

5 MOEDA E CRÉDITO

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos¹

SUMÁRIO

Em sua reunião de 20 de janeiro último, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom/BCB) manteve a meta para a taxa básica de juros (Selic) estável em 14,25%. A decisão parece ter surpreendido o mercado, como se desprende da imediata elevação das expectativas de inflação para 2017, 2018 e 2019. Na reunião de 2 de março, o Copom novamente manteve a Selic estável em 14,25%, dessa vez como amplamente esperado.

A expectativa de inflação para os próximos doze meses captada pela inflação implícita nos retornos dos títulos públicos caiu significativamente, do nível de cerca de 9,0%, que vigorou no quarto trimestre de 2015 e em janeiro deste ano, para 5,8% no início de abril. Mas a inflação implícita em *swaps* DI x pré e DI x Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), esperada para o segundo ano ($t+13$ a $t+24$), de 7,3%, está acima da esperada para o primeiro (os próximos doze meses, $t+1$ a $t+12$), de 5,9%.

Em fevereiro de 2016, o saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi de R\$ 3,2 trilhões, equivalentes a 53,6% do produto interno bruto (PIB). Em termos reais, o saldo caiu 4,6% em relação a fevereiro de 2015. A média de novas concessões por dia útil sofreu forte queda em fevereiro deste ano, em comparação com o mesmo mês de 2015. O total caiu 16,0%; o segmento direcionado apresentou a maior queda, de 32,0%. Houve redução expressiva nas concessões de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para investimentos ao longo de 2014 e 2015. No caso das novas concessões a pessoas físicas para financiamento imobiliário, observa-se queda brusca em maio de 2015 e continuidade da redução daí em diante. Naquele mês, entraram em vigor novos limites de financiamento da Caixa Econômica Federal (CEF) para imóveis usados. Em março de 2016, as medidas de maio de 2015 foram parcialmente revertidas.

Em fevereiro de 2016, a taxa de juros média dos empréstimos do SFN foi de 31,8%, tendo crescido 6,2 pontos percentuais (p.p.) sobre o mesmo mês do ano anterior. A taxa de juros do segmento livre, além de ser a mais alta – 51,0% ao ano (a.a.) –, foi também a que mais subiu, na mesma comparação (10 p.p.).

5.1 JUROS

Anteriormente à reunião do Copom de 25 de novembro último, o BCB havia postergado para 2017 o alcance da meta de inflação, de 4,50%, o que indicava que não elevaria a meta para a Selic nas reuniões seguintes. Como o BCB também sinalizava a intenção de que, em 2016, o IPCA ficasse abaixo do teto da faixa de tolerância da meta (6,50%), isso significava que também não havia cortes à vista. Com efeito, a taxa básica da economia foi mantida em 14,25% na reunião de novembro. Depois, porém, o BCB passou a sinalizar que elevaria a Selic na reunião de 20 de janeiro. Mas, de forma surpreendente, na interpretação dos agentes econômicos, a taxa foi mantida em 14,25%. A situação fiscal e o baixo nível de atividade poderiam compor uma argumentação que levasse à decisão de não elevar os juros, mas a forma como isso foi feito, com a mudança repentina em relação ao que vinha sendo sinalizado, parece ter tido consequências para as expectativas de inflação.

