

5 ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

MERCADO DE JUROS

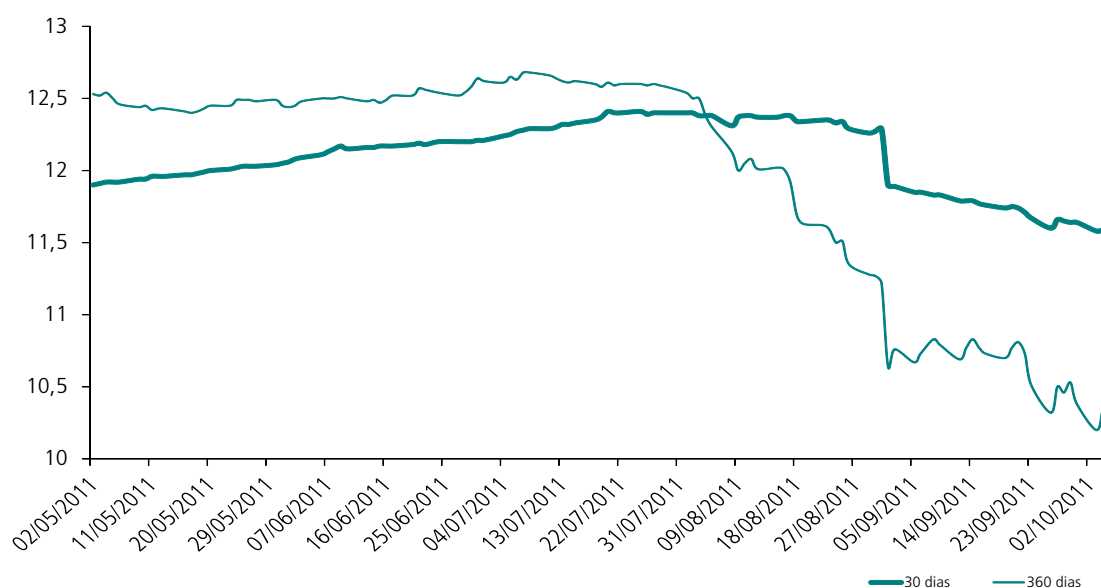
A sequência, pela terceira vez consecutiva, das reduções do nível da taxa básica de juros – do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) – determinada pelo Banco Central do Brasil (BCB), entre finais de agosto e de novembro de 2011, consubstanciou um deslocamento sistemático para baixo, em bloco, de toda a estrutura a termo no mercado de juros, com quedas generalizadas das taxas curtas e longas, e ajustes de maior intensidade, ainda, nos contratos mais longos.

No primeiro semestre de 2011, a deterioração das expectativas inflacionárias no mercado financeiro condicionou as medidas de política monetária, a saber: maior restrição ao crédito – medida bem-sucedida, aliás, ao promover uma desaceleração gradual dos saldos deste último para níveis mais compatíveis com uma trajetória mais equilibrada do consumo na economia – e o ciclo de alta da taxa básica de juros, o qual, visando, também, a maior moderação do ritmo de crescimento da demanda agregada, totalizou, desde o início do ano até a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), em julho, nada menos do que o incremento de 175 pontos básicos (p.b.).

A partir de então, os prováveis efeitos deflacionários de uma crise externa, que já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária, passaram a dominar as preocupações na condução da política monetária. Por outro lado, de acordo com o *Relatório Trimestral de Inflação* divulgado em 29 de setembro de 2011, o BCB antecipou, corretamente, o arrefecimento da inflação a partir do último trimestre de 2011, vislumbrando, ainda, a continuidade do movimento de convergência da taxa de inflação para o centro da meta entre 2012 e 2013. De forma coerente, as atas mais recentes do Copom passaram a destacar os efeitos deflacionários da piora do cenário externo, bem como o baixo risco de um eventual descontrole inflacionário derivado de qualquer tipo de choque que pudesse comprometer a condução da política monetária na presença de uma política fiscal mais rigorosa.

