

SEÇÃO X

Moeda e crédito

Sumário

O Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu as metas de inflação para 2019 e 2020 em, respectivamente, 4,25% e 4,00%. A de 2019 está em linha com as expectativas de mercado; a de 2020 foi uma inovação, pois, até então, a meta era definida, em cada mês de junho, para dois anos e meio à frente. O CMN sinaliza, assim, a intenção de ter a inflação brasileira convergente para os níveis internacionais, ainda que de maneira gradual.

Os dados de crédito de maio de 2017 mostraram, como já vinha acontecendo, um cenário mais benigno para pessoas físicas, mas os empréstimos para pessoas jurídicas continuam com panorama pior e maio trouxe até alguma deterioração adicional, revertendo algumas tendências de melhora que se verificavam no segmento. Os juros e os *spreads* tiveram quedas significativas em abril e maio. Os juros médios das operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) caíram de 32,1% em março para 29,2%, na série com ajuste para a sazonalidade. E o *spread* médio, diferença entre as taxas de aplicação e de captação, caiu de 23,5% para 21,1%. O processo de redução do endividamento na economia brasileira continua. Em maio, a relação crédito/Produto Interno Bruto (PIB) foi de 48%, tendo caído continuamente desde o máximo de 53,7%, alcançado em dezembro de 2015.

1 Metas para a inflação

O Conselho Monetário Nacional (CMN) anunciou, em 29/6/2017, a meta de inflação para 2019, fixando-a em 4,25%, 0,25 pontos de porcentagem (p.p.) abaixo da atual, de 4,50%. Foi introduzida uma novidade, a definição da meta para mais um ano à frente: a de 2020 foi estabelecida em 4,00%. O intervalo de tolerância continua em 1,5 p.p. pra cima ou para baixo. O gráfico 1 traz o histórico das metas de inflação, incluindo as novas. O texto de 15/5/2017 da *Carta de Conjuntura*¹ observava que a mediana das expectativas para 2019 e 2020 da pesquisa Focus/BCB estava em 4,25%, abaixo da meta para 2017 e 2018, estabelecida em 4,50% e que parecia ser esta (4,25%),

Estêvão Kopschitz X. Bastos

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

estevao.bastos@ipea.gov.br

Assistente de pesquisa:

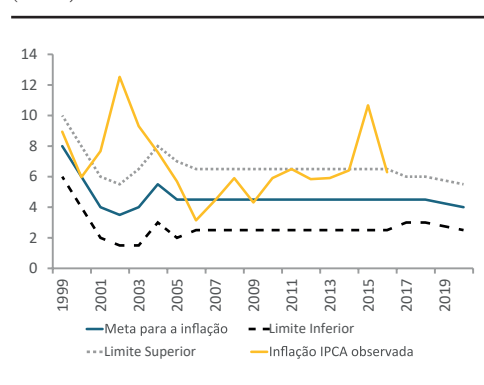
Beatriz Cordeiro Araujo

TEXTO ELABORADO COM INFORMAÇÕES DISPONÍVEIS ATÉ O DIA 03/07/2017

1 “Mudança na meta de inflação e corte na Selic: o que dizem as expectativas de mercado?” (<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2017/05/15/mudanca-na-meta-de-inflacao-e-corte-na-selic-o-que-dizem-as-expectativas-de-mercado/>)

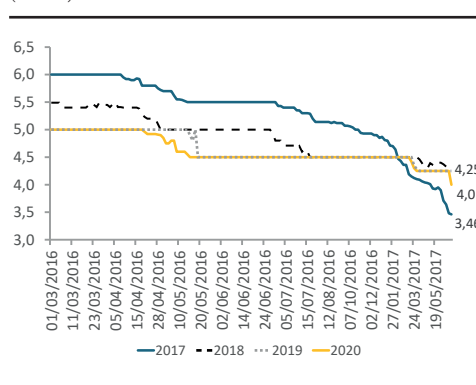
portanto, a nova meta a ser definida para 2019 em que os participantes da pesquisa acreditavam. O CMN decidiu, assim, corroborar as expectativas do mercado para 2019, ao mesmo tempo em que acrescentou uma pequena dose de surpresa, ao fixar também a meta para 2020 e num patamar um pouco menor. Dessa forma, mostrou o compromisso de encaminhar a inflação brasileira para níveis mais condizentes com o padrão internacional. Depois do anúncio, já no dia seguinte, em 30 de junho, a mediana das expectativas de inflação para 2020 caiu de 4,25% para 4,00%. As expectativas para 2017 a 2020, em 30 de junho, estão mostradas no gráfico 2.