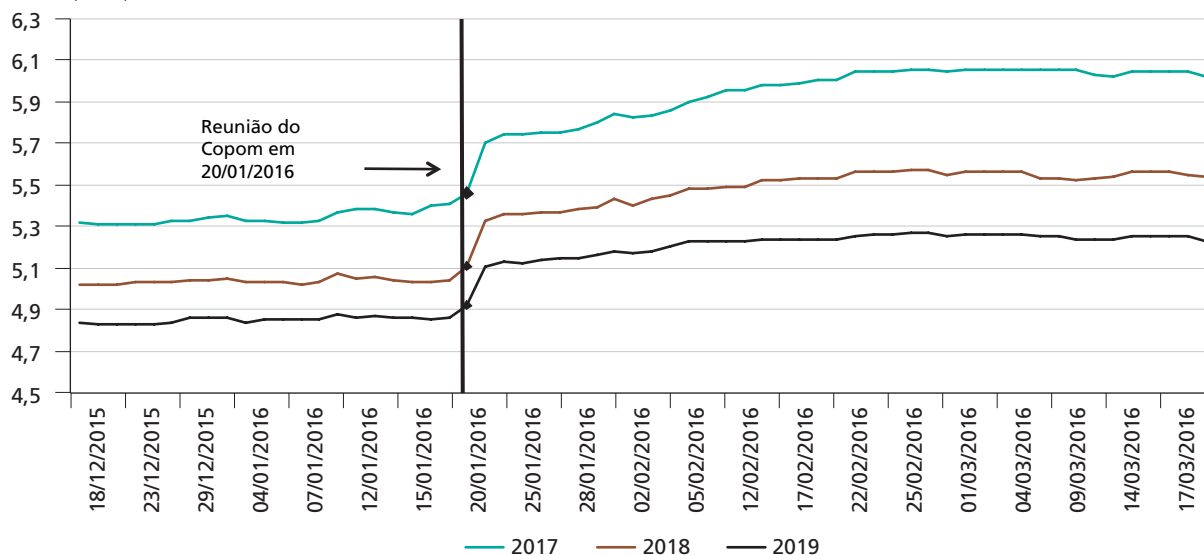
1. Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. E-mail: <estevao.bastos@ipea.gov.br>.

No gráfico 5.1, pode-se observar que, imediatamente após a reunião do Copom, em 20 de janeiro, as expectativas para 2017, 2018 e 2019 sofreram brusca elevação.

GRÁFICO 5.1

Inflação esperada para 2017, 2018 e 2019 coletada pelo BCB¹ (18 dez./2015 a 18 mar./2016)

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Média da amostra total – IPCA.

Na reunião de 2 de março, o Copom novamente manteve a Selic estável em 14,25%, dessa vez como amplamente esperado. Seis membros do comitê votaram pela manutenção, e dois por aumento para 14,75%, repetindo o “placar” da reunião anterior, o que pode indicar baixa probabilidade de cortes na próxima reunião, em 27 de abril. No gráfico 5.2, observa-se que a pesquisa de expectativas do BCB, em 8 de abril de 2016, indicava previsão de manutenção em 14,25% até setembro de 2016. A partir daí, seria iniciado um ciclo de cortes, que levaria a taxa básica da economia para 12,75% em agosto de 2017. Também em 8 de abril, a meta para a Selic implícita nas negociações de contratos de DI Futuro sinalizava o início das reduções já nas reuniões de abril ou junho. Os cortes levariam a meta para a Selic a 13,50% em dezembro de 2016, e nesse patamar ela ficaria pelo menos até agosto de 2017.

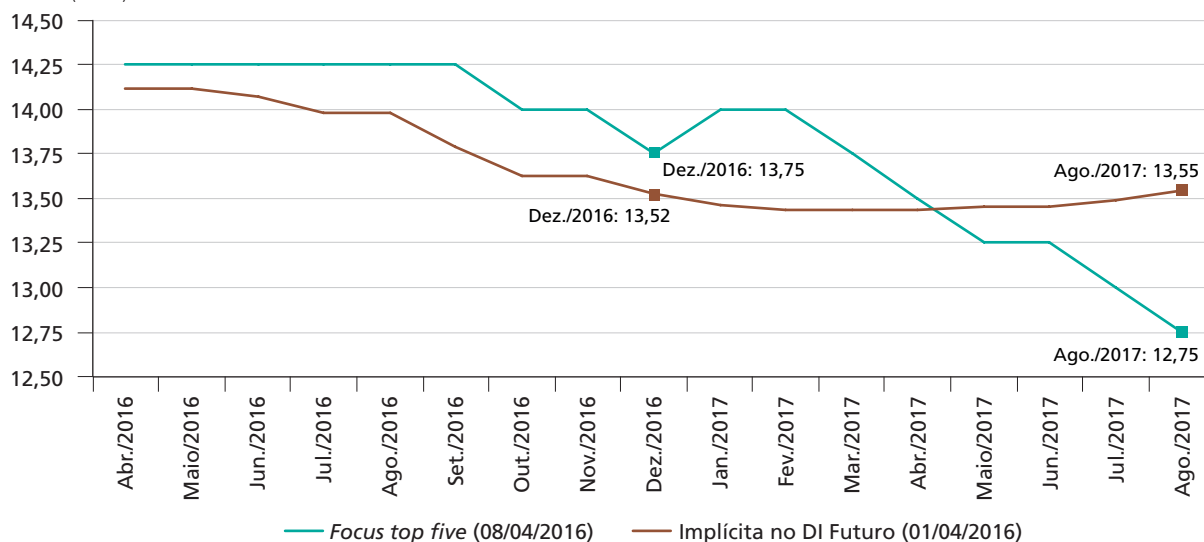
É importante observar que essa expectativa de redução para muito breve da meta para a Selic não condiz com as afirmações do diretor de política econômica do BCB, ao divulgar o *Relatório de Inflação* do primeiro trimestre de 2016, em 31 de março: “O Banco Central reitera que as incertezas associadas ao balanço de riscos para a inflação não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização da política monetária”, completando, ainda, 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, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017”.