O gráfico 5.1 mostra a evolução dos contratos de *Swap* DI-Pre com vencimentos de 30 dias e de 360 dias. A inversão dos patamares das taxas dos contratos para 30 dias e 360 dias no início do mês de agosto, que tornou negativo o *spread* prevalecente entre as taxas longa e curta, mostra que a queda na taxa básica de juros era vislumbrada no período pelo mercado, ao longo de um horizonte temporal de um ano, muito provavelmente em função da celebração do acordo congressional em relação à elevação do teto da dívida pública americana. O mercado passou, assim, a projetar um período de baixo crescimento mundial com maior duração, o que acabou por desencadear o movimento de queda nas taxas futuras nos contratos mais longos. Posteriormente, a crise da dívida grega alcançou novas dimensões, contribuindo, também, para uma piora das condições macroeconômicas externas.

GRÁFICO 5.1
Evolução diária das taxas de juros: taxas referenciais de *Swap* DI-Pre
(Em % a.a.)



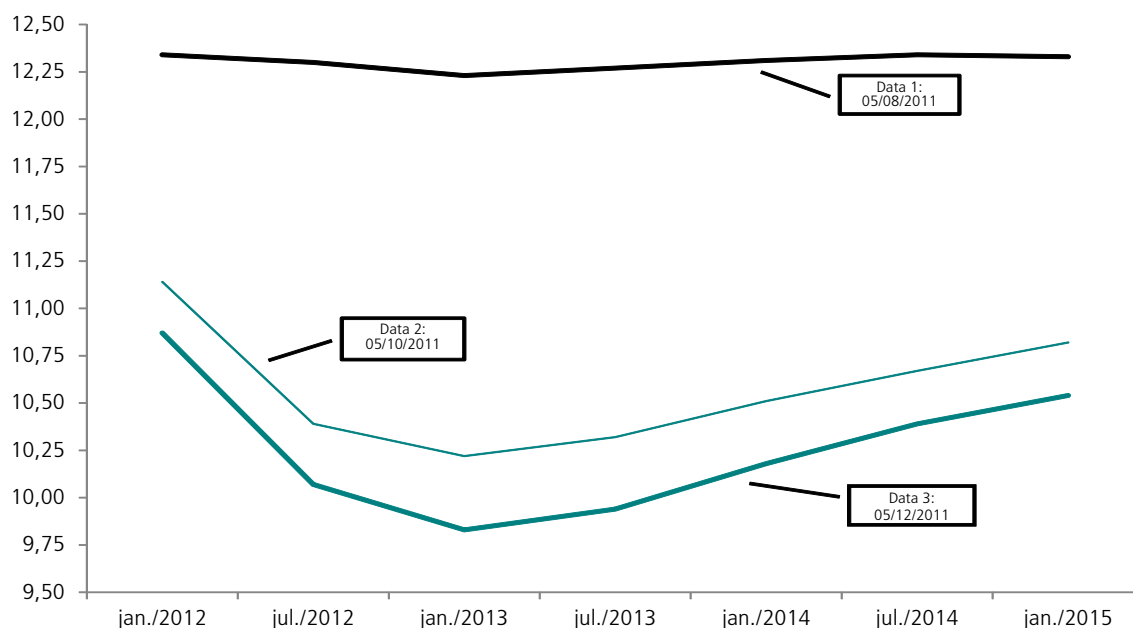
Fonte: BCB/Departamento Econômico (DEPEC). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Com base nesse cenário, o Copom decidiu-se pelo início de um ciclo de baixa da taxa básica de juros, dosada em 50 p.b. a cada reunião, para um patamar que hoje se encontra em 11% ao ano (a.a.). Ainda de acordo com o gráfico 5.1, as taxas de 30 dias e de 360 dias despencaram de forma instantânea e duradoura, diante da percepção generalizada de que se tratava do início de um ciclo consistente de redução de juros.

A mesma interpretação pode ser estendida para o caso das taxas futuras relacionadas a horizontes mais longos, conforme mostra a evolução dos principais contratos de DI-Pre (gráfico 5.2). Em 5 de agosto de 2011, a curva da estrutura a termo da taxa de juros presente no gráfico 5.2 encontrava-se, praticamente, *flat*. Em 5 de outubro de 2011, dois meses depois – e praticamente um mês após o início de ciclo da queda da taxa SELIC promovido pelo Copom (31 de agosto de 2011) –, a curva que representa a estrutura a termo dos juros exhibe queda significativa em todos os seus segmentos, mas com maior intensidade nos ramos representativos dos contratos mais longos. Já em 5 de dezembro de 2011, após três reduções consecutivas de 50 p.b. da taxa SELIC, a curva da estrutura a termo dos juros continua a exibir movimento de queda, mas de modo muito mais uniforme ao longo de todos os seus segmentos, relativamente à curva que prevalecia dois meses antes.

