

Crédito em trajetória de recuperação

Everton Gomes

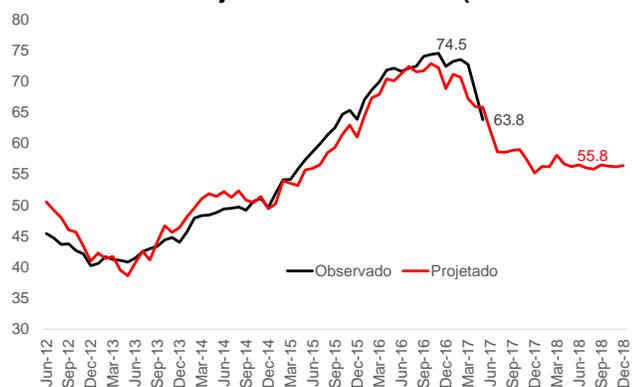
everton.gomes@santander.com.br

- **Temos ressaltado que a combinação da redução da taxa de juros com o processo de reconstrução da confiança dos investidores e dos consumidores levaria a uma recuperação do mercado de crédito.**
- **O aumento das incertezas no campo político e os números de crédito divulgados pelo BACEN na semana passada, que apresentaram queda mais intensa do saldo de crédito e inadimplência de empresas um pouco maior, colocaram em cheque esse cenário.**
- **Contudo, de acordo com nossos modelos, mesmo que as incertezas perdurem por um período prolongado, impactando de forma significativa a confiança, o efeito da taxa de juros deve prevalecer, e os novos empréstimos devem continuar se recuperando.**
- **Na nossa leitura, apesar dos dados de crédito de maio terem frustrado as expectativas, sua composição corrobora com um cenário de recuperação, tendo em vista que apesar da queda mais intensa do saldo, as novas concessões (que representam um termômetro melhor desse mercado) seguem em trajetória de recuperação, principalmente para consumidores.**
- **Na abertura por produtos, os dados de crédito vieram em linha com nossas expectativas, verificando-se uma recuperação com maior intensidade nas linhas mais sensíveis às alterações na taxa de juros (por exemplo, o crédito para veículos). Por sua vez, produtos menos sensíveis à taxa de juros e mais correlacionados ao consumo das famílias (por exemplo, o cartão de crédito) ainda não apresentam aceleração relevante.**
- **O crédito para empresas, por outro lado, ainda não apresenta trajetória de recuperação, em linha com o patamar deprimido dos investimentos. Ainda assim, mantemos nossa avaliação de que a queda da taxa de juros e o início do ciclo de recuperação da atividade econômica devem estimular a demanda por crédito das empresas, ao reduzir o custo de capital e aumentar o retorno esperado dos investimentos.**
- **Na nossa avaliação, o aumento da inadimplência entre as pessoas jurídicas não traz uma preocupação adicional, dado que a queda dos indicadores de atraso de curto prazo sugere que essa alta na margem deve ser revertida nos próximos meses (ainda que o patamar elevado exija um acompanhamento cuidadoso). Já os indicadores financeiros continuam melhorando, na esteira da queda da taxa de juros, abrindo espaço para o crescimento da demanda por crédito nos próximos trimestres.**

Temos ressaltado que a combinação da redução da taxa de juros com o processo de reconstrução da confiança dos investidores e dos consumidores levaria a uma recuperação do mercado de crédito, desde que a inadimplência não voltasse a ganhar fôlego. Contudo, o aumento das incertezas relacionadas ao cenário político colocam em cheque esse cenário, via seu potencial impacto sobre a confiança. Nesse relatório, apresentamos nossa estimativa para esse efeito, argumentando que, a nosso ver, o ambiente mais incerto reduz o ritmo mas não interrompe a recuperação esperada para o mercado de crédito; além disso, argumentamos que os dados divulgados pelo Banco Central na última 4ª-feira (28) não parecem contrariar essa visão, ainda que a queda da carteira tenha sido mais intensa que a esperada.