A expectativa de inflação para os próximos doze meses captada pela inflação implícita nos retornos dos títulos públicos caiu significativamente, do nível de cerca de 9,0%, que vigorou no quarto trimestre de 2015 e em janeiro deste ano, para 5,8%, no início de abril. A expectativa coletada pelo BCB em 8 de abril apontava para 7,3%, também em queda (gráfico 5.3).

GRÁFICO 5.2

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

(Em %)



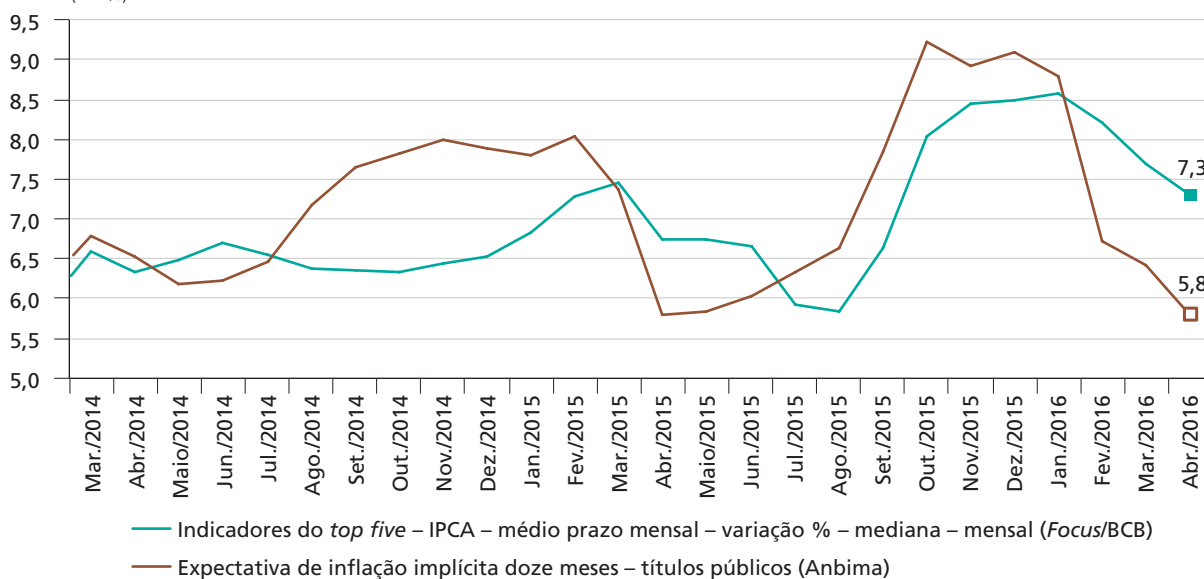
Fontes: BCB e Bloomberg.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.3

Expectativa da inflação nos próximos doze meses

(Em %)



Fontes: BCB e Anbima.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Obs.: Últimos dados – 8 de abril de 2016.