Desse modo, com a atual condução da política monetária, a estrutura a termo das taxas de juros no Brasil parece mover-se na direção de um estado convencional de normalidade, com níveis mais próximos dos vigentes nos mercados internacionais, onde as taxas relativamente mais elevadas, derivadas dos contratos com maior maturidade, refletem, essencialmente, o risco ampliado da perda de capital em aplicações para horizontes de cálculo mais dilatados.

GRÁFICO 5.2
Evolução da estrutura a termo das taxas de juros dos contratos de DI
(Vencimentos diversos – taxas efetivas em % a.a.)



Fonte: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BVM&F). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

MERCADO DE CRÉDITO

Em relação à evolução do mercado de crédito, por um lado, sofremos no momento atual as consequências negativas de uma diminuição do ritmo de crescimento da economia doméstica e a possibilidade de um agravamento do cenário econômico internacional. Por outro lado, contudo, a pronta redução das taxas de juros deve gerar um efeito compensatório positivo, de expansão sobre a trajetória dos empréstimos. Assim, a resultante final da atuação dessas forças opostas sobre a evolução do crédito total (e de sua composição) só irá revelar-se com maior nitidez a partir das próximas leituras e análises com a divulgação dos dados pelo BCB.

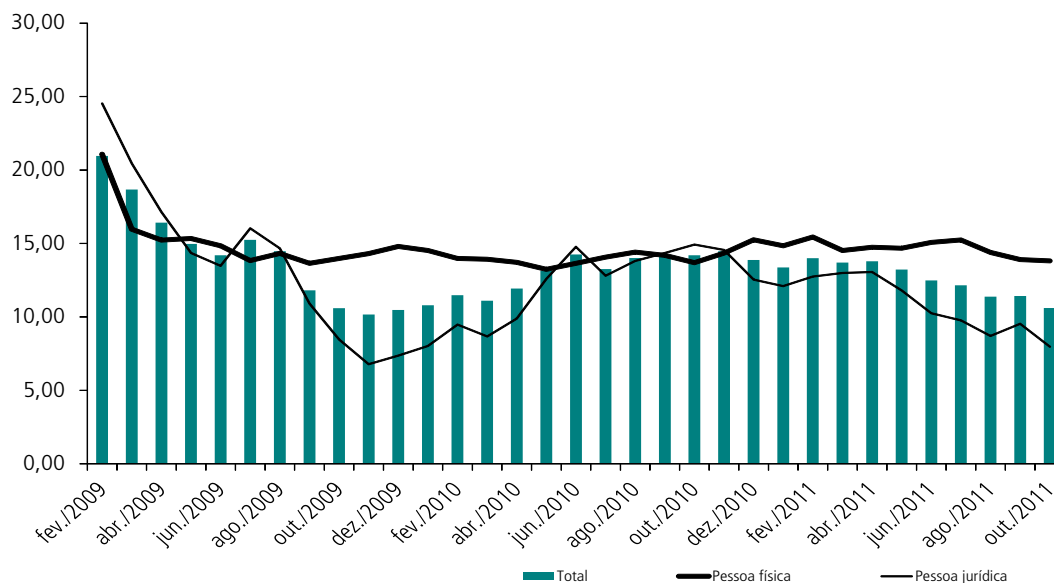
O saldo total das operações de crédito atingiu em outubro o montante de R\$ 1,932 bilhão, o que corresponde a 48,5% do Produto Interno Bruto (PIB). Este número representou uma aceleração de 0,6% em relação a setembro de 2011. Entre janeiro e outubro, houve expansão de 16,5%.