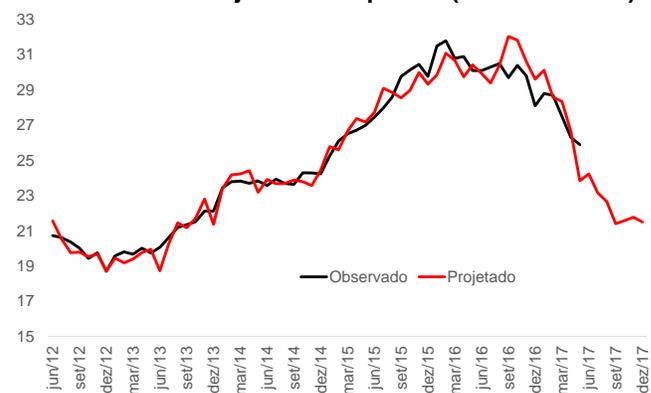
Segundo nossas estimativas, 80% do movimento dos novos empréstimos pode ser explicado por duas variáveis: i) taxa de juros; e ii) confiança. Dessa forma, projetar ou assumir hipóteses para essas variáveis é condição necessária e suficiente para estimar a evolução do mercado de crédito. Em relação à primeira, o cenário inflacionário bastante favorável, com inflação (corrente e projetada) bem comportada, segue abrindo espaço para que o Banco Central continue cortando a taxa de juros. Vale notar que a taxa final (ao consumidor e às empresas) tem um poder explicativo para a dinâmica do mercado de empréstimos maior do que a taxa básica, portanto, é importante avaliar o grau de repasse dos bancos para o consumidor. Nesse sentido, as taxas já registraram queda significativa – para os consumidores, por exemplo, a queda na taxa dos empréstimos com recursos livres já totalizou 10 pontos percentuais entre novembro de 2016 e maio de 2017 –, e, segundo nossos modelos, deverão continuar em queda até o final de 2018, se estabilizando 8 pontos percentuais abaixo do nível atual.

Gráfico1 – Taxa de juros ao consumidor (recursos livres)



Fontes: BCB e Santander.

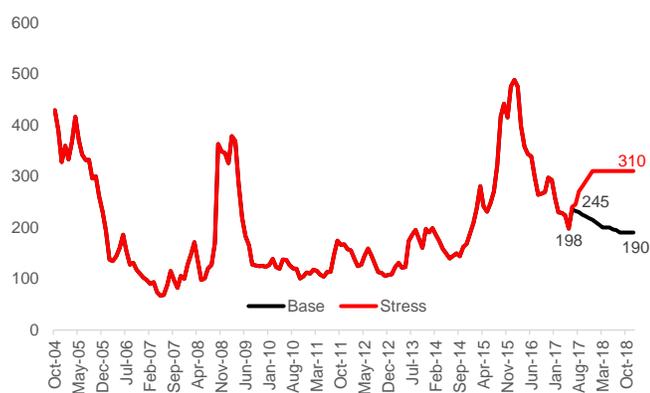
Gráfico 2 – Taxa de juros às empresas (recursos livres)



Fontes: BCB e Santander.

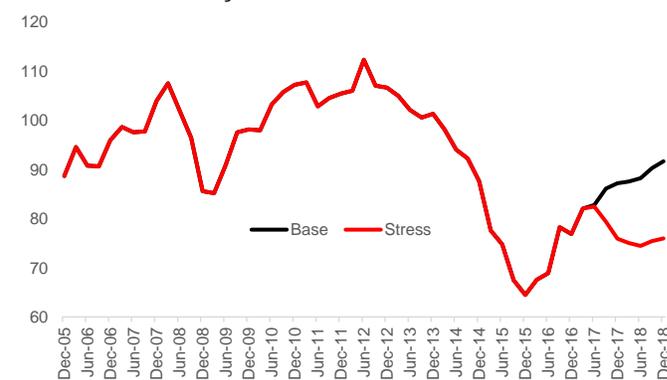
Já a confiança (tanto dos consumidores como dos empresários) vinha em trajetória de forte recuperação, contudo, o aumento recente das incertezas pode interromper essa tendência positiva. Para medir esse efeito, e investigar possíveis consequências da deterioração do cenário político sobre a confiança, estimamos um modelo com as seguintes variáveis explicativas: (i) inflação (IPCA); (ii) taxa de desemprego; (iii) CDS soberano; e (iv) volatilidade do câmbio R\$ / US\$ (desvio padrão de 90 dias). Usando este modelo criamos dois cenários diferentes: **(i) cenário base:** volatilidade do CDS e do R\$/US\$ retornando ao nível observado antes da eclosão da crise, e o desemprego diminuindo gradualmente; **(ii) cenário de estresse:** CDS atingindo 310 p.b.; volatilidade cambial se estabilizando no pico recente até o final de 2018; e o desemprego aumentando ligeiramente. Para o IPCA, usamos a mesma previsão em ambos os cenários. O resultado sugere que o cenário de estresse causaria uma deterioração significativa na confiança, mas não para níveis comparáveis aos observado em 2015, devido à inflação mais baixa e a menor volatilidade. Esta menor volatilidade (em relação a 2015), na nossa opinião, é consistente com o fato de que os fundamentos domésticos são melhores agora do que eram há dois anos (veja o nosso relatório "[Sobrevivendo](#)" publicado em de maio de 2017), e as perspectivas de crescimento Global são mais favoráveis.

