

**O Crédito está atendendo às expectativas?**

Everton Gomes

[everton.gomes@santander.com.br](mailto:everton.gomes@santander.com.br)

- **No início de 2017, esperávamos que a combinação entre recuperação da confiança e queda da taxa de juros causaria uma retomada do mercado de crédito.**
- **Essa visão não era consensual, uma vez que muitos analistas argumentavam que o elevado nível de gastos (das famílias e das empresas) com serviço da dívida impediria a retomada dos empréstimos.**
- **Sustentávamos nossa visão argumentando que a queda da taxa de juros reduziria significativamente o gasto com serviço da dívida.**
- **Por fim, a maior parte dos indicadores evoluiu na direção que esperávamos: a inadimplência se estabilizou; as taxas de juros caíram; o comprometimento de renda com dívida das famílias e o endividamento das empresas recuaram.**
- **Contudo, se o cenário mais catastrófico de “credit crunch” não se realizou, a recuperação do crédito foi mais modesta do que esperávamos. A diferença em relação à nossa expectativa é explicada basicamente pelo comportamento do crédito para as empresas – e, conseqüentemente, pelos investimentos (o crédito para famílias evoluiu dentro do esperado).**
- **Sendo assim, uma das muitas dúvidas para 2018 é se o crédito para empresas irá desapontar novamente, ou se o desempenho de 2017 irá se configurar apenas como um atraso no processo. Acreditamos na segunda opção: o elevado nível de ociosidade da capacidade instalada atrasou o início do ciclo de recuperação dos investimentos (e, conseqüentemente, do crédito PJ), mas assim como em todos os episódios de crise desde a 1ª Guerra Mundial, os investimentos tendem a registrar forte crescimento nos anos pós crise.**
- **Com isso, esperamos que o saldo total de crédito para empresas volte a crescer em 2018, especialmente via bancos privados (à medida que o BNDES diminua sua participação).**
- **No longo prazo, um crescimento robusto para além do cíclico dependerá do sucesso do governo na condução das reformas relacionadas à redução do custo de crédito (agenda BC+) e à estabilização das contas públicas, com potencial de reduzir o risco fiscal e, conseqüentemente, as taxas de juros de longo prazo (custo de *funding*).**

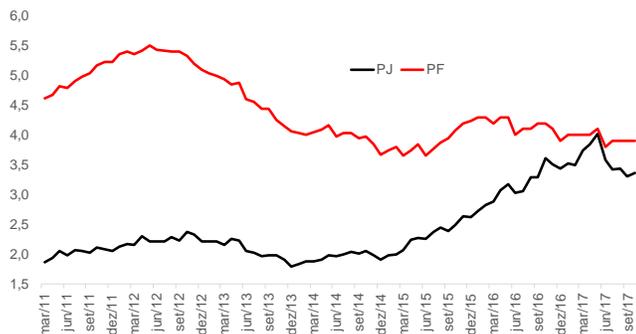
No início de 2017, esperávamos que ao longo do ano o crédito exercesse o papel de principal motor de recuperação pós crise, puxado pela queda da taxa de juros e pela recuperação da confiança dos consumidores e empresários. Mas essa visão não era consensual, já que alguns analistas mais céticos avaliavam que estávamos vivendo uma espécie de “*credit crunch*”, decorrente de três fatores: i) elevado comprometimento de renda com serviço da dívida (tanto por parte das empresas quanto das famílias); ii) conservadorismo dos bancos na concessão de crédito diante de um elevado grau de incerteza; e iii) expectativa de um novo “salto” da inadimplência, tendo em vista que, segundo os adeptos dessa visão, a inadimplência só não estava mais alta porque as renegociações “maquiavam” os números.

