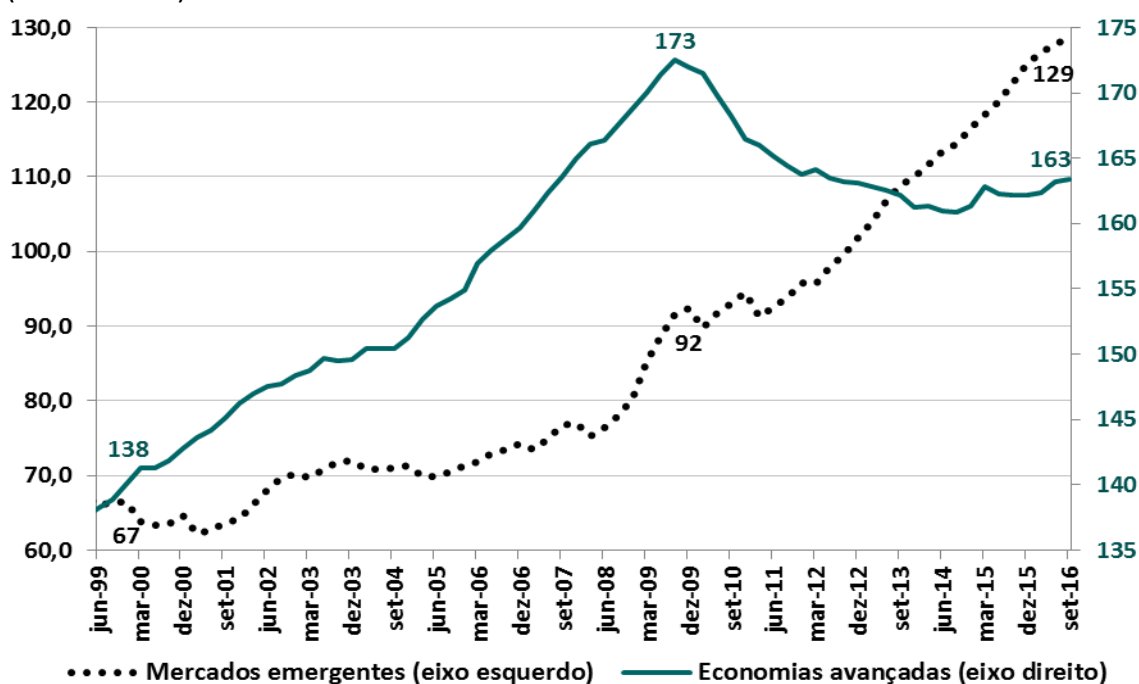
Fonte: Banco de Compensações Financeiras Internacionais (*Bank of International Settlements – BIS*)
 Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

Voltando ao mercado brasileiro, os dados mostram que, em termos reais, o saldo das operações de crédito continuou apresentando forte queda real em fevereiro de 2017 na comparação com o mesmo mês do ano anterior, de 7,9% (tabela 1 e gráfico 3). Mas a evolução recente dessa taxa, quando segmentada por pessoa jurídica (PJ) e pessoa física (PF), mostra resultado bem diferente: o saldo dos créditos à PJ caiu 13,9%, enquanto o dos créditos à PF caiu 1,4%, desenhando uma trajetória de quedas cada vez menores (ver o gráfico 3). Até janeiro, as quedas em PJ vinham sendo cada vez maiores, mas houve uma reversão em fevereiro, contribuindo para a redução da queda do saldo total.

GRÁFICO 2

Crédito ao setor privado não financeiro: mercados emergentes e economias avançadas

(Em % do PIB)



Fonte: Banco de Compensações Financeiras Internacionais (*Bank of International Settlements – BIS*)
 Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

TABELA 1

Crédito: Resumo fevereiro/2017

	Saldo				Concessões (Média Diária)		Inadimplência (%)	
	R\$ bilhões	Variação real* 12 meses (%)	% do PIB	Variação em 12 meses em pontos de porcentagem do PIB	R\$ bilhões	Variação real* 12 meses (%)	%	Variação 12 Meses (p.p.)
Total	3.070	-7,9	48,7	-4,0	232	-9,2	3,7	0,2
Pessoa Física	1.566	-1,4	24,8	-0,3	141	-3,5	4,0	-0,3
Pessoa Jurídica	1.504	-13,9	23,8	-3,8	91	-16,7	3,5	0,7
Crédito Livre	1.530	-8,9	24,3	-2,3	212	-9,7	5,6	0,1
Crédito Direcionado	1.541	-6,9	24,5	-1,7	20	-2,8	1,9	0,4