Uma medida da inflação esperada implícita também pode ser calculada a partir de *swaps* DI x pré e DI x IPCA negociados na BM&FBovespa. No gráfico 5.4, está mostrada a inflação assim obtida esperada para os próximos doze meses e para os doze meses seguintes, isto é, para os períodos $t+1$ a $t+12$ e $t+13$ a $t+24$, sendo t o mês mostrado no eixo horizontal. O interessante a destacar é que a inflação esperada para o segundo ano está acima da esperada para o primeiro – e isso acontece desde o início de 2016. Ao longo de 2014 e 2015, a inflação esperada para o segundo período esteve

abaixo ou próxima da esperada para o primeiro. Isto é, em 2014 e 2015, esperava-se inflação estável ou cadente; em 2016, isso se inverteu. Como se sabe, a inflação esperada implícita embute dois componentes de difícil separação: expectativa de inflação, propriamente dita, e prêmios de risco. Com previsões do sistema de expectativas do BCB combinando previsões de periodicidade mensal e anual, é possível calcular a inflação esperada para o período de março a dezembro de 2016 e para o período de março a dezembro de 2017. A taxa de inflação (IPCA, mediana da amostra completa) esperada para os últimos dez meses de 2016 e anualizada (sem levar em conta a sazonalidade) é de 6,2%; para 2017, em cálculo equivalente, é de 5,5% (ambas previsões de 18 de março de 2016). Assim, na hipótese de os operadores do mercado de *swaps* esperarem taxas de inflação semelhantes às esperadas pelos analistas que participam da pesquisa do BCB, isto é, inflação em queda, pode-se concluir que a inflação esperada implícita para o segundo ano ter passado a estar acima da esperada para o primeiro desde o início de 2016 significa que aumentou a percepção de risco para a previsão de inflação. Mas nada garante que essa hipótese é verdadeira.

GRÁFICO 5.4
Inflação implícita em swaps: BM&FBovespa
 (Em %)



Fontes: BCB e BM&FBovespa.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

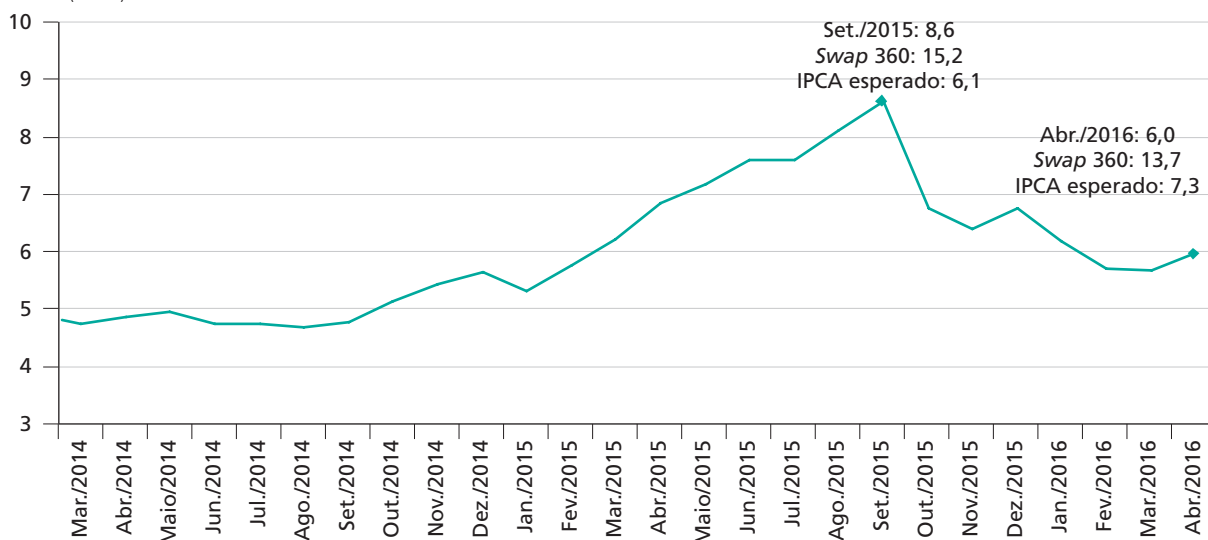
Obs.: Últimos dados – 8 de abril de 2016.