Na nossa avaliação, esses pontos de fato mereciam atenção, mas as suas conseqüências não seriam tão severas quanto esperavam os mais pessimistas, dada a existência de três atenuantes: i) como o peso do gasto com juros é elevado no Brasil, a queda da taxa de juros produziria forte alívio nas finanças das famílias e das empresas, reduzindo significativamente o serviço da dívida no orçamento; ii) os bancos estavam (e continuam) bem provisionados e com balanços robustos, o que significa que o grau de resistência a choques é elevado; e iii) o faturamento das empresas é muito sensível ao cenário econômico, de forma que à medida que a economia começasse a se recuperar, os indicadores de resultado deveriam reagir com intensidade, aliviando as finanças corporativas. Ademais, o maior número de renegociações, a nosso ver, era proporcional ao aumento da inadimplência, e de certa forma saudável no sentido de funcionar como preventivo.

Por fim, de fato a maior parte dos indicadores evoluiu de acordo com o que esperávamos ao longo do ano: a inadimplência se estabilizou; a taxa de juros caiu; o comprometimento de renda das famílias com serviço da dívida diminuiu; e os indicadores de alavancagem das empresas melhoraram significativamente. Contudo, se por um lado o cenário mais

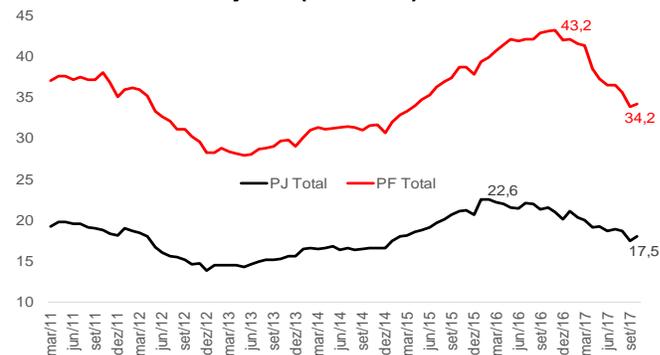
catastrófico para o setor financeiro não se realizou, por outro, a recuperação do crédito vem sendo mais lenta do que esperávamos - os novos empréstimos voltaram a crescer em ritmo próximo a 10% ao ano, mas o saldo de crédito deve fechar o ano em ligeira queda, ou, com sorte, estável na comparação com o final de 2016.