Obs.: *IPCA

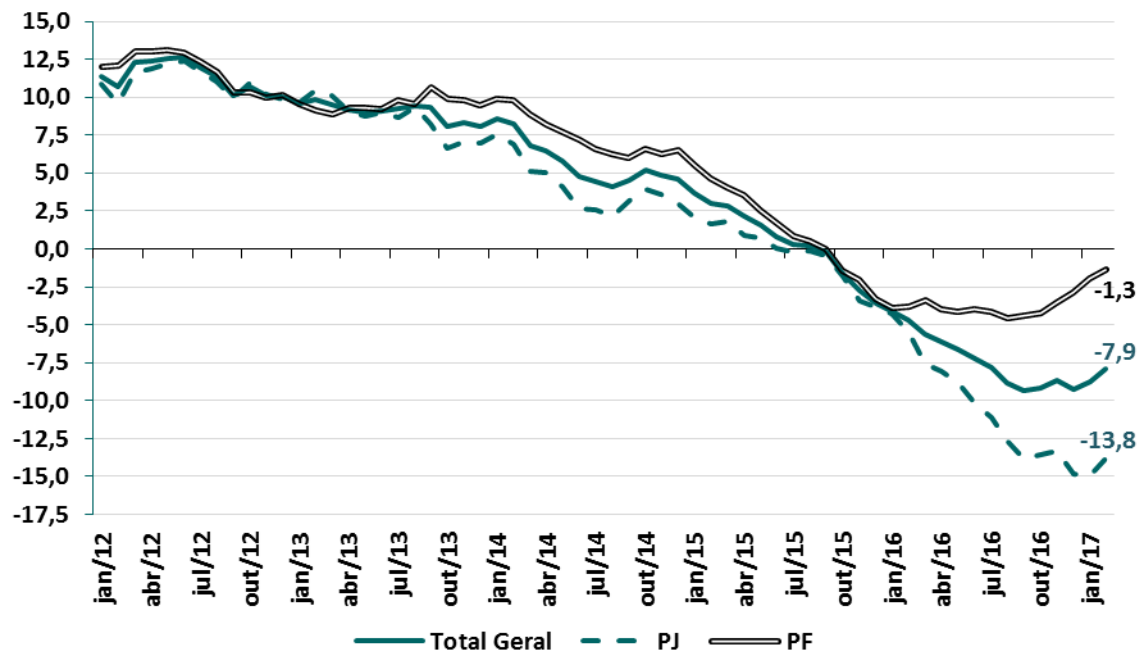
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

GRÁFICO 3

Saldo mensal das operações de crédito do SFN, deflacionado pelo IPCA, variação em relação ao mesmo mês do ano anterior.

(Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

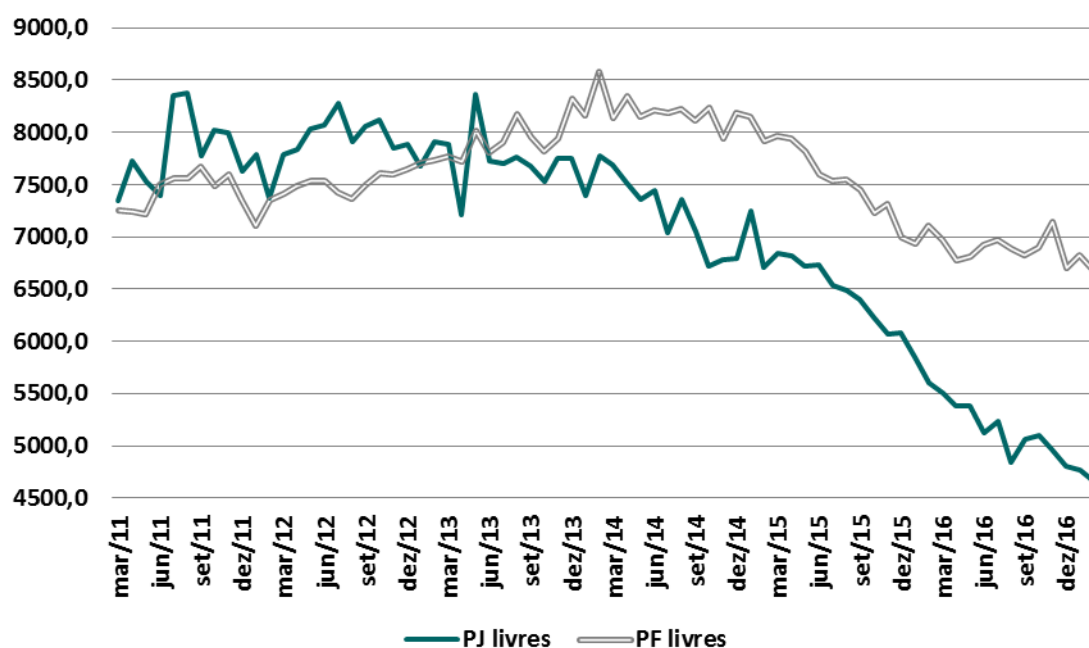
Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

Essa diferença de comportamento entre PJ e PF também se verifica na evolução das novas concessões. Como as novas concessões de recursos direcionados representam apenas cerca de 10% do total das concessões, o gráfico 4 mostra a evolução das novas concessões do segmento livre, divididas em PJ e PF. Durante o atual ciclo recessivo, a queda nas concessões para PJ foi bem mais acentuada. No crédito para PF, as concessões haviam parado de cair e se estabilizado desde o segundo trimestre de 2016. O dado de fevereiro, porém, mostrou redução. O nível atual das concessões à PJ é 40% menor do que a média do período 2011-2013, isto é, de antes do início da recessão. A queda em PF só começou um ano depois, em 2015; o valor atual é 14% menor do que a média de 2011-2014.