O gráfico 5.5 traz a taxa de juros real calculada pelo deflacionamento da taxa prefixada do *swap* DI pré de 360 dias pela expectativa de IPCA captada pela coleta do BCB. Observa-se que a taxa de juros real assim calculada vem caindo rapidamente desde outubro de 2015, tendo passado de 8,6%, em setembro último, para 6,0%, em abril deste ano. A queda de 2,6 p.p. foi o resultado de queda de 1,5 p.p. nos juros, combinada com elevação de cerca de 1,2 p.p. na inflação esperada.

GRÁFICO 5.5

Taxa de juros real ex ante: swap DI pré 360 dias / IPCA esperado doze meses (top 5)

(Em %)



Fontes: BCB e BM&FBovespa.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

5.2 CRÉDITO

Em fevereiro de 2016, o saldo total das operações de crédito do SFN foi de R\$ 3,2 trilhões, equivalentes a 53,6% do PIB (tabela 5.1). Deflacionado pelo IPCA, o saldo caiu 4,6% em relação a fevereiro de 2015. O crédito à pessoa física caiu 3,8%, e à pessoa jurídica, 5,3%, na mesma comparação. Na divisão entre livre e direcionado, a queda no livre (7,0%) foi bem maior do que no direcionado (2,0%). Em proporção do PIB, houve elevação do saldo total em 0,7 p.p. em relação a fevereiro de 2015. O saldo do crédito livre caiu 0,4 p.p. em relação a fevereiro de 2015.

TABELA 5.1

Saldo das operações de crédito do SFN (fev./2016)

	R\$ bilhões	Varição real ¹ em doze meses (%)	% do PIB	Varição em doze meses (p.p. do PIB)
Total	3.184	-4,6	53,6	0,7
Pessoa física	1.516	-3,8	25,5	0,5
Pessoa jurídica	1.668	-5,3	28,1	0,1
Crédito livre	1.605	-7,0	27,0	-0,4
Crédito direcionado	1.580	-2,0	26,6	1,0

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ IPCA.

O 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. A tabela 5.2 mostra que as médias de novas concessões por dia útil sofreram fortes quedas em fevereiro deste ano, quando se faz a comparação com o mesmo mês do ano anterior. O total caiu 16%; as novas concessões para pessoa física, 13%; e para jurídica, 19%. O segmento livre mostrou queda de 14%, e o direcionado, de 32%.

TABELA 5.2
Novas concessões de crédito do SFN (fev./2016)
 (Média por dia útil)

	R\$ bilhões	Varição real ¹ em doze meses (%)
Total	260	-16
Pessoa física	150	-13
Pessoa jurídica	111	-19
Crédito livre	239	-14
Crédito direcionado	21	-32

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ IPCA.

Embora as quedas nas concessões em todas as categorias mostradas na tabela 5.2 tenham sido grandes, destaca-se a observada no crédito direcionado. Os gráficos 5.6 e 5.7 mostram dois segmentos importantes dessa categoria: o financiamento de investimentos de pessoas jurídicas com recursos do BNDES e o financiamento imobiliário a pessoas físicas com taxas reguladas. O primeiro correspondeu a 26% das concessões de crédito direcionado em 2015, e o segundo a 21%.