A análise direta dos dados indica que o mercado de crédito continua em expansão, embora alguns indicadores apontem para um crescimento mais moderado. Após a introdução das medidas macroprudenciais, foi possível constatar

a redução no ritmo de concessões, a redução de prazos e o aumento das taxas de aplicação. Com efeito, a diminuição no ritmo de crescimento da economia e o recrudescimento da crise internacional influenciam negativamente a demanda por crédito; por outro lado, a redução das taxas de juros pode contribuir para seu crescimento. Até o momento as duas primeiras forças têm predominado.

O gráfico 5.3 mostra a variação do saldo total em termos reais, ilustrando a importante desaceleração recente, em particular devido à queda no segmento de pessoa jurídica. O crescimento real do saldo em outubro último foi de 10,6%, taxa semelhante à observada no final de 2009. Naquele momento, o saldo total sofrera desaceleração significativa, como resposta aos efeitos da crise internacional. A partir de então, o saldo se recuperou e manteve uma trajetória de crescimento estável até o início de 2011, quando, então, voltou a perder fôlego. Durante todo este tempo o crescimento do crédito no segmento de pessoa física manteve-se virtualmente estável na casa de 15% a.a., mas já se percebe uma desaceleração nos últimos três meses.

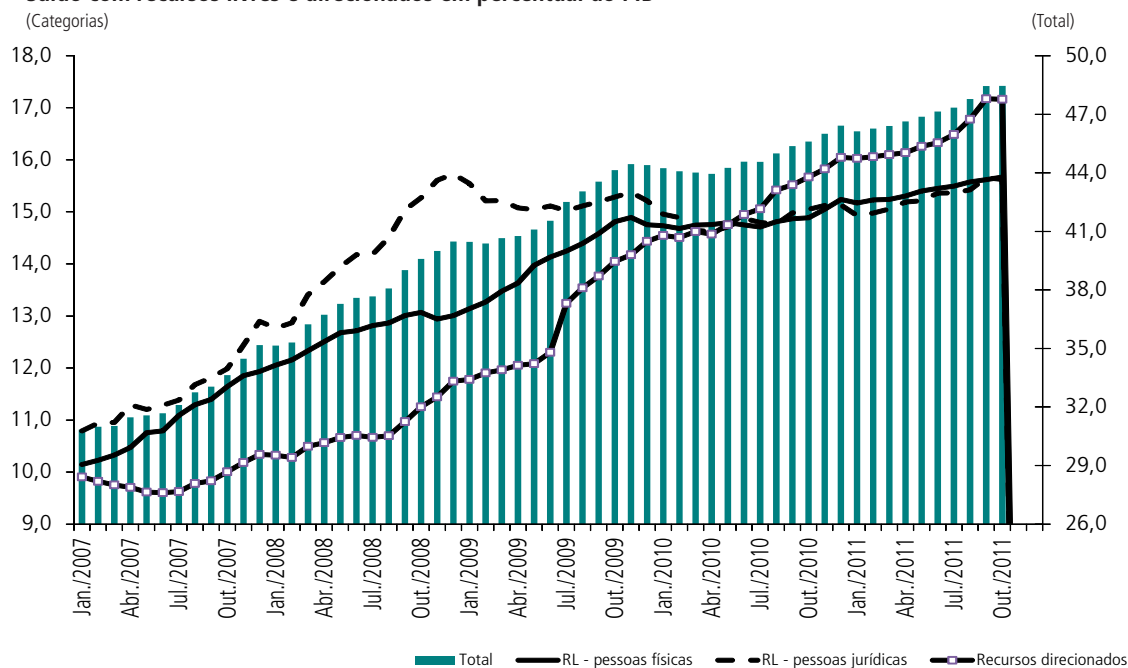
GRÁFICO 5.3
Variações dos saldos de crédito em termos reais nos últimos 12 meses (%; deflator IPCA)



Fonte: BCB/DEPEC; IBGE; Ipea. Elaboração Ipea/Dimac/GAP.

O desempenho relativo entre as carteiras de crédito livre para pessoa física e jurídica continua equilibrado (gráfico 5.4), com expansão moderada dos saldos como proporção do PIB – ambos alcançando valores da ordem de 15,6%. O saldo total continua se aproximando da faixa de 50%, favorecido principalmente pela expansão no crédito direcionado.