GRÁFICO 4

Novas concessões de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas e físicas

(Em R\$ milhões de fev./2017, deflacionados pelo IPCA, média por dia útil, série dessazonalizada)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

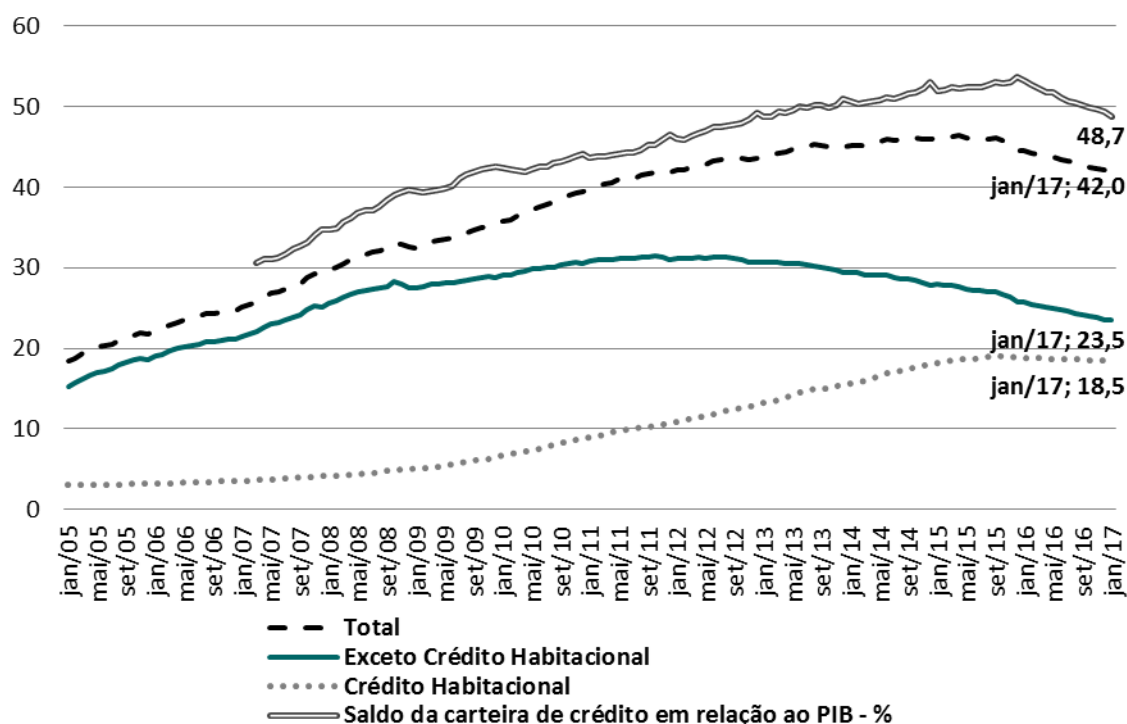
Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

O saldo total de crédito sobre o PIB envolve todos os tipos de crédito bancário e toda a economia. O BCB calcula também o endividamento das famílias como porcentual da sua renda acumulada em doze meses. Como mostrado no gráfico 5, essas duas variáveis tiveram comportamentos semelhantes. Lembre-se de que o PIB é uma medida de renda acumulada em um ano, de modo que as duas medidas são análogas, no sentido de representarem um estoque (saldo) de dívida (crédito) em relação à renda de um ano. O endividamento das famílias do BCB permite a divisão entre crédito habitacional e não habitacional e, portanto, possibilita observar as diferentes trajetórias: a queda no crédito não habitacional começou ainda em 2013, enquanto o habitacional continuou crescendo até 2015.

GRÁFICO 5

Endividamento das famílias em relação à renda acumulada nos últimos doze meses e crédito em relação ao PIB

(Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

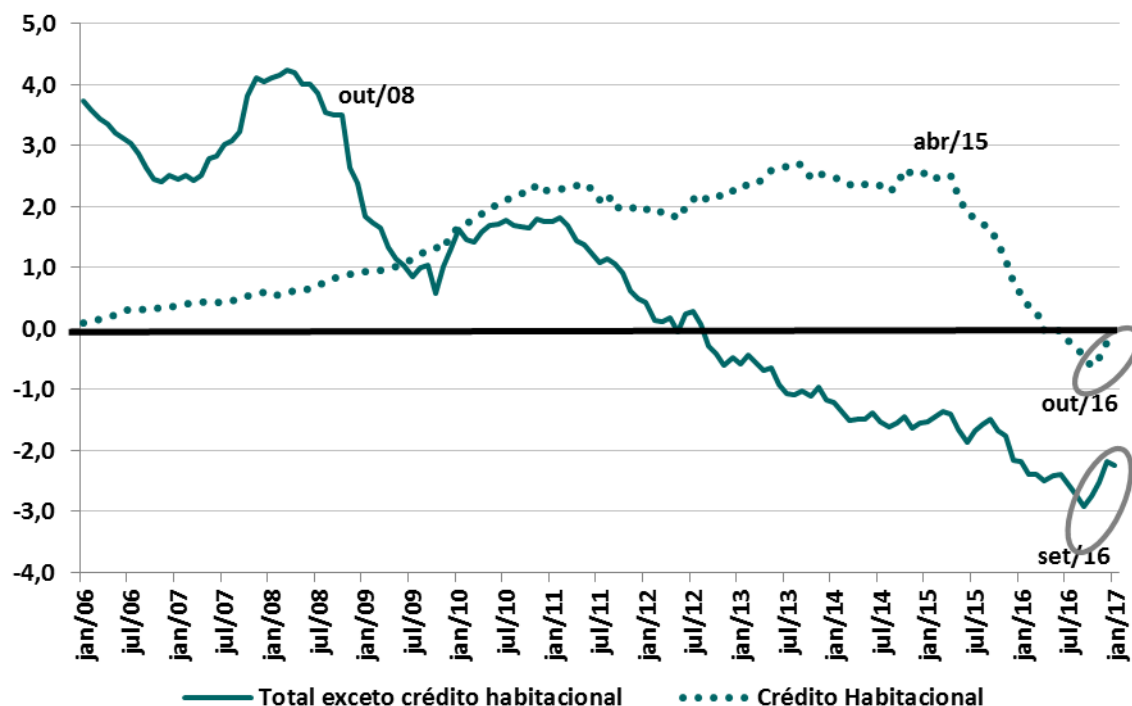
Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

Observando-se a trajetória da variação em doze meses (em pontos de porcentagem), no gráfico 6, nota-se que o crédito não habitacional começou a ter seu crescimento se desacelerando a partir de novembro de 2008, isto é, no contexto imediato da crise financeira internacional. Mas o crescimento do habitacional continuou se acelerando. A queda na taxa de crescimento só se deu, nesse segmento, em maio de 2015, quando o governo adotou uma série de medidas restritivas ao crédito no setor.⁴ Nessa mesma medida, pode-se analisar, também no gráfico 6, que desde o último trimestre de 2016, a taxa de queda no saldo do crédito como porcentual da renda acumulada em doze meses vem diminuindo (no caso de PJ, voltou a cair em fevereiro).

⁴ Naquele mês, entraram em vigor novos limites de financiamento da CEF para imóveis usados, com recursos da caderneta de poupança. Pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH), em que o limite máximo para o valor do imóvel era de R\$ 750 mil, o percentual financiável caiu de 80% para 50% do valor total do imóvel. Isto é, a entrada a ser dada pelo comprador passou de 20% para 50% do valor do imóvel – em outras palavras, a disponibilidade inicial de recursos exigida do candidato a adquirir o imóvel foi multiplicada por 2,5. No Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), em que não há limite para o valor do imóvel, o percentual financiável foi reduzido de 70% para 40% do valor total – isto é, a entrada dobrou, de 30% para 60% do valor do imóvel. Posteriormente, houve outras modificações nas regras, mas esta primeira marcou a mudança nas novas concessões e na evolução do saldo do crédito habitacional.

GRÁFICO 6

Endividamento das famílias em relação à renda acumulada dos últimos doze meses
(Em variação em p.p. em relação a mesmo mês do ano anterior)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

JUROS

A taxa de juros média das operações de crédito foi de 32,2% ao ano em janeiro de 2017, o que representa um acréscimo de 0,4 p.p em relação a janeiro de 2016, apesar de a Selic ter caído 1,33 p.p. em igual período. Houve aumento da taxa de juros nessa comparação interanual para PF de 1,4 p.p., enquanto a taxa para PJ caiu 2,3 p.p. No segmento de crédito livre, a alta foi de 2,7 p.p e o direcionado registrou queda de 0,7 p.p. Para PF e no segmento de crédito livre, houve significativo aumento do *spread* bancário, como se pode observar na última coluna da tabela 2.

O gráfico 7 mostra a evolução da taxa de juros média das operações de crédito comparada à da Selic. A taxa de juros média está mostrada na versão original e com ajuste para a sazonalidade. Apesar da estabilidade da Selic desde o terceiro trimestre de 2015, a taxa de juros das operações de crédito continuou a subir. Mais recentemente, observava-se, na série dessazonalizada, uma estabilidade. Em fevereiro, o dado trouxe uma queda acentuada, de 32,9% em janeiro para 31,8%, na série dessazonalizada.