GRÁFICO 1
Inflação e Metas para a inflação – 1999 a 2020
(Em %)



Fontes: BCB e IBGE
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 2
IPCA – Sistema de Expectativas de Mercado (Boletim Focus/BCB) – mediana da amostra completa
(último dado: 30/6/2017)
(Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

2 Crédito

O saldo total de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) caiu 6,0% em maio deste ano, em relação a maio do ano passado, descontada a inflação – ver Tabela 1. Ao se fazer a divisão entre pessoa jurídica (PJ) e física (PF), a discrepância na queda é bem grande: PJ caiu 12,0% e PF cresceu 0,4%. Na separação entre crédito direcionado e livre, não há tanta diferença: o direcionado caiu 4,9% e o livre, 7,1%. A média diária das novas concessões, descontada a inflação, caiu 4,9% em relação a maio de 2016. A queda se deveu totalmente à PJ, que caiu 14,6%, enquanto PF cresceu 3,4%. As novas concessões com crédito direcionado caíram 7,7% e, com livre, 4,6%.

Analisando mais detidamente a variação real em 12 meses dos saldos de crédito, verificam-se diferenças relevantes também na divisão em quatro categorias: direcionado-PJ, direcionado-PF, livre-PJ e livre-PF. No gráfico 3, mostra-se que o saldo de crédito divide-se quase que igualmente entre elas. No gráfico 4, vê-se que as quatro categorias vinham mostrando recuperação nas taxas de comparação com o mesmo mês do ano anterior até abril. As linhas para PF haviam começado esse

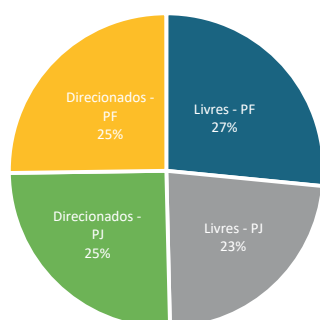
movimento no último trimestre de 2016; nos saldos para PJ, isso havia acontecido mais recentemente, no primeiro trimestre deste ano. Mas, em maio, os recursos livres-PJ voltaram a ter queda maior que no mês anterior. A única categoria a mostrar taxa positiva é a de crédito direcionado-PF, com 2,9%. Os recursos livres-PF caíram 1,9%; direcionado-PJ, 11,6%; e livre-PJ, 12,4%.

TABELA 1
Crédito - resumo maio 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	3065,21	-5,99	47,99	-3,78	280,61		-4,92	4,05		0,32
Pessoa Física	1587,38	0,40	24,85	-0,25	164,09		3,44	4,10		-0,21
Pessoa Jurídica	1477,84	-12,02	23,14	-3,53	116,51		-14,63	3,99		0,93
Crédito Livre	1521,29	-7,08	23,82	-2,17	253,33		-4,61	5,95		-0,07
Crédito Direcionado	1543,92	-4,90	24,20	-1,57	27,28		-7,69	2,17		0,53

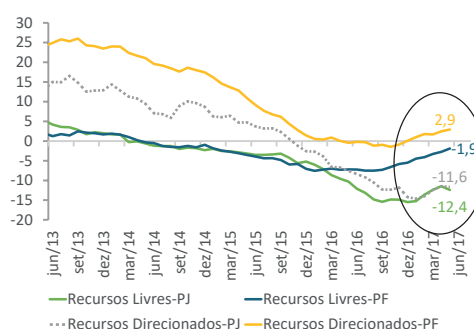
*IPCA
Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura-ra/Dimac/IPEA.

GRÁFICO 3
Distribuição do saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (maio/2017)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 4
Saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional deflacionado, variação sobre o mesmo mês do ano anterior (Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

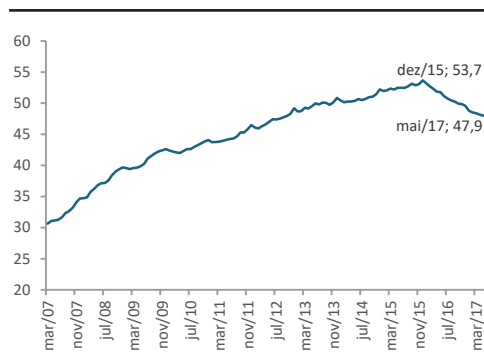
O saldo de crédito como proporção do PIB continuou caindo em maio, chegando a 47,9%, tendo o máximo de 53,7% sido atingido em dezembro de 2015 (ver gráfico 5). O Banco de Compensações Internacionais (BIS) produz para 44 economias, inclusive o Brasil, indicadores de “superaquecimento financeiro” ou de alerta de crise bancária, entre eles a diferença (hiato) entre a razão crédito/PIB e sua tendência de longo prazo.² Segundo estudo citado pelo BIS,³ dois terços das crises bancárias foram precedidos por hiatos superiores a 10% do PIB durante os três anos anteriores aos eventos. Assim, quando a razão crédito/PIB supera sua tendência