GRÁFICO 5.4
Saldo com recursos livres e direcionados em percentual do PIB
(Categorias)

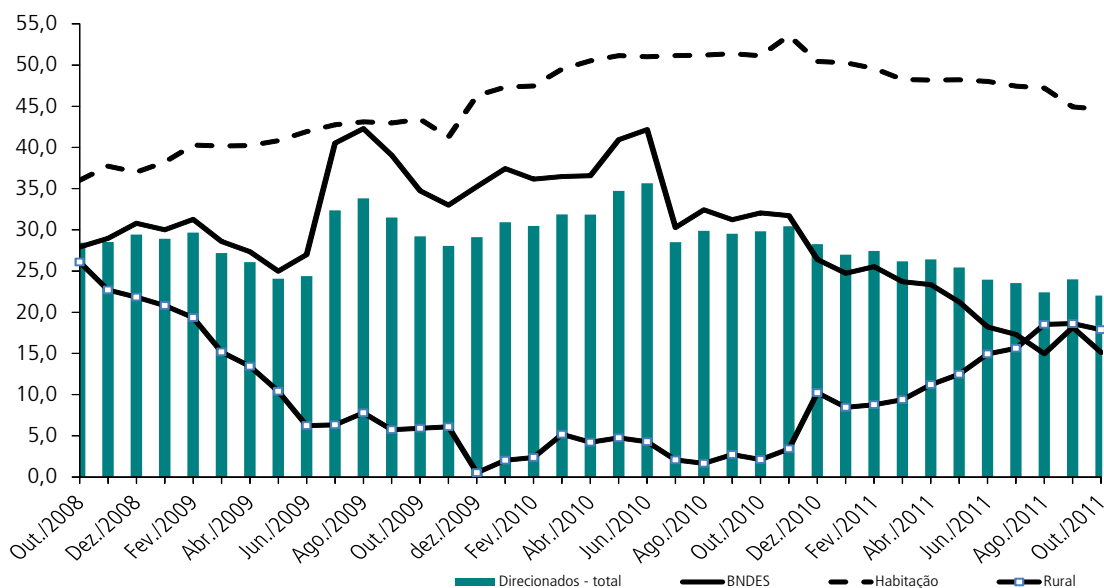


Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O estoque de crédito com recursos direcionados totalizou R\$ 689,4 bilhões em outubro, com elevações de 0,7% em relação ao mês anterior e de 22,0% em 12 meses (gráfico 5.5). Apesar da pequena e natural desaceleração, as operações destinadas ao crédito habitacional mantiveram ritmo forte de crescimento, tendo apresentado variação positiva de 44,6% em relação a outubro de 2010. Os financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por sua vez, exibiram desempenho mais modesto, com incremento de 15,1% em 12 meses. Vale ressaltar também o crescimento recente do setor rural, que teve início no final de 2010 e que, na comparação com outubro de 2011, registrou expansão de 17,9%.

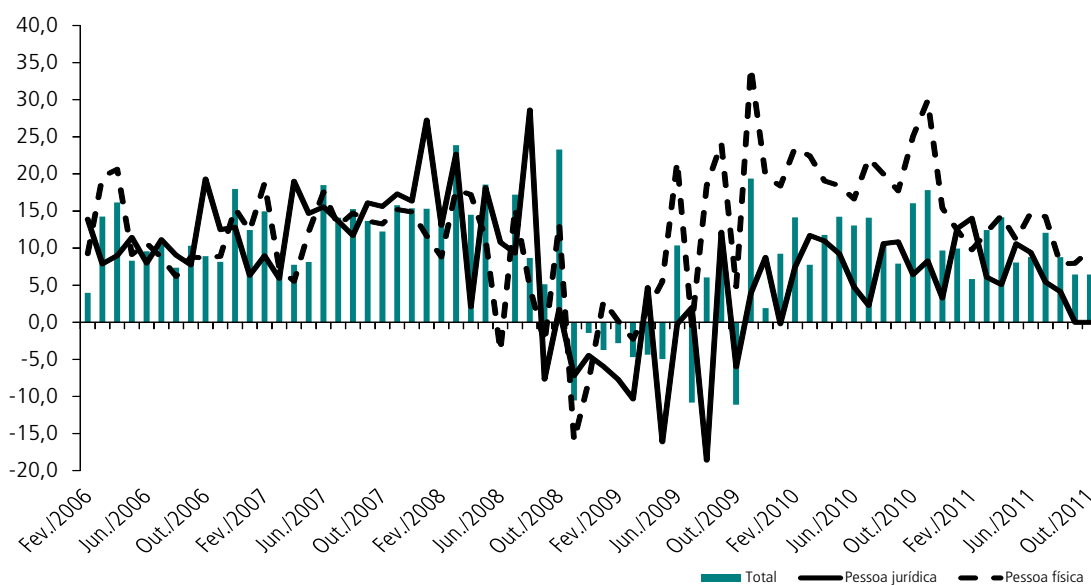
A análise da média diária de concessões mostra que o impacto das medidas macroprudenciais começou a parecer em abril e maio, com a desaceleração das concessões de crédito a pessoa jurídica, e a partir de agosto se fizeram sentir também nas operações com pessoas físicas (gráfico 5.6).