TABELA 2

Taxa de juros e *spread* bancário em fevereiro de 2017 por segmento e categoria de crédito

	Taxa de Juros		Spread	
	% a.a	Variação 12 Meses (p.p.)	p.p.*	Variação 12 Meses (p.p.)
Total	32,2	0,4	23,9	3,1
Pessoa Física	41,4	1,4	33,3	4,3
Pessoa Jurídica	20,3	-2,3	11,7	0,0
Crédito Livre	53,2	2,7	42,5	6,7
Crédito Direcionado	9,87	-0,73	4,1	0,2
Selic	12,8	-1,33	-	-

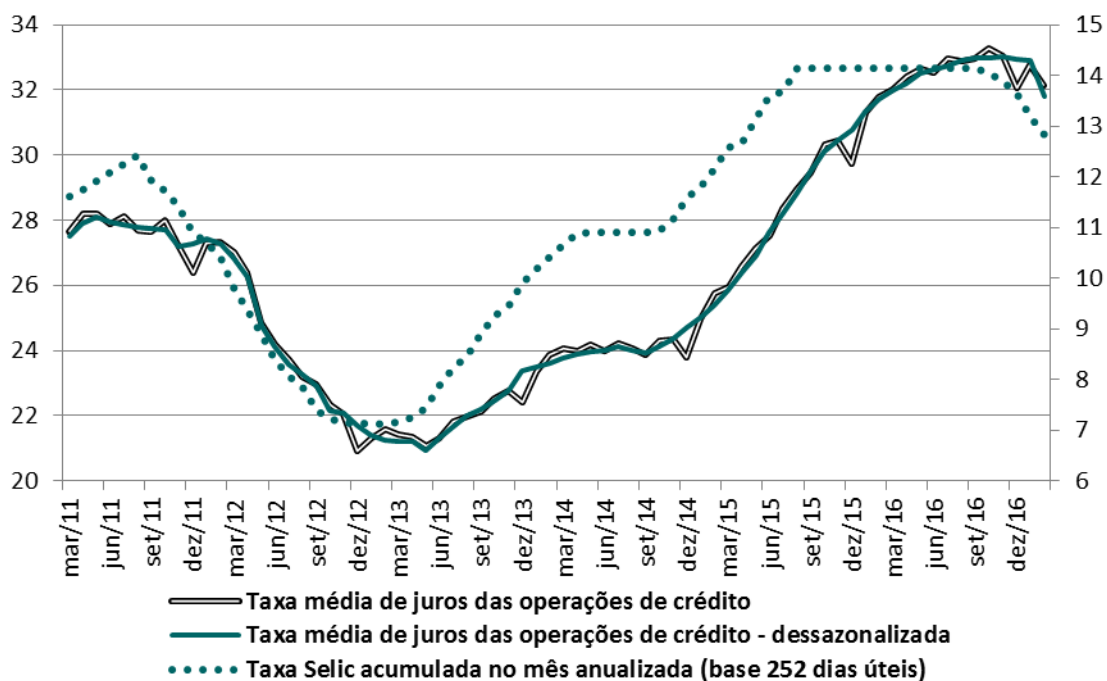
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

GRÁFICO 7

Taxa média de juros das operações de crédito e Selic

(Em % a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

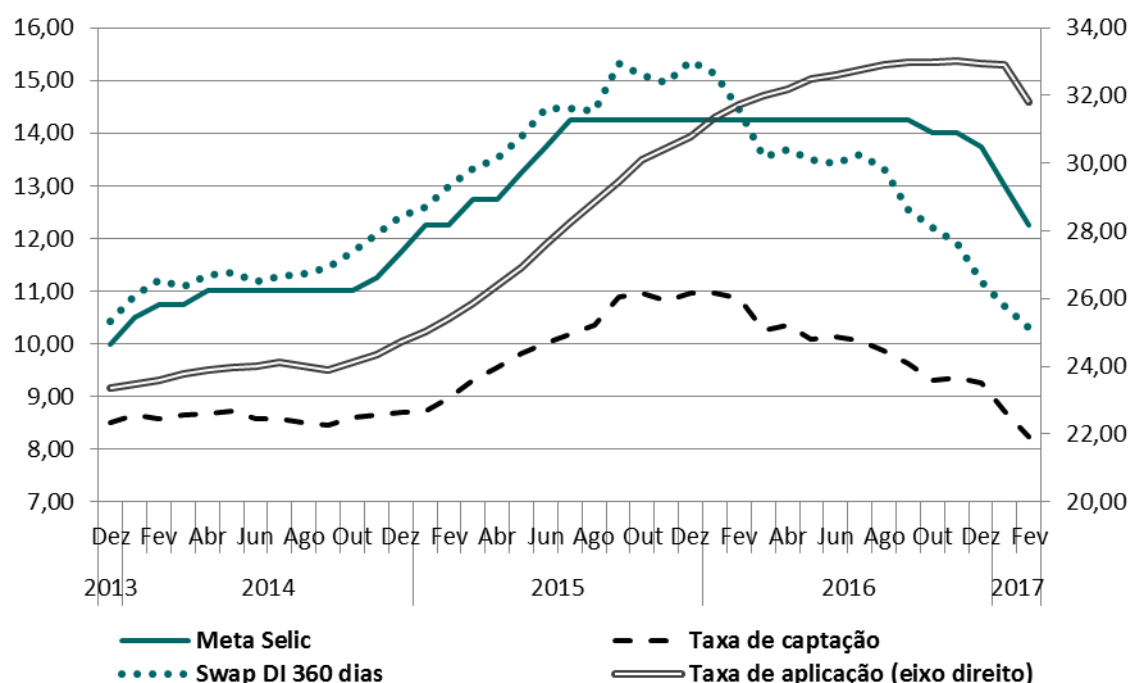
Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