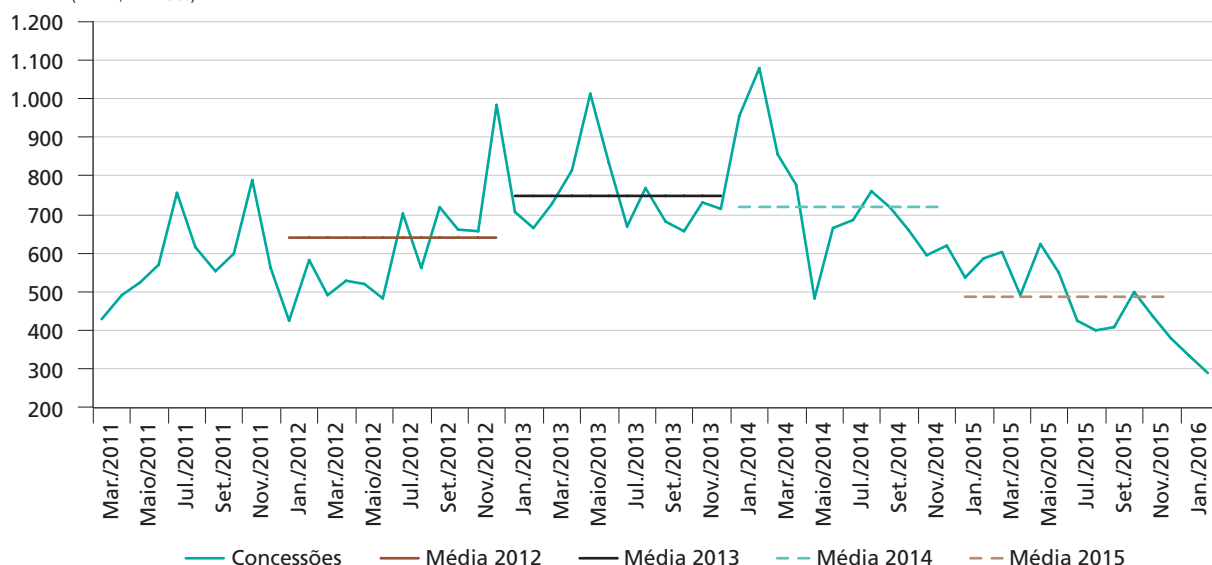
No gráfico 5.6, pode-se observar a forte queda nas concessões de crédito do BNDES para investimentos ocorrida ao longo de 2014 e 2015. Em 2014, no primeiro trimestre, a média mensal foi de R\$ 940 milhões (média por dia útil, em termos dessazonalizados e a preços de janeiro de 2016, como os demais valores citados a respeito dos gráficos 5.6 e 5.7). No último trimestre, foi de R\$ 641 milhões (queda de 32%). Mas a média do ano (R\$ 719 milhões) não ficou muito abaixo da média de 2013 (R\$ 748 milhões). Porém, a continuidade da redução em 2015 levou a que a média desse ano (R\$ 486 milhões) se mostrasse significativamente menor (em 32%) do que a de 2014. Em 2016, a redução continuou e, em fevereiro, a série atingiu seu menor valor desde seu início, em 2011.

No caso das novas concessões a pessoas físicas para financiamento imobiliário – gráfico 5.7 –, observa-se queda brusca em maio de 2015 e continuidade da redução daí em diante. 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 é 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. Como resultado, no período de dez meses que vai de maio de 2015 a fevereiro de 2016, as novas concessões para financiamento imobiliário caíram 40% em relação ao período equivalente um ano antes, de maio de 2014 a fevereiro de 2015.

GRÁFICO 5.6

Concessões de crédito com recursos direcionados: pessoas jurídicas – financiamento de investimentos com recursos do BNDES¹

(Em R\$ milhões)



Fonte: BCB.