Gráfico3 – CDS: cenário Base X Stress



Fontes: Bloomberg e Santander.

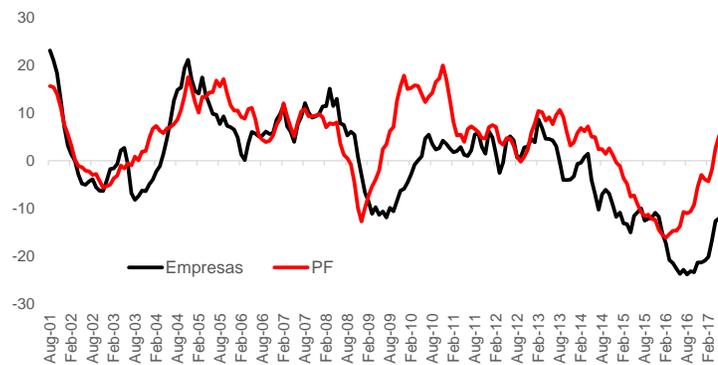
Gráfico4 – Confiança do consumidor



Fontes: FGV e Santander.

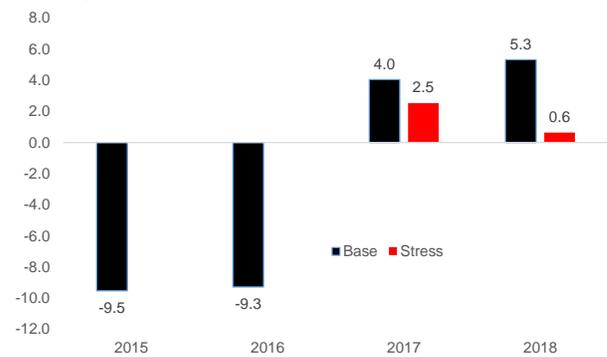
Combinando nossas projeções para a taxa de juros com os cenários para a confiança do consumidor, estimamos a evolução esperada para a taxa de crescimento real das novas concessões. Vale notar que mesmo no cenário de stress, a despeito da confiança mais deteriorada, os resultados sugerem recuperação dos novos empréstimos, ainda que a um ritmo mais lento, sinalizando que o efeito da queda da taxa de juros deve prevalecer. Ademais, pelo evolução recente do mercado financeiro, que parece estar mostrando relativa acomodação, avaliamos que as concessões deverão caminhar mais próximas do cenário base do que do cenário de stress. Os dados divulgados na semana passada pelo Banco Central parecem corroborar com essa visão, uma vez que as novas concessões para os consumidores continuaram registrando tendência de recuperação.

Gráfico5 – Concessões: crescimento real (média diária a/a)



Fontes: BCB e Santander.