**Gráfico 1 – Inadimplência (% atraso > 90 dias)**



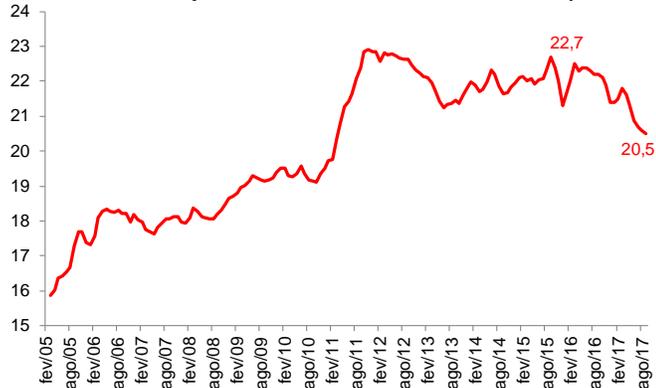
Fonte: BCB

**Gráfico 2 – Taxa de juros (% ao ano)**



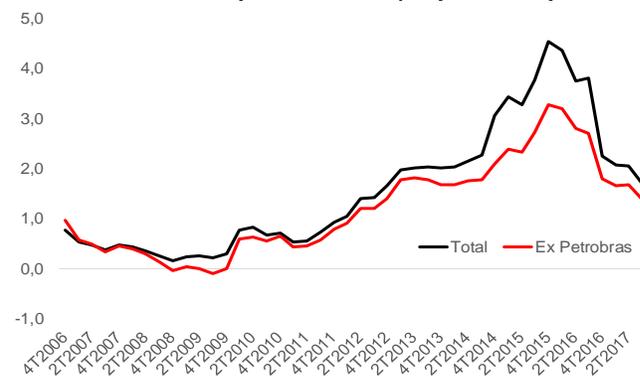
Fontes: BCB

**Gráfico 3 – Comprometimento da renda c/ dívida (% renda)**



Fonte: BCB

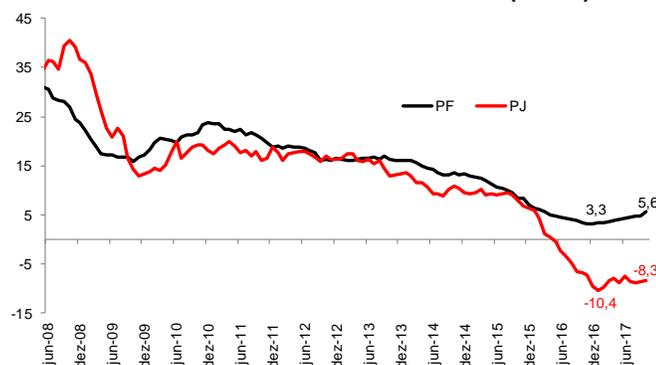
**Gráfico 4 – Dívida líquida/EBITDA (empresas capital aberto)**



Fontes: Economática e Santander

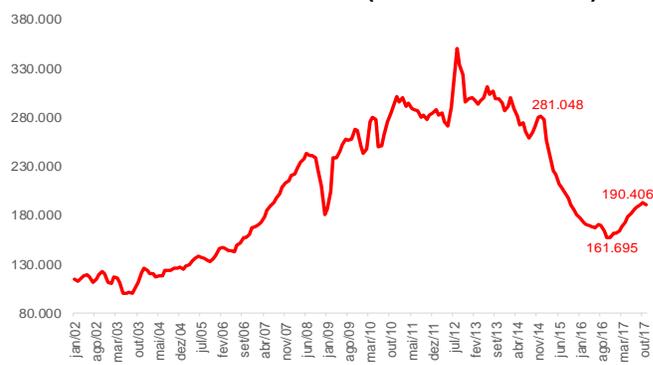
A diferença em relação à nossa expectativa foi basicamente o crédito para empresas, cujo saldo continua em retração – ao contrário do saldo PF, que acelerou conforme esperávamos. Os indicadores de atividade econômica refletem essa diferença de comportamento: enquanto o consumo de bens duráveis das famílias (que são tipicamente adquiridos a crédito) já vem em trajetória de forte recuperação desde o início do ano (por exemplo, o mercado de veículos e de eletrodomésticos), os investimentos das empresas seguiram em retração boa parte do ano, passando a se recuperar apenas no 3º trimestre.