O *spread* bancário é a diferença entre a taxa de aplicação dos bancos, isto é, a taxa de juros que os bancos recebem e a sua taxa de captação, ou seja, a que eles pagam. O gráfico 8 mostra a evolução dessas duas taxas, comparadas à evolução da Selic e da taxa do Swap DI x pré 360 dias. Ao longo de 2014 e 2015, as taxas de aplicação e captação acompanharam o movimento de elevação da Selic. A partir do início de 2016, apesar da Selic ter ficado estável (só começaria a cair no último trimestre), já começava um movimento de queda de juros, ilustrado no gráfico pela queda do swap DI-Pré 360 dias. A taxa de captação começou também a cair, mas a de aplicação continuou em alta. O dado de fevereiro mostrou a primeira – e significativa – queda na taxa de aplicação.

GRÁFICO 8

Taxas de juros

(Em % a.a., dessazonalizadas, exceto a Selic)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

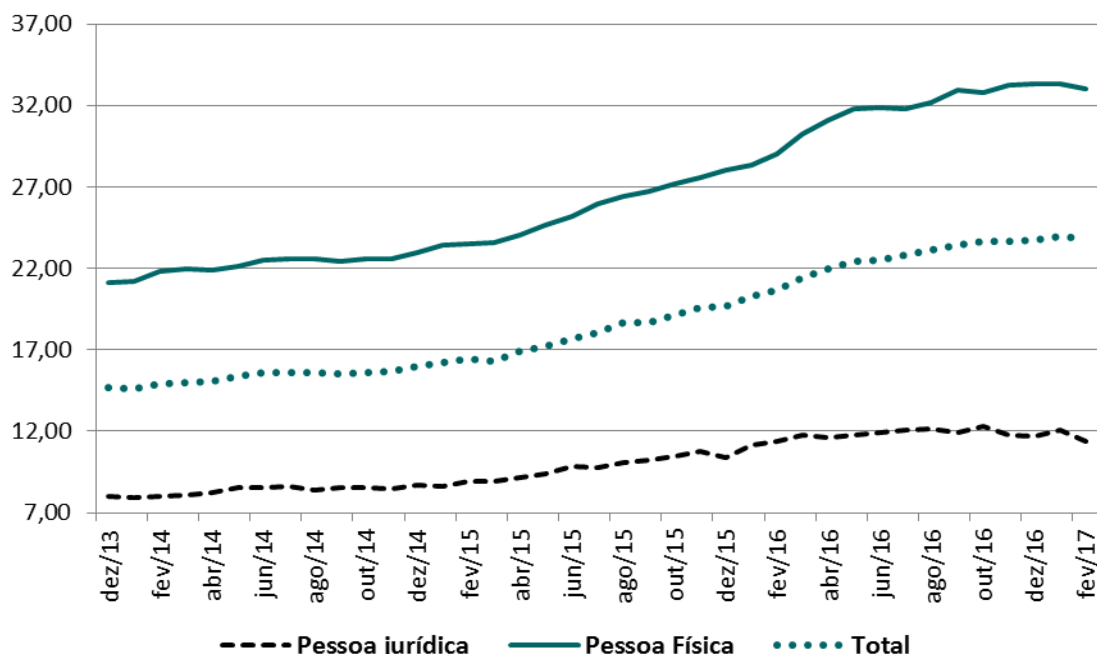
O gráfico 9 mostra a trajetória do *spread* e permite verificar que a alta ocorreu tanto em PF quanto em PJ. O aumento do *spread* impede que a queda na taxa básica de juros se reflita nas taxas pagas pelos tomadores de empréstimos bancários. Dada a preocupação com a retomada da economia e com o papel central da política monetária nesse processo, a alta nos *spreads* foi alvo de declarações recentes da autoridade monetária e objeto de estudo de seu corpo de pesquisa. O gráfico 10

mostra a decomposição do *spread*, por participação porcentual, de 2011 a 2016, como calculada pelo BCB.⁵

GRÁFICO 9

Spread bancário

(Em % a.a., séries dessazonalizadas)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