GRÁFICO 5.5
Saldo com recursos direcionados
(Variação % em 12 meses)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

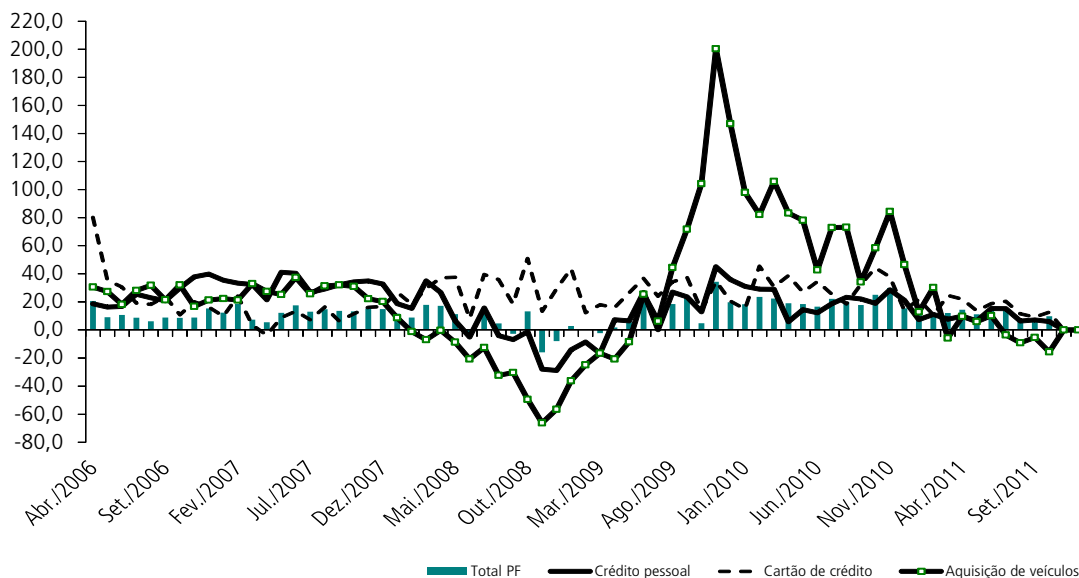
GRÁFICO 5.6
Média diária das concessões
(Variação % em 12 meses)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Em relação a estas últimas, o destaque fica por conta da queda nos financiamentos para aquisição de veículos (gráfico 5.7), que nos últimos quatro meses apresentaram redução na comparação com os mesmos meses de 2010. A evolução das demais modalidades é menos volátil, o que condiz com o fato de que se trata de financiamentos de menor prazo, maiores juros e que atendem às necessidades mais básicas dos indivíduos.