2 Os dados estão em: https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm. A tendência de longo prazo é estimada com filtro HP; para opções no uso do filtro, ver: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609c.htm.

3 Nikola Tarashev, Stefan Avdjiev and Ben Cohen. International capital flows and financial vulnerabilities in emerging market economies: analysis and data gaps. Note submitted to the G20 International Financial Architecture Working Group; August 2016.

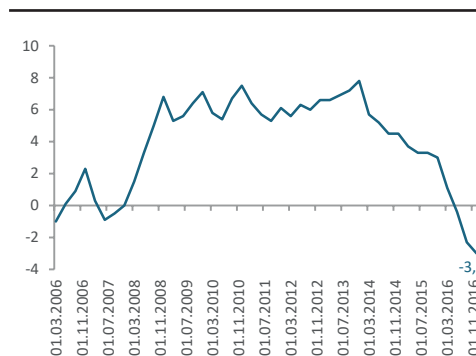
de longo prazo em valores próximos ou superiores a 10% do PIB, é um sinal de alerta. Não é este – superaquecimento financeiro – o caso atual do Brasil, naturalmente, mas é pertinente observar o dado justamente para constatar que a queda recente levou a razão crédito/PIB no Brasil a ficar três pontos de porcentagem (p.p.) abaixo da sua tendência de longo prazo (segundo o dado mais recente do BIS, referente a dezembro de 2016) - ver gráfico 6. De 2009 a 2013, essa diferença foi positiva, entre 5 e 8 p.p.. Depois, acompanhando a recessão iniciada no segundo trimestre de 2014 e ainda presente, esse hiato se reduziu até chegar ao valor negativo recente. O processo de redução do endividamento na economia brasileira continua.

GRÁFICO 5
Saldo total de crédito em relação ao PIB
(Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

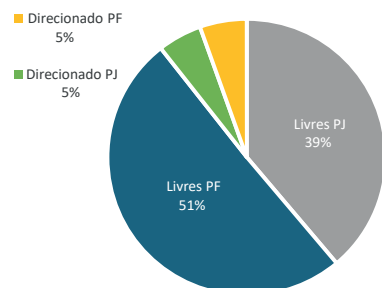
GRÁFICO 6
Hiato entre a razão crédito/PIB e sua tendência de longo prazo
(Em % do PIB)



Fonte: BIS credit-to-GDP gap statistics
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

As novas concessões são concentradas no segmento livre, em que foram feitas 90% das novas concessões nos 12 meses terminados em maio de 2017. E as concessões do segmento livre para pessoas físicas correspondem a cerca da metade das concessões totais - ver o gráfico 7. Neste segmento, as compras à vista no cartão de crédito (operações sem incidência de juros, parceladas ou não) corresponderam a 44% das novas concessões do segmento livre para pessoas físicas no total de 2016, e também de janeiro a maio de 2017. Em maio, as compras com cartão à vista foram 7,6% maiores que em maio de 2016 (em termos nominais e sem ajuste para dias úteis). Combinando esse crescimento com o peso grande que o segmento tem, ele foi o principal responsável pelo crescimento do segmento de pessoas físicas que se observa no gráfico 8. O mesmo fenômeno – concentração do crescimento nas compras à vista com cartão – já havia sido observado em abril. Também no gráfico 8 se pode observar que a queda das novas concessões de PJ em relação ao mesmo mês do ano passado, que vinha decrescendo, a cada mês, há oito meses (com exceção de dezembro de 2016), foi maior, em maio de 2017, que no mês anterior.