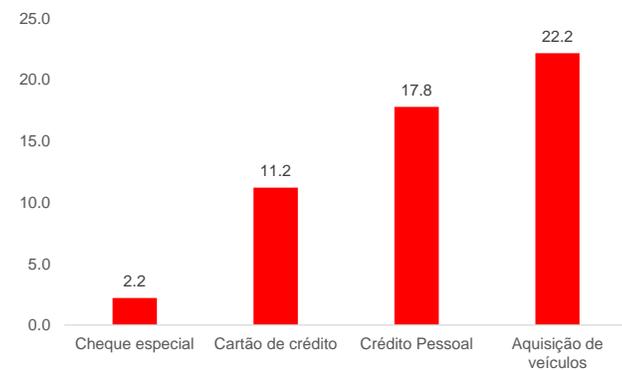
Gráfico6 – Concessões PF: crescimento real a/a (base X stress)



Fontes: BCB e Santander.

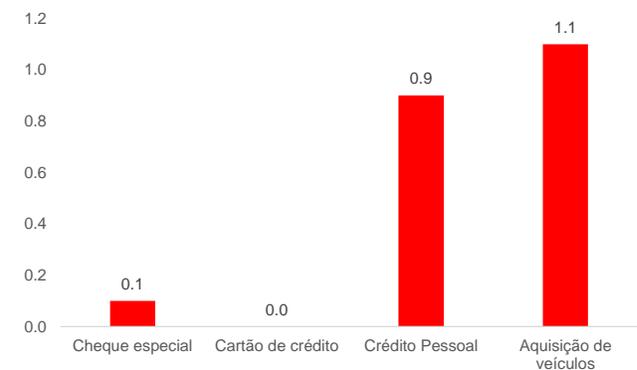
Em relação às diferentes linhas de crédito, os segmentos que apresentam maior sensibilidade à variações na taxa de juros lideram a recuperação, como é o caso do crédito para veículos e o crédito pessoal. Já os produtos rotativos, menos sensíveis a juros, apresentam crescimento mais modesto.

Gráfico7 – Concessões por segmento PF (% a/a)



Fontes: BCB e Santander.

Gráfico8 – Sensibilidade à taxa de juros



Fonte: Santander.

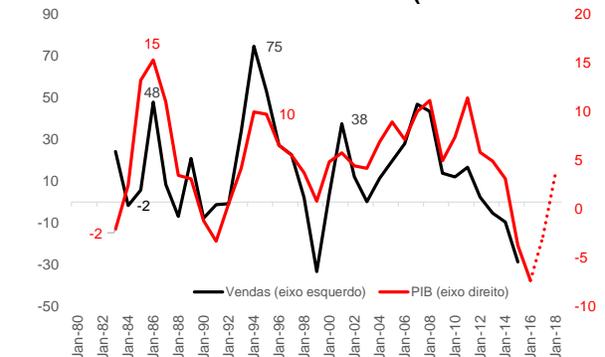
Sendo assim, avaliamos que a recuperação do crédito para consumo está bem evidente, apesar do consumo total das famílias ainda estar deprimido (devido a um mercado de trabalho ainda deteriorado). Dessa forma, ainda que a economia como um todo esteja em um momento de transição (em um processo de recuperação cíclica ainda muito incipiente), o consumo de alguns bens duráveis (por exemplo de veículos) parece estar em forte recuperação, seguindo o padrão histórico – esse segmento, além de mais sensível à taxa de juros, é também mais sensíveis ao ciclo econômico, por isso retrai mais intensamente durante a crise mas se recupera mais fortemente no pós crise.

Gráfico9 – Licenciamento de veículos (com ajuste sazonal)



Fonte: Fenabrave

Gráfico10 – Vendas veículos X PIB (crescimento anual)



Fontes: IBGE, Fenabrave e Santander.