Mais da metade do *spread* é devido à inadimplência, isto é, os bancos cobram dos bons pagadores aquilo que não recebem dos maus. Em segundo lugar, vem o ganho propriamente dito dos bancos, o lucro, que fica entre um quinto e um quarto do *spread*. Em terceiro lugar, uma parcela atribuída aos impostos diretos (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL - e Imposto de Renda - IR), que é de aproximadamente 16%. As outras duas parcelas são bem menores: custo administrativo e o conjunto Compulsório, Encargos Fiscais e Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

É digna de nota a recente queda na taxa de juros real *ex-ante*, calculada pela comparação entre o *swap* DI-Pré e o IPCA esperado para 12 meses à frente (mostrada no gráfico 11). Após se manter mais ou menos constante ao longo de 2016, em torno de 7,0% a.a., essa taxa passou a cair de forma sistemática a partir de novembro do ano passado e chegou a 4,9% a.a. em março deste ano, nível equivalente ao que

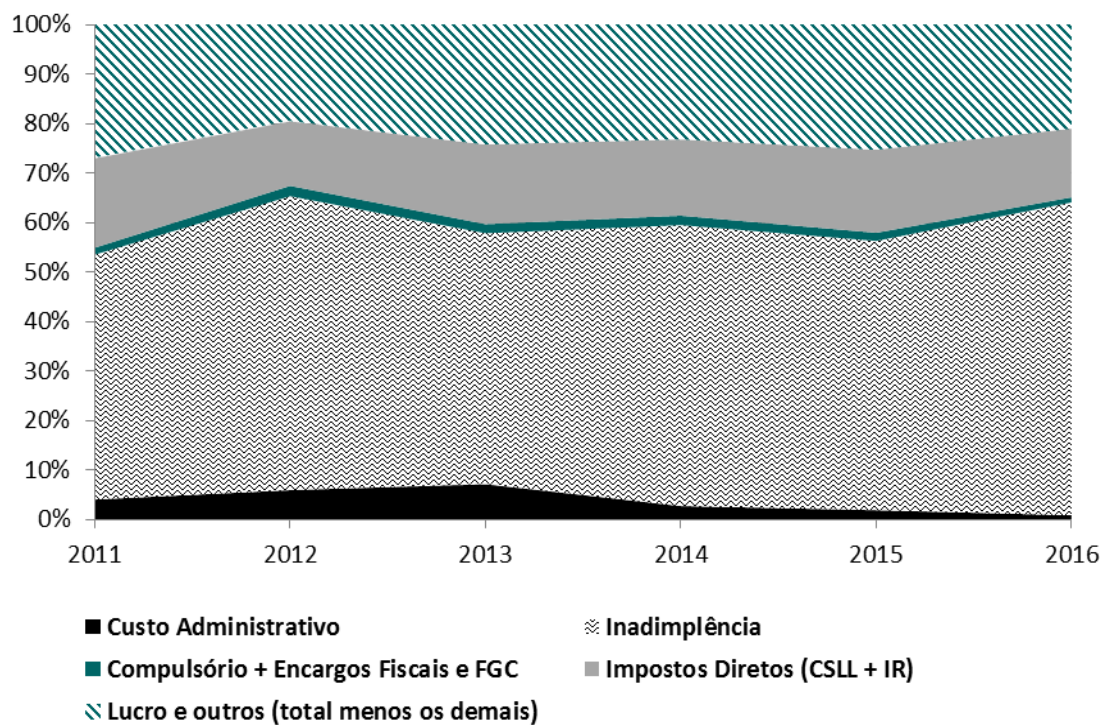
⁵ Fonte: Goldfajn, I. Painel Projeto Spread Bancário, Brasília, 07/02/2017, versão atualizada, revisada e acrescida de apêndice em 08/3/2017.

(www.bcb.gov.br/pec/apron/apres/Apresentacao_Painel_Projeto_Spread_Bancario.pdf, acessado em 28/3/2017).

prevaleceu na maior parte de 2014, antes do início do último ciclo de elevação da Selic. O gráfico sugere correlação entre esta taxa e a meta para a Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

A queda nos juros reais também aparece na estrutura a termo da taxa de juros calculada pela Anbima. Em relação a cerca de um mês atrás, a curva deslocou-se significativamente para baixo, como se pode ver no gráfico 12. Especialmente nos vértices de um ano e meio a três anos, observa-se queda de cerca de 0,5 p.p.