GRÁFICO 7
Distribuição das novas concessões de crédito no Sistema Financeiro Nacional (jun./2016-mai./2017)
 (Em %)



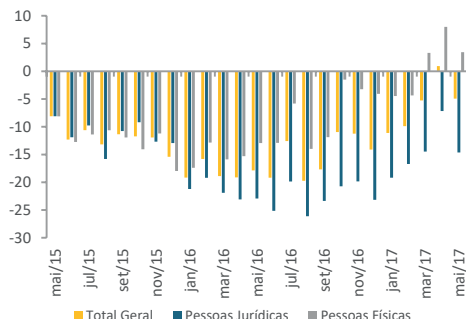
Fonte: BCB
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

As novas concessões de crédito, em média por dia útil, deflacionadas e com ajuste para a sazonalidade, estão mostradas no gráfico 9. Também aqui é possível observar a diferença de comportamento entre PF e PJ. As novas concessões para PF pararam de cair há cerca de um ano e, em 2017, têm mostrado crescimento. As feitas às PJ, ao contrário, continuam a queda iniciada em 2014.

3 Inadimplência

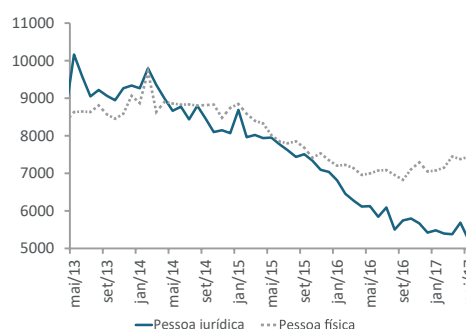
A inadimplência total no SFN, em maio, foi de 4,1%, tendo crescido 0,3 p.p. em relação a maio de 2016 (Tabela 1). A inadimplência com recursos direcionados, normalmente muito baixa, cresceu 0,5 p.p. em relação a maio de 2016, alcançando 2,2%. A inadimplência com recursos livres foi de 6,0% em maio, praticamente estável em relação ao mesmo mês do ano passado. Ao se dividir a inadimplência com recursos livres em PF e PJ, como nos gráficos 10 e 11, vê-se que, no caso de PF, o valor atual, de 5,9%, é relativamente baixo, se comparado com a série histórica; e, apesar do dado de maio ter sido maior que o de abril, o movimento ao longo dos últimos 12 meses foi de queda. Já os 6,0% de inadimplência de PJ correspondem a um nível alto em comparação com a série desde 2000. A subida nos últimos três meses insere-se num movimento de alta iniciado no começo de 2015.

GRÁFICO 8
Novas concessões de crédito – média por dia útil, deflacionadas (IPCA) – variação sobre mesmo mês do ano anterior
 (Em %)



Fonte: BCB
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 9
Novas concessões de crédito – média por dia útil, deflacionadas (IPCA) – séries dessazonalizadas
 (Em R\$ milhões)



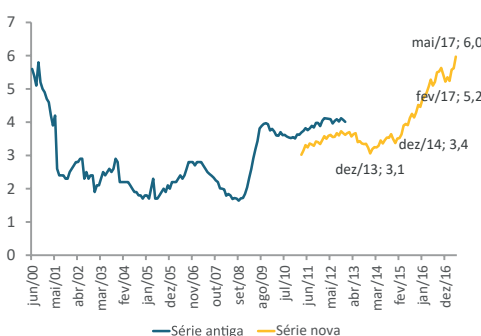
Fonte: BCB
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 10
Inadimplência – recursos livres – pessoa física
(Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 11
Inadimplência – recursos livres – pessoa jurídica
(Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

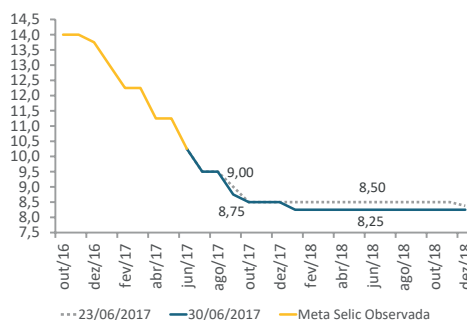
4 Juros

Como observado acima, a expectativa de inflação captada pela pesquisa Focus do BCB para 2020 reduziu-se para 4,00% entre 23 e 30 de junho, após o anúncio da nova meta de inflação pelo CMN, no dia 29. Também no mesmo período, a meta para a Selic esperada a partir de janeiro de 2018 e para todo o ano que vem reduziu-se de 8,50% para 8,25% (ver o gráfico 12).

A taxa de juros média das operações de crédito em maio foi de 29,2% a.a., o que representou queda de 3,5 p.p. em relação a maio de 2016. Essa média é composta de taxas bem discrepantes entre PF (36,9%) e PJ (19,0%) e entre crédito livre (46,8%) e direcionado (10,2%) – ver a tabela 2. O *spread* médio – diferença entre taxa de aplicação e taxa de captação no SFN – foi de 21,2 p.p., com queda de 1,6 pontos em relação a um ano antes. O *spread* para PF foi de 28,8 p.p., 3,4 pontos menor que em maio de 2016.