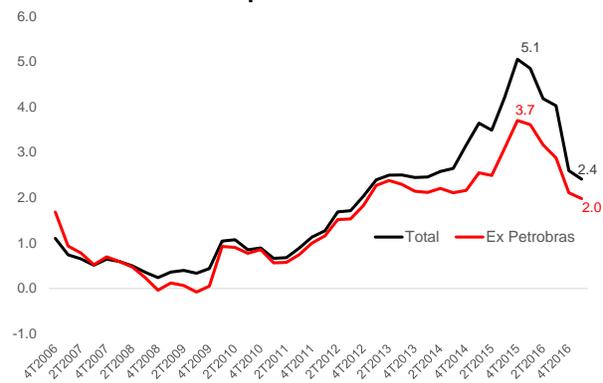
Já os novos empréstimos para empresas continuam em trajetória de queda (em linha com o baixo patamar dos investimentos), ainda que a retração tenha ficado menos intensa. Além disso, a inadimplência do segmento registrou nova deterioração em maio. Por outro lado, não acreditamos que essa piora deverá ser uma tendência para os próximos meses, uma vez que os indicadores de atraso de curto prazo recuaram significativamente e tendem a se refletir na inadimplência nos próximos meses, de forma que a alta observada em maio parece algo pontual. Ademais, o processo de desalavancagem das empresas já parece estar bastante avançado, tendo em vista que a queda da taxa de juros combinada com alguma recuperação dos resultados já está se refletindo nos indicadores financeiros (gráfico 12), o que deve propiciar maior capacidade de adquirir novos financiamentos nos próximos trimestres.

Gráfico11– PJ: Inadimplência X Atrasos (recursos livres)



Fonte: BCB

Gráfico12 – Dívida líquida / EBITDA

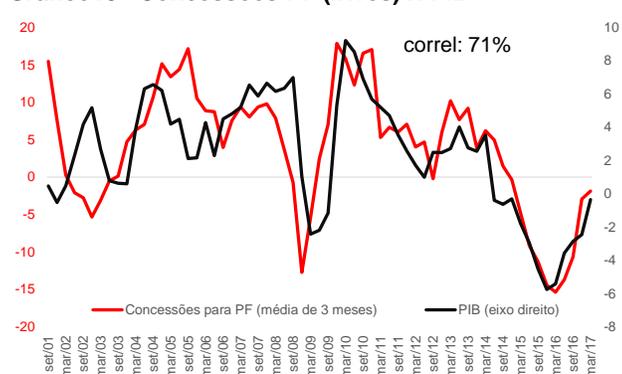


Fontes: Economatica e Santander.

Em suma, continuamos acreditando que o crédito deverá apresentar recuperação robusta ao longo dos próximos trimestres, e na nossa avaliação, os números divulgados pelo banco Central referentes a maio corroboram essa avaliação: o saldo da carteira apresentou queda mais intensa, contudo, acreditamos que as novas concessões são um termômetro melhor desse mercado, e esse termômetro continua sugerindo trajetória de recuperação. O aumento das incertezas no campo político pode reduzir o ritmo da retomada, mas segundo nossos modelos o efeito da queda da taxa de juros deve ser preponderante, de forma que mesmo em um cenário de maior volatilidade o crédito deve se recuperar, principalmente naqueles segmentos mais sensíveis a juros, como por exemplo o de auto veículos.

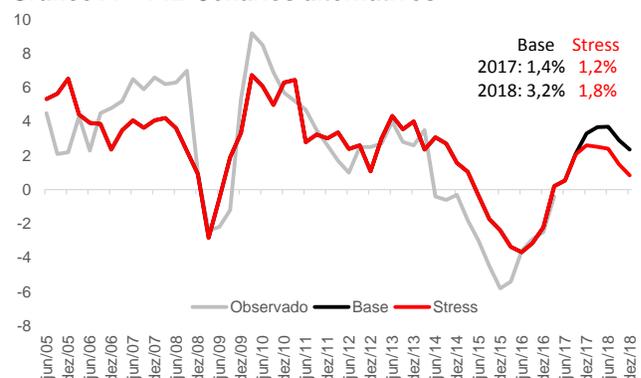
Sendo assim, revisamos ligeiramente para baixo nossa projeção de crescimento da carteira total de crédito em 2017 (de 2,7% para 2,2%), mas ainda acreditamos que o crédito será motor importante de crescimento ao longo desse e do próximo ano: através da correlação entre as concessões para PF e a taxa de crescimento do PIB, e dos cenários alternativos que projetamos para as concessões (ilustrados no gráfico 6), concluímos que mesmo em um cenário de stress o crédito deve exercer importante papel como motor de crescimento em um ambiente de queda da taxa de juros, ainda que o impacto negativo da confiança mais baixa seja relevante (da ordem de 140 pontos base no crescimento do PIB). Vale notar que o modelo de PIB que sustenta nossa projeção de crescimento de 0,7% para 2017 e 3,0% para 2018 é mais completo e robusto do que o descrito nesse parágrafo, de forma que a intenção aqui não é revisar nosso cenário base, apenas ponderar o impacto positivo da queda da taxa de juros com o negativo da possível queda da confiança, e a conclusão nos leva a crer que a queda do juros prepondera.