**Gráfico 5 – Taxa de crescimento da carteira (% a.a.)**



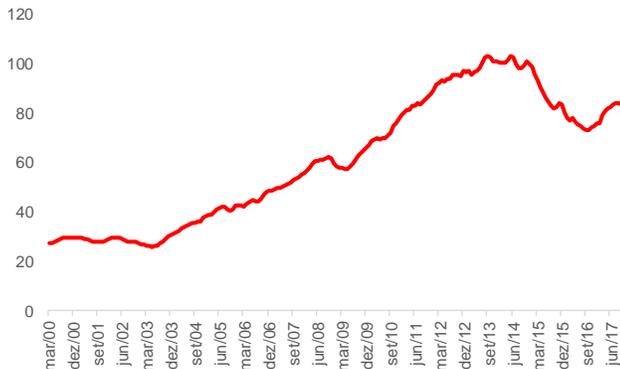
Fonte: BCB

**Gráfico 6 – Vendas de veículos (média 3 meses s.a.)**



Fonte: Fenabrave

**Gráfico 7 – Vendas de móveis e eletrod. (média 3 meses s.a.)**



Fonte: IBGE

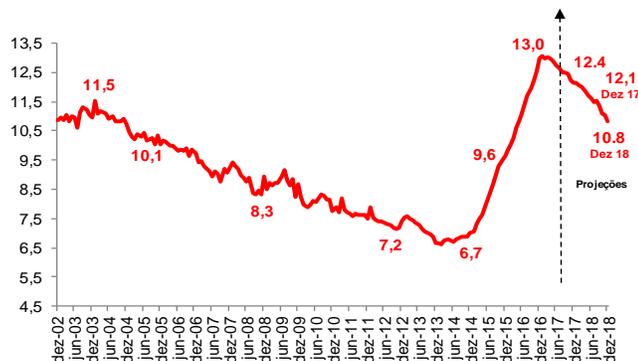
**Gráfico 8 – Formação bruta de capital fixo (s.a.)**



Fonte: IBGE

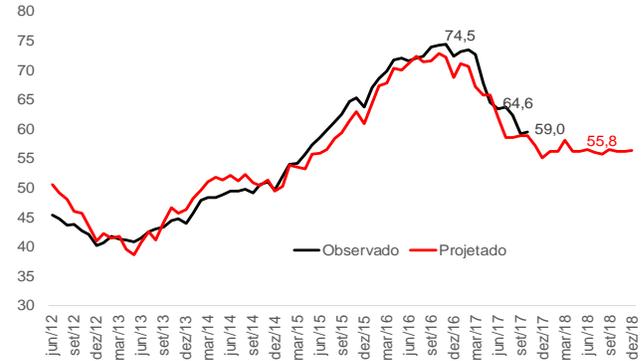
Pensando em 2018, o crédito para pessoa física deve acelerar ainda mais, dado que o mercado de trabalho deverá continuar melhorando, o que ajuda ao aumentar a demanda por crédito e ao contribuir para a redução da inadimplência – que, por sua vez, reduz o custo de crédito e, conseqüentemente, a taxa de juros ao consumidor final. A propósito, a taxa de juros com recursos livres já caiu 10 p.p. e, segundo nossas estimativas, deve cair ao menos mais 3 p.p. ao longo de 2018. Já a trajetória do crédito para empresas é mais incerta: será que a decepção de 2017 se repetirá no próximo ano ou a recuperação virá, apesar do atraso? Acreditamos no segundo caso!

**Gráfico9 – Taxa de desemprego (s.a.)**



Fonte: PNAD Contínua (IBGE)

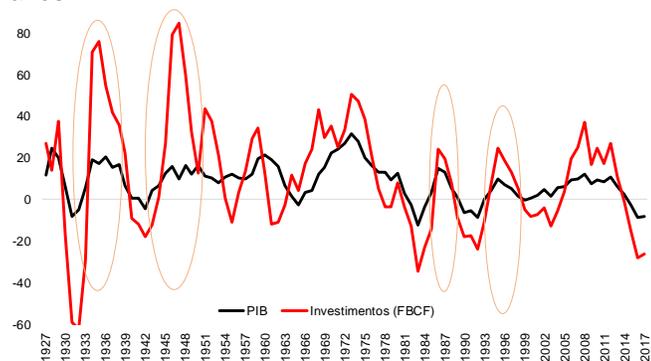
**Gráfico10 – Taxa de juros para PF (com recursos livres)**