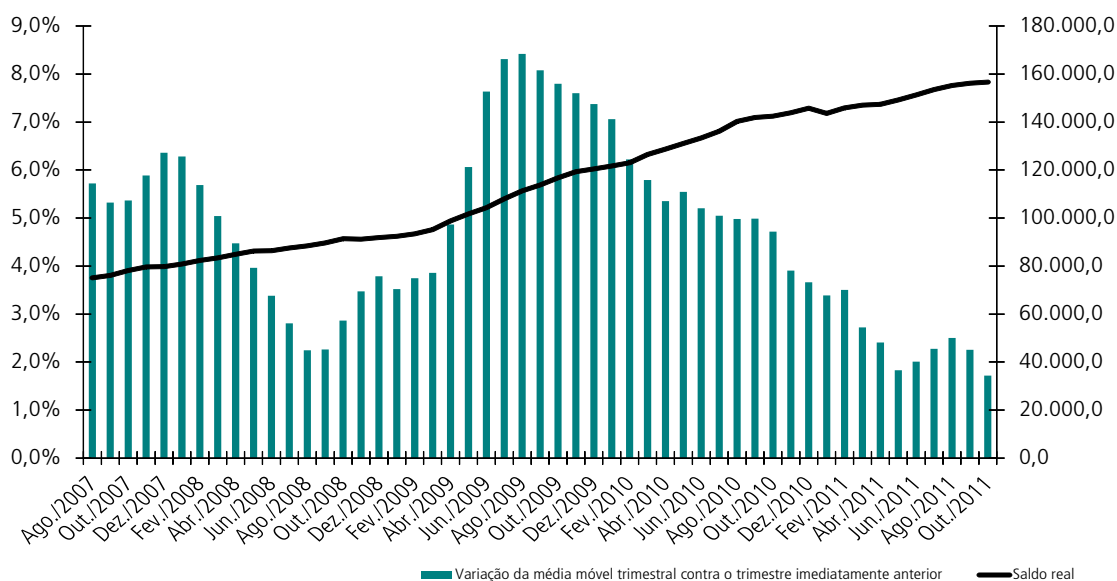
GRÁFICO 5.7
Média diária das concessões para pessoa física
 (Variação % em 12 meses)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Quanto ao crédito pessoal, merece atenção especial o desempenho do crédito consignado, que contribui com aproximadamente 60% do total dessa modalidade. A evolução do saldo real vem mantendo uma trajetória firme de crescimento nos últimos anos, com raras interrupções (gráfico 5.8). É notável, contudo, a desaceleração observada durante o presente ano. No trimestre agosto-outubro, a taxa de crescimento do saldo real foi de apenas 1,7% em comparação com o trimestre imediatamente anterior, o ritmo mais fraco em muitos anos.

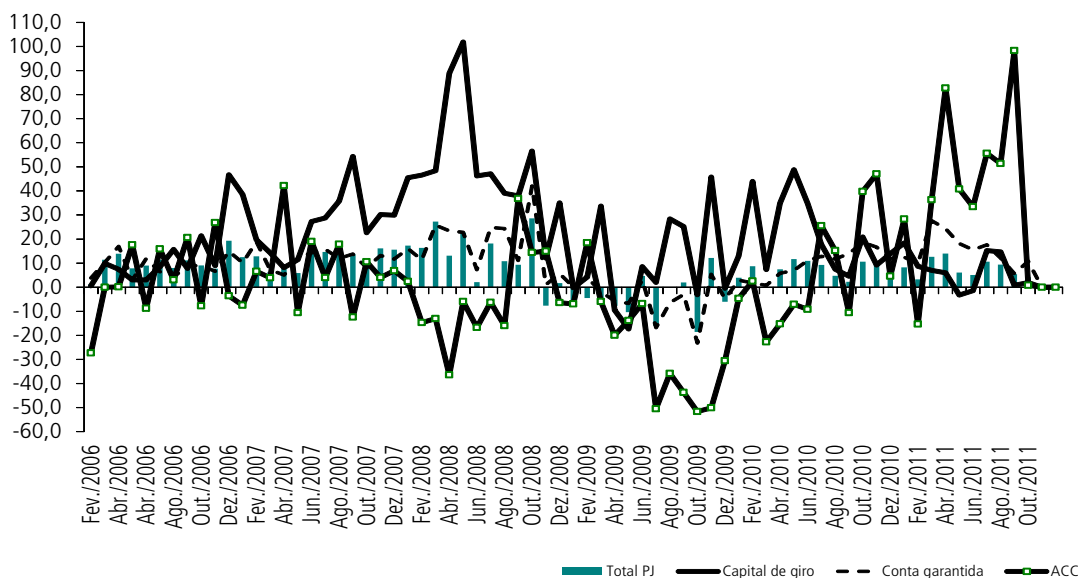
GRÁFICO 5.8
Crédito consignado: saldos reais (em R\$ milhões de outubro de 2011 - deflator IPCA) e variação da média móvel trimestral (%)
 (Em %)