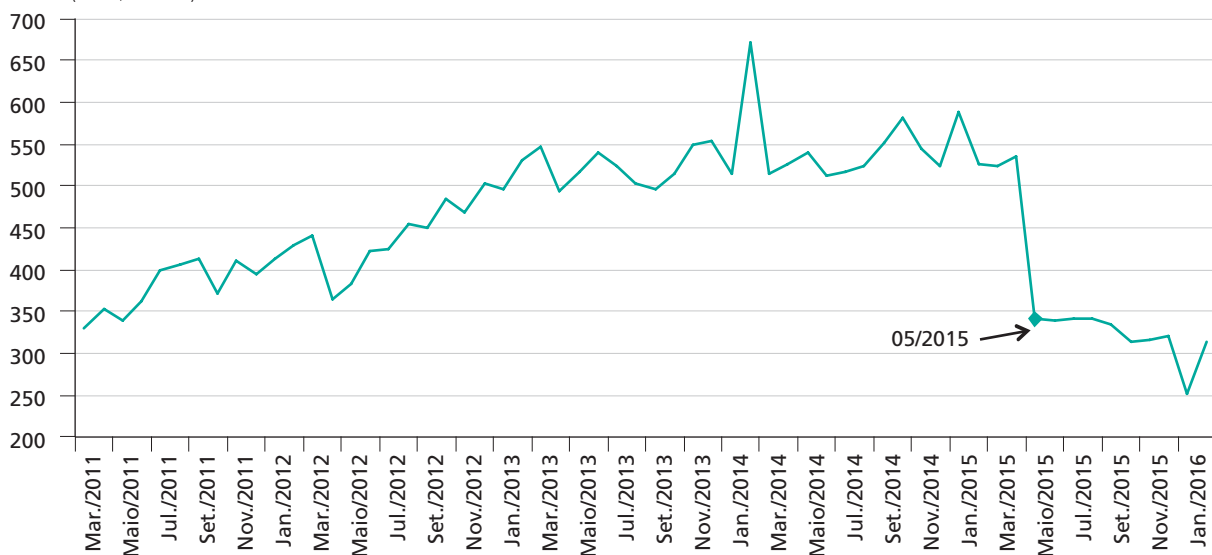
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Em reais de fevereiro de 2016. Deflator: IPCA – média por dia útil, com ajuste para a sazonalidade.

GRÁFICO 5.7

Concessões de crédito com recursos direcionados: pessoas físicas – financiamento imobiliário com taxas reguladas¹

(Em R\$ milhões)



Fonte: BCB.

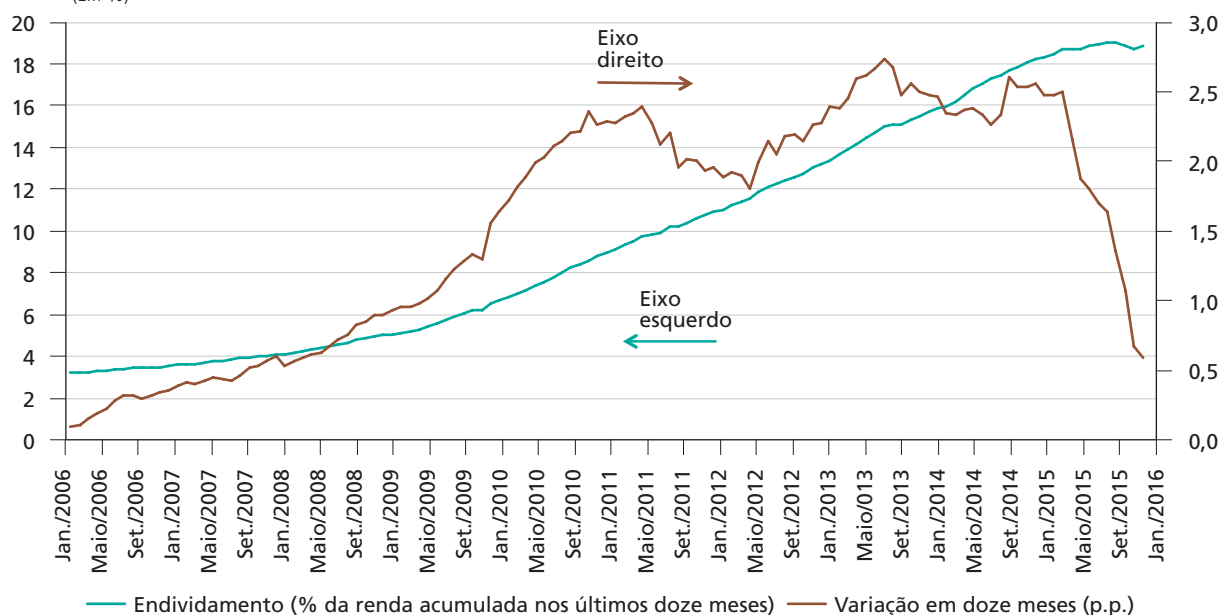
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Em reais de fevereiro de 2016. Deflator: IPCA – média por dia útil, com ajuste para a sazonalidade.