O *spread* bancário vem, finalmente, se reduzindo, não obstante o aumento da inadimplência, especialmente em PJ. No gráfico 13, vê-se que o movimento mais forte ocorreu em abril e maio de 2017 e que foi maior nos juros para pessoas físicas. O gráfico 14 mostra as taxas de aplicação (ativas) e captação (passivas) como proporção da meta para a Selic. Os bancos captam, em média, a taxas de juros sempre abaixo da Selic: em maio, a razão taxa de captação/Selic foi de 0,7. As taxas de aplicação são múltiplos da Selic que variaram de 1,8 a 2,8 no período

GRÁFICO 12
Meta para a Selic – Focus/BCB – mediana da amostra completa
(Em %)



Fonte: BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

do gráfico, desde 2011 até o presente. Em maio, a taxa de aplicação correspondeu a duas vezes e meia a Selic.



Desde o início da redução da Selic, em outubro de 2016, a taxa de juros real *ex-ante* caiu de 7,3% para 4,5%, uma diferença notável. De abril para maio a queda se desacelerou e, em junho, a taxa se manteve igual à de maio (gráfico 15). Essa taxa é importante porque é real e porque é uma taxa que “olha para a frente”: as decisões econômicas, especialmente as de investimento, são tomadas em termos reais e de acordo com as expectativas, não de acordo com os juros passados.

TABELA 2

Juros: resumo maio 2017

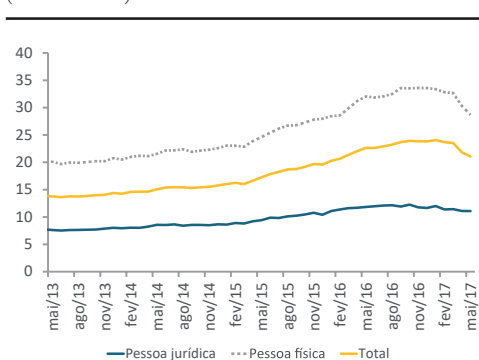
	Taxa de Juros			Spread		
	% a.a		Varição 12 Meses (p.p.)	p.p.*		Varição 12 Meses (p.p.)
Total	29,2		-3,49	21,2		-1,6
Pessoa Física	36,9		-5,3	28,8		-3,4
Pessoa Jurídica	19		-2,64	11,1		-0,7
Crédito Livre	46,8		-5,37	36,9		-2,7
Crédito Direcionado	10,2		-0,82	4,2		0,1
Selic	11,15		-3	-		-

*pp: pontos de porcentagem

Fonte: BCB

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 13
Spread bancário
(Em % ao ano)

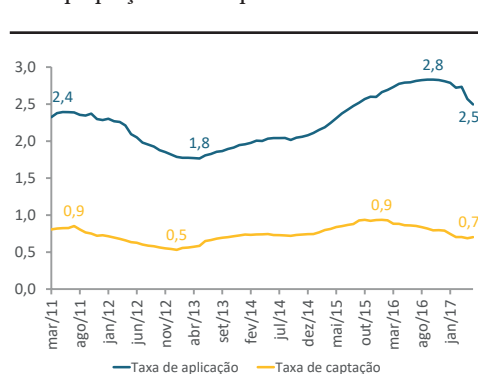


Fonte: BCB

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 14

Spread bancário – Taxas de captação e aplicação como proporção da meta para a Selic



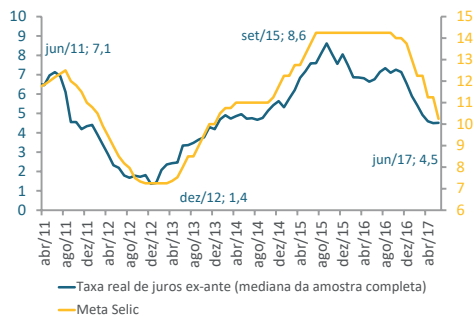
Fonte: BCB

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 15

Taxa de juros real ex-ante (swap DI-Pré 360 dias / IPCA esperado para 12 meses)

(Em % ao ano)



Fonte: BCB

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

IPCA esperado: mediana da mostra completa da pesquisa Focus/BCB



Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Vinicius dos Santos Cerqueira
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Beatriz Cordeiro Araújo
Felipe dos Santos Martins
Luciana Pacheco Trindade Lacerda

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.