Fontes: BCB e Santander

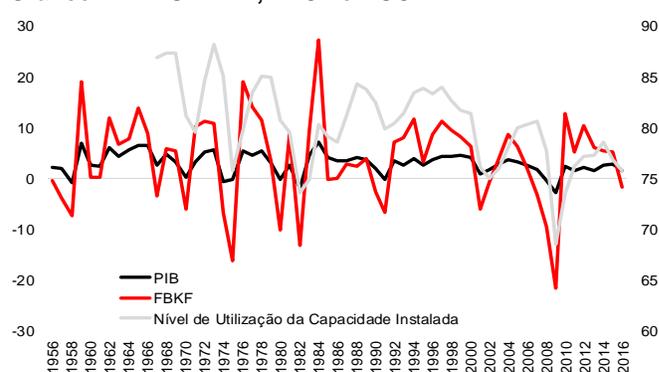
Na nossa opinião, a alavancagem das empresas e o elevado nível de ociosidade acabaram por retardar um pouco a recuperação dos investimentos e, conseqüentemente, do mercado de crédito PJ, mas no ano de 2018 ela virá! Usando o passado como guia, é de se esperar que a recuperação dos investimentos seja forte nos próximos anos: desde a 1ª Guerra Mundial, em todas as crises de intensidade similar à atual, o período pós recessão foi marcado por forte recuperação da formação bruta de capital fixo. Como o nível de ociosidade está elevado, talvez o ritmo de recuperação dos investimentos seja mais modesto do que o usual em ciclos de retomada, mas ainda assim deve ser forte: a série de utilização da capacidade instalada da economia brasileira não é longa o suficiente para avaliarmos se a elevada ociosidade inibe a recuperação, mas, tomando a economia americana como base (por ter dados para um histórico maior), observamos que mesmo em crises com ociosidade elevada o ritmo de recuperação dos investimentos foi forte. Sendo assim, acreditamos que os investimentos voltarão a crescer algo próximo a 10% a.a. no biênio 2018/2019, o que deverá ampliar a demanda por crédito por parte das empresas. Os números do PIB do 3º trimestre, na nossa avaliação, sinalizam o início desse ciclo de recuperação dos investimentos (a formação bruta de capital fixo cresceu 1,6% em relação ao 2º trimestre).

**Gráfico 11 – Brasil: FBCF X PIB – variação per capita em 3 anos**



Fonte: IBGE

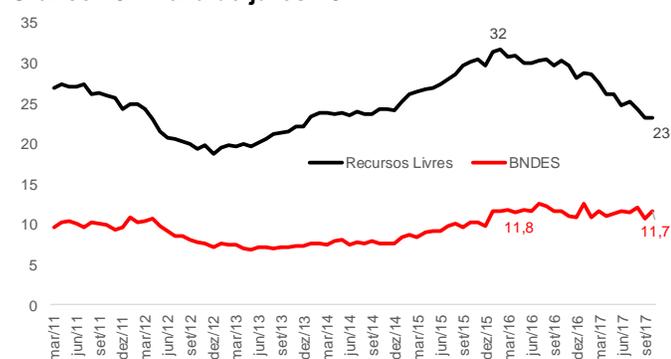
**Gráfico 12 – EUA: PIB, FBCF e NUCI**



Fontes: Bloomberg

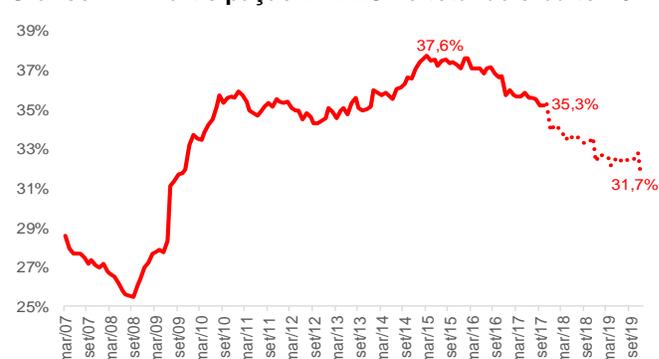
Ainda sobre o mercado de crédito para empresas, outro movimento esperado para 2018 é o aumento da participação dos bancos privados. No contexto do ajuste das contas públicas e da agenda do Banco Central para redução do *spread* bancário, que inclui, entre outros itens, a diminuição da participação do crédito direcionado, as taxas ofertadas pelo BNDES caíram menos do que os empréstimos com recursos livres. Essa tendência deve se acentuar ao longo do próximo ano, tendo em vista que em janeiro entrará em vigência a TLP, cujo objetivo é aproximar as taxas cobradas pelo BNDES das taxas de mercado, assim como dar maior transparência aos subsídios concedidos pelo banco de desenvolvimento. Sendo assim, é improvável que em 2018 a carteira do BNDES reverta a forte tendência de redução observada em 2017.