O efeito dessa queda no financiamento habitacional fez-se notar também no endividamento das famílias (dívidas com o SFN como porcentual da renda acumulada dos últimos doze meses). Desde 2010, esse endividamento vem sendo capitaneado pelo crédito imobiliário. Desde meados de 2012,

o endividamento, exceto crédito habitacional, vem, até mesmo, caindo. Desde a metade de 2014, o endividamento total vinha estável, combinação do crescimento do endividamento com a compra de imóveis com a queda de outras dívidas. Mas, a partir de maio de 2015, o crescimento do endividamento devido ao crédito habitacional desacelerou-se, como se pode ver no gráfico 5.8. Isso fica mais claro na linha pontilhada, que mostra a variação em doze meses do endividamento: ela tem queda abrupta justamente a partir de maio de 2015.

GRÁFICO 5.8
Endividamento das famílias com o SFN com crédito habitacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses
 (Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em 8 de março de 2016, o governo alterou as regras que estavam em vigor desde maio de 2015: por exemplo, o valor financiável pelo SFH foi elevado de 50% para 70%, no caso de mutuários que trabalham no setor privado. A tabela 5.3 resume as mudanças. Também foi reaberto o financiamento do segundo imóvel, isto é, voltou a ser possível começar um novo financiamento enquanto ainda se está pagando pelo primeiro.

No dia 28 de março de 2016, por outro lado, a CEF anunciou um novo aumento das taxas de juros para crédito imobiliário, com vigência desde 24 de março, para recursos vindos da poupança (havia anunciado outro em outubro de 2015). Para imóveis residenciais financiados pelo SFH, a taxa média das diversas modalidades passou de 9,60% para 10,64%. Para imóveis residenciais, pelo SFI, de 11,04% para 11,70%. E para imóveis de uso comercial e misto, de 13,50% para 14,50%.

A tabela 5.4 mostra as taxas de juros e a inadimplência para o total do SFN; para pessoa física e jurídica; e crédito livre e direcionado. A taxa de juros do segmento livre, além de ser a mais alta (51,0% a.a.) foi também a que mais subiu, comparando-se com doze meses antes (10 p.p.). O crédito direcionado tem, em média, taxa de juros (11,0%) inferior à Selic (14,2%). Na comparação com fevereiro de 2015, sua elevação (2,4 p.p.) foi um pouco superior à elevação da Selic (2,0 p.p., acumulada no mês e anualizada com base em 252 dias úteis). Essas elevações dos juros nos empréstimos em relação a um ano atrás acompanham a elevação da meta para a Selic, iniciada em outubro de 2014,

quando passou de 11,00 a.a. para 11,25% a.a., e interrompida em setembro de 2015, quando foi mantida em 14,25% a.a.

TABELA 5.3
Novas regras de financiamento imobiliário: imóvel usado – quota de financiamento (março/2016)
 (Em %)

	Para mutuários do setor privado		Para mutuários do setor público	
	Vigente	Nova	Vigente	Nova
SFH (SAC)	50	70	60	80
SFH (tabela price)	40	40	40	40
SFI (SAC)	40	60	50	70
SFI (tabela price)	40	40	40	40

Fonte: CEF.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA 5.4
Taxas de juros e inadimplência no SFN (fevereiro/2016)

	Taxa de juros		Inadimplência	
	(% a.a.)	Variação em doze meses (p.p.)	(%)	Variação em doze meses (p.p.)
Total	31,8	6,2	3,5	0,7
Pessoa física	40,0	7,0	4,3	0,2
Pessoa jurídica	22,7	4,6	2,8	0,4
Crédito livre	50,6	10,0	5,5	1,0
Crédito direcionado	10,7	2,4	1,5	0,3

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