GRÁFICO 10
Decomposição do *spread* bancário
 (Em %)

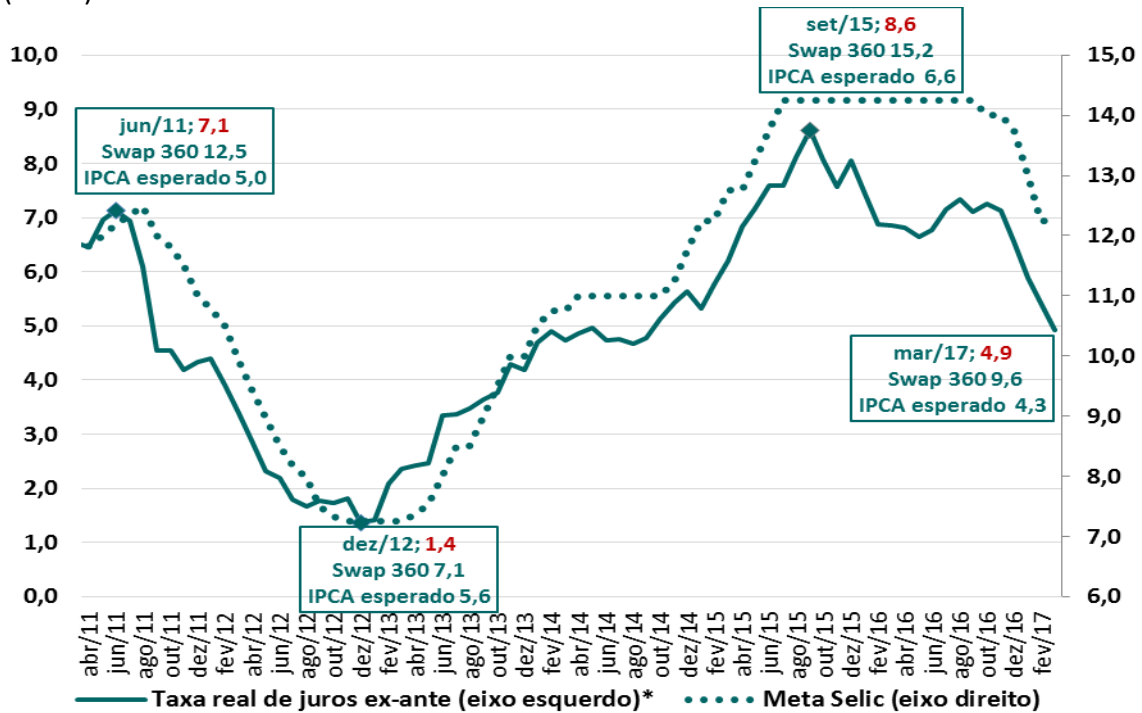


Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

GRÁFICO 11

Taxa de juros real *ex-ante* (swap DI-Pré 360 dias / IPCA esperado 12 meses*) – 24/3/2017

(Em %)



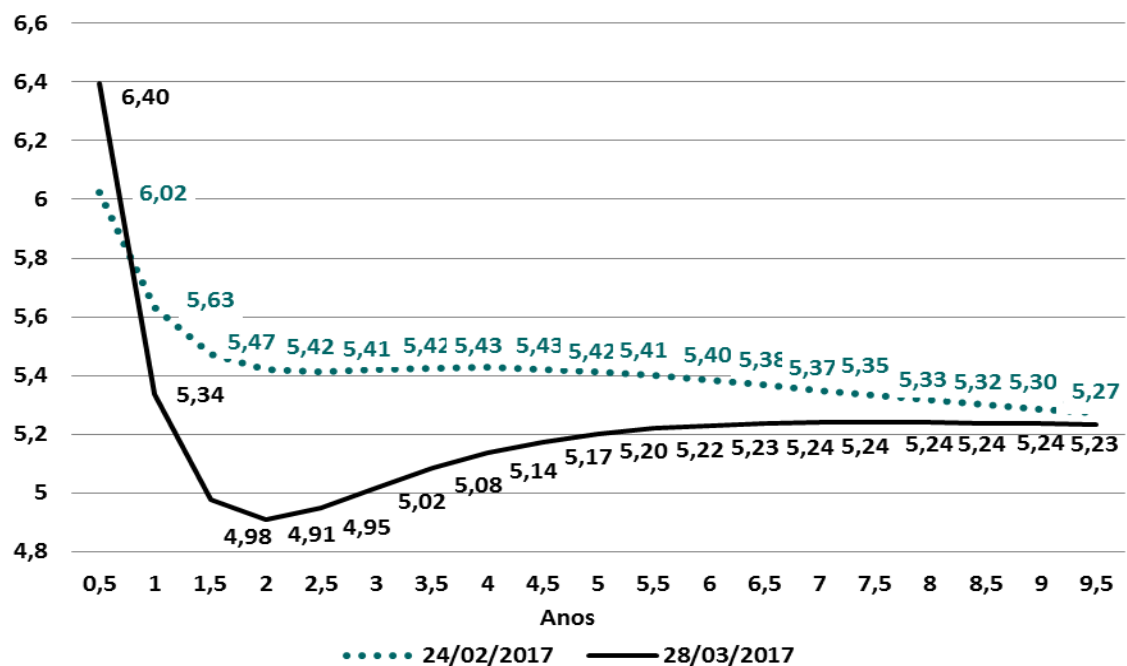
*Mediana da amostra completa.

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.

GRÁFICO 12

Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) - juros reais acima do IPCA



Fonte: Anbima.

Elaboração: Ipea/Dimac/Grupo de Conjuntura.