**Gráfico 13 – Taxa de juros PJ**



Fonte: BCB.

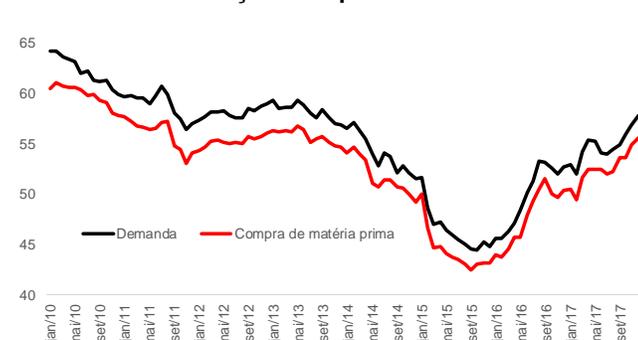
**Gráfico 14 – Participação BNDES no total de crédito PJ**



Fontes: BCB e Santander.

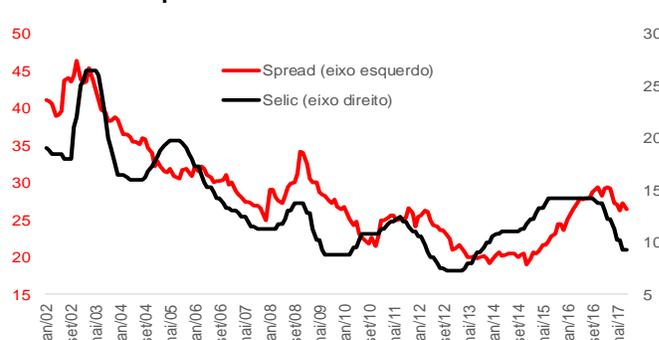
Em suma, ao longo de 2017 a contribuição do mercado de crédito para a retomada da economia esteve concentrada no consumo das famílias, mas em 2018 esperamos que a recuperação seja mais abrangente, com o crédito para as empresas e, conseqüentemente, os investimentos, voltando a crescer em ritmo robusto. As incertezas em relação às eleições podem interferir no ritmo da recuperação, ao deixar o processo de reconstrução da confiança do empresário mais errático, sendo um risco a ser monitorado. Contudo, o ganho de confiança tem sido tão intenso que, combinado com a queda da taxa de juros, deverá causar recuperação dos investimentos mesmo em um contexto mais incerto. Com isso, projetamos crescimento do saldo total de crédito ao redor de 6,0% para 2018 e de 8,0% para 2019.

**Gráfico 15 – Confiança do empresário industrial**



Fonte: CNI.

**Gráfico 16 – Spread PF total X Taxa Selic**



Fontes: BCB

No médio/longo prazo, acreditamos que seja possível um crescimento ainda mais forte do mercado de crédito, mas esse desempenho depende de um avanço relativamente rápido da agenda de redução do custo de crédito conduzida pelo Banco Central, que envolve pontos como: i) Criação do cadastro positivo, que pode reduzir a informação assimétrica e ampliar a concorrência pelos clientes de baixo risco; ii) Redução do crédito direcionado, que pode aumentar a eficiência da política monetária, permitindo uma taxa de juros de equilíbrio menor; além de deixar o mercado de crédito mais democrático, ao diminuir o subsídio para operações/clientes específicos, permitindo assim uma redução horizontal das taxas (efeito “meia entrada”); e iii) fortalecimento dos contratos, facilitando, por exemplo, a execução das garantias. Por fim, o processo de ajuste das contas públicas também tende a exercer impacto relevante no mercado de crédito no longo prazo, uma vez que o custo de “funding” está mais relacionado às taxas de longo prazo do que à taxa Selic, e as taxas de longo prazo são mais dependentes da política fiscal do que da política monetária.