Gráfico13– Concessões PF (livres) X PIB



Fonte: BCB e Santander

Gráfico14 – PIB Cenários alternativos



Fontes: IBGE e Santander.

Projeções para os principais indicadores de crédito

	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Crescimento da carteira							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crédito Livre	13.6%	7.9%	4.7%	3.9%	-5.0%	2.9%	7.3%
PF	10.1%	7.7%	5.5%	2.9%	0.4%	5.2%	7.5%
Cheque especial	5.2%	7.7%	5.0%	0.9%	-5.5%	-4.0%	3.5%
Credito pessoal	16.9%	14.7%	11.2%	7.6%	2.4%	4.8%	7.2%
Não Consignado	12.5%	8.9%	5.2%	4.7%	-5.4%	-2.7%	6.0%
Consignado	18.4%	17.5%	13.7%	8.8%	5.5%	7.5%	7.6%
Veículos	-0.7%	-4.9%	-6.6%	-13.0%	-11.1%	5.0%	10.2%
Cartão de Crédito	11.1%	14.4%	11.3%	7.4%	6.6%	8.5%	8.7%
PJ	17.1%	8.0%	4.0%	4.9%	-10.2%	0.4%	7.2%
externo	23.4%	20.2%	18.6%	49.4%	-14.4%	4.6%	9.7%
domestico	16.1%	6.0%	1.2%	-5.0%	-8.7%	-1.0%	6.3%
Crédito Direcionado	21.0%	24.0%	19.6%	9.8%	-2.1%	1.4%	5.8%
BNDES	13.8%	15.9%	15.7%	6.4%	-11.5%	-5.6%	4.1%
Habitação	34.6%	31.1%	27.3%	15.0%	5.8%	6.1%	6.3%
Outros	20.9%	32.8%	16.1%	8.2%	3.7%	5.5%	7.4%
Bancos Privados	7.6%	7.0%	5.6%	2.0%	-3.3%	5.8%	8.9%
Bancos Públicos	27.9%	22.6%	16.7%	10.7%	-3.7%	-0.7%	4.6%
BNDES Direto	13.8%	15.9%	15.7%	6.4%	-11.5%	-5.6%	4.1%
Públicos Ex BNDES	40.4%	27.4%	17.4%	13.5%	1.0%	1.9%	4.8%
Crédito Total	16.4%	14.5%	11.3%	6.7%	-3.5%	2.2%	6.6%
Inadimplência							
PF (livres)	6.9%	5.7%	5.3%	6.2%	6.0%	5.9%	5.6%
Cheque especial	15.7%	13.5%	13.8%	18.1%	17.4%	17.4%	16.0%
Credito pessoal	4.8%	4.0%	3.8%	4.3%	4.0%	3.8%	3.8%
Veículos (CDC)	6.4%	5.2%	3.9%	4.2%	4.6%	4.5%	4.4%
Cartão de Crédito	7.8%	6.4%	6.6%	8.1%	7.7%	7.5%	6.7%
PJ (livres)	3.6%	3.1%	3.4%	4.5%	5.2%	5.4%	4.4%
Bancos Privados	5.1%	3.9%	3.6%	4.2%	4.5%	4.2%	3.6%
Bancos Públicos	1.8%	1.8%	2.0%	2.7%	3.1%	3.9%	3.5%
Taxa de inadimplência (livres)		4.3%	4.3%	5.3%	5.6%	5.6%	5.0%

EQUIPE Maurício Molan • Tatiana Pinheiro • Adriana Dupita • Luciano Sobral • Everton Gomes • Rodolfo Margato • Mirella Hirakawa

CONTATOS economiabrasil@santander.com.br • Fone: +55 (11) 3012-5724

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2014 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.