Fonte: BCB/DEPEC; IBGE; Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

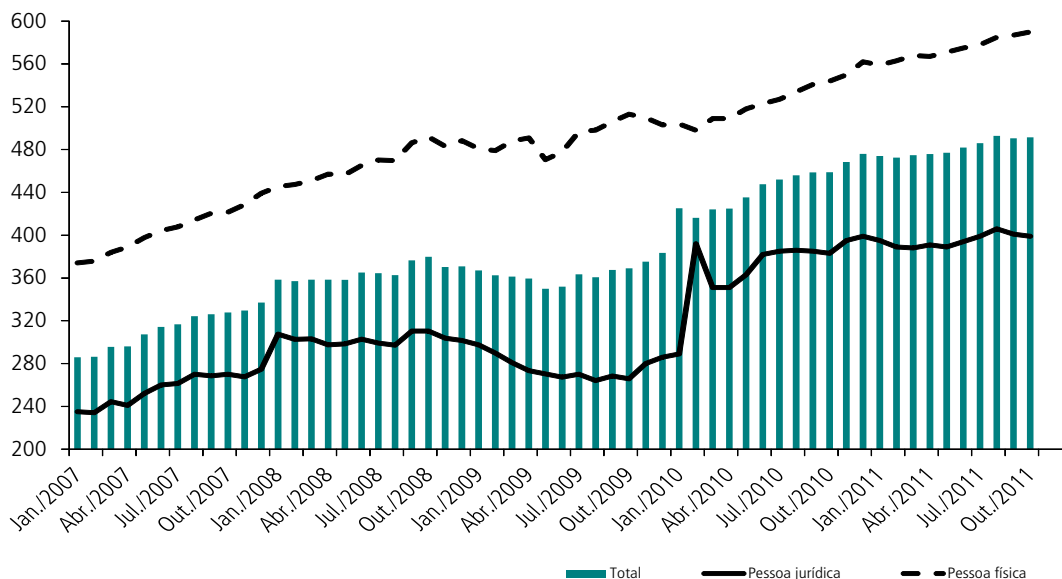
No tocante a pessoa jurídica, as concessões acumuladas via adiantamento de contratos de câmbio (ACC) sofreram uma forte desaceleração em outubro, com crescimento de apenas 0,8% em relação a outubro do ano passado, contrastando com as taxas elevadas que se observaram nos meses anteriores. Provavelmente, este resultado reflete as incertezas do cenário externo e a desvalorização recente do dólar. A modalidade capital de giro também teve crescimento reduzido do volume de operações em comparação com outubro de 2010 (alta de 2,0%), ao passo que a modalidade de conta garantida registrou alta de 10,8% (gráfico 5.9).

GRÁFICO 5.9
Média diária das concessões para pessoa jurídica
(Variação % em 12 meses)



Após o impacto inicial das medidas de crédito, os dados recentes mostram certa acomodação tanto nas taxas de juros médias quanto nos *spreads*. A taxa média de aplicação no segmento de pessoa física em outubro estava em 47,0%, enquanto no segmento de pessoa jurídica passou para 29,8%. Os dados mais recentes indicam também aumento nos prazos médios das operações de crédito (gráfico 5.10), após um período de estabilidade em decorrência do aumento de compulsórios no início do ano.

GRÁFICO 5.10
Prazo médio consolidado das operações de crédito referenciais para taxa de juros
(Dias)



Apesar do aumento do indicador de inadimplência nos últimos meses (gráfico 5.11), as comparações de maior prazo mostram um quadro confortável e condizente com a piora recente nas condições de financiamento. É normal que a inadimplência aumente durante os ciclos de alta da taxa básica de juros, e as recentes reduções da SELIC, bem como os aumentos de renda real (inclusive do salário mínimo em janeiro), sinalizam um quadro mais positivo no próximo ano.