Projeções para os principais indicadores de crédito								
	dez/12	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16	dez/17	dez/18	dez/19
<b>Crescimento da carteira</b>								
<b>Crédito Livre</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>PF</b>	13,5%	7,9%	4,7%	3,9%	-5,0%	0,9%	7,6%	9,3%
Cheque especial	10,0%	7,7%	5,4%	2,9%	0,4%	4,7%	8,6%	9,5%
Credito pessoal	4,4%	7,7%	5,0%	0,3%	-5,5%	-6,5%	3,5%	4,5%
Não Consignado	16,4%	14,7%	11,1%	7,6%	2,4%	5,3%	8,6%	10,2%
Consignado	12,5%	8,9%	5,2%	4,7%	-5,4%	-1,5%	6,0%	7,5%
Veículos	18,4%	17,5%	13,7%	8,8%	5,5%	7,7%	9,5%	11,0%
Cartão de Crédito	-0,7%	-4,9%	-6,6%	-13,0%	-11,1%	2,5%	10,2%	10,6%
<b>PJ</b>	11,1%	14,4%	11,3%	7,4%	6,6%	8,1%	10,4%	9,6%
externo	17,1%	8,0%	4,0%	4,9%	-10,2%	-3,2%	6,5%	9,2%
domestico	23,4%	20,2%	18,6%	49,4%	-14,4%	4,2%	9,8%	10,9%
domestico	16,1%	6,0%	1,2%	-5,0%	-8,7%	-5,6%	5,3%	8,5%
<b>Crédito Direcionado</b>	21,0%	24,0%	19,6%	9,8%	-2,1%	-2,0%	3,9%	6,9%
BNDES	13,8%	15,9%	15,7%	6,4%	-11,5%	-10,3%	-1,2%	5,1%
Habitação	34,6%	31,1%	27,3%	15,0%	5,8%	4,5%	6,4%	7,7%
Outros	20,9%	32,8%	16,1%	8,2%	3,7%	1,2%	7,5%	8,3%
<b>Bancos Privados</b>	7,6%	7,0%	5,6%	2,0%	-3,3%	2,7%	8,9%	10,7%
<b>Bancos Públicos</b>	27,9%	22,6%	16,7%	10,7%	-3,7%	-3,1%	3,2%	6,0%
BNDES Direto	13,8%	15,9%	15,7%	6,4%	-11,5%	-10,3%	-1,2%	5,1%
Públicos Ex BNDES	40,4%	27,4%	17,4%	13,5%	1,0%	0,7%	5,4%	6,4%
<b>Crédito Total</b>	<b>16,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Inadimplência</b>								
<b>PF (livres)</b>	6,9%	5,7%	5,3%	6,2%	6,0%	5,6%	5,3%	5,2%
Cheque especial	15,7%	13,5%	13,8%	18,1%	17,4%	15,7%	15,0%	14,8%
Credito pessoal	4,8%	4,0%	3,8%	4,3%	4,0%	3,7%	3,4%	3,3%
Veículos (CDC)	6,4%	5,2%	3,9%	4,2%	4,6%	3,8%	3,6%	3,7%
Cartão de Crédito	7,8%	6,4%	6,6%	8,1%	7,7%	6,9%	6,7%	6,2%
<b>PJ (livres)</b>	3,6%	3,1%	3,4%	4,5%	5,2%	5,1%	4,5%	3,9%
<b>Bancos Privados</b>	5,1%	3,9%	3,6%	4,2%	4,5%	4,0%	3,5%	3,3%
<b>Bancos Públicos</b>	1,8%	1,8%	2,0%	2,7%	3,1%	3,4%	3,4%	3,1%
<b>Taxa de inadimplência (livres)</b>		4,3%	4,3%	5,3%	5,6%	5,4%	4,9%	4,6%

## EQUIPE

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

## CONTATOS

economibrasil@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.