



## Desalavancagem do setor privado não financeiro: a experiência internacional

Daniela Cunha de Lima

Muito se discute hoje sobre o tamanho do endividamento do setor privado não financeiro no Brasil. Para tanto, analisamos quase 30 processos de desalavancagem do setor privado não financeiro (famílias e empresas) no mundo, experimentado por mais de 20 países<sup>1</sup>. Os principais resultados apontam que (i) o processo de desalavancagem está associado à redução do crescimento e da participação do investimento no PIB na comparação com o período de endividamento e (ii) que a flexibilização da política monetária contribuiu para mitigar os efeitos da desalavancagem.

Na amostra que analisamos, pudemos observar que o início do processo de desalavancagem está relacionado com crises ou redução de crescimento da economia. Desde a década de 90, houve três movimentos de desalavancagem sincronizada em alguns países. No fim da década de 80 e início de

90, uma importante crise bancária afetou Suécia, Noruega e, em maior escala, a Finlândia. Nesse período, os países nórdicos passaram por um importante processo de desalavancagem, que reduziu a dívida média do grupo de 160% do PIB em 1990 para 125% em 5 anos (7 p.p. por ano). Cabe dizer que nesse mesmo período, a relação da formação bruta de capital fixo sobre o PIB recuou de 24% para 22% em média. Na crise asiática, o processo foi mais longo: durante oito anos Cingapura, Tailândia, Malásia e Coreia do Sul reduziram em média 6 p.p. por ano a dívida do setor privado não financeiro, que partiu de uma média de 155% para 109% do PIB. No final do processo, os investimentos estavam 9 p.p. abaixo do período pré-desalavancagem e o crescimento do PIB durante o processo (excluindo os anos de recessão) foi 30% menor que no período de endividamento, atingindo a ainda elevada média de 6% a.a.

	Mediana	Máximo	Mínimo
<b>Duração total da desalavancagem</b>	<b>5 anos</b>	<b>15 anos</b>	<b>2 anos</b>
<b>Dívida: Setor Privado Não Financeiro (SPNF)</b>			
Dívida Inicial (em % do PIB)	155,3	266	40
Dívida Final (em % do PIB)	109,7	234,6	18
Variação (em p.p.)	-22,7	-90,9	-5,1
Variação (%)	-16%	-55%	-5%
<b>Dívida SPNF: Empresas</b>			
Dívida Inicial (em % do PIB)	93,7	138	33,7
Dívida Final (em % do PIB)	68,7	113,8	11,5
Variação (em p.p.)	-14,2	-68,5	-3,5
Variação (%)	-21%	-66%	-7%
<b>Dívida SPNF: Famílias</b>			
Dívida Inicial (em % do PIB)	55,6	140,1	6,3
Dívida Final (em % do PIB)	46,35	122,9	6,1
Variação (em p.p.)	-8	-22,4	10,8
Variação (%)	-10%	-66%	20%
<b>Comprometimento de Renda* (SPNF)</b>			
Inicial	21	31,4	11,2
Final	14,5	22,1	4,9
Variação (em p.p.)	-6	-10,2	-2,9
Variação (%)	-49%	-77%	-26%
<b>Formação Bruta de Capital Fixo/PIB (variação em p.p.)</b>	<b>-2,6</b>	<b>4,7</b>	<b>-26</b>
<b>Comparação crescimento PIB: período desalavancagem / período alavancagem (ex. crise)</b>	<b>-1,23</b>	<b>8</b>	<b>-3,7</b>

### Processos mundiais de redução da dívida do setor privado não financeiro - resumo dos resultados

(\*) Comprometimento de Renda do setor privado não financeiro: Despesa com juros e amortização em % a renda bruta no trimestre.

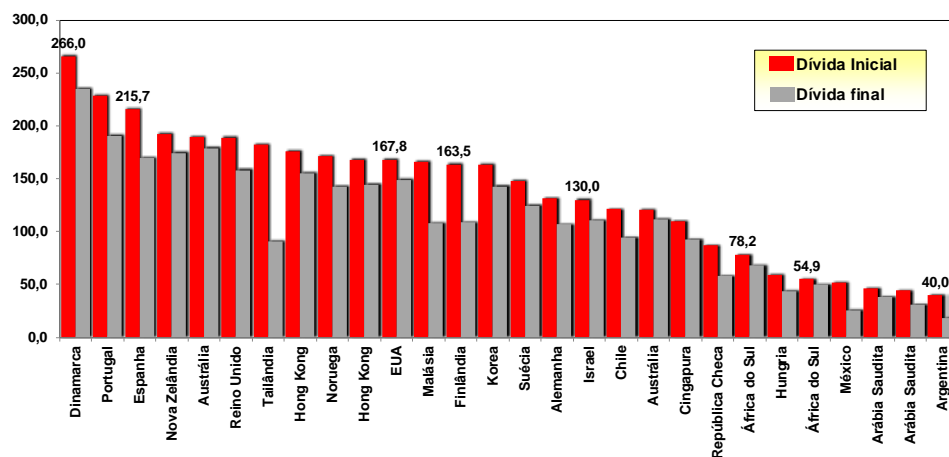
Os dados de comprometimento de renda têm início apenas em março de 1999 e estão disponíveis apenas em 40% dos casos de desalavancagem estudados.

Fonte: BIS, Bradesco

<sup>1</sup> Para tanto, utilizamos os dados do BIS de endividamento do setor privado não financeiro, que disponibilizam informações trimestrais de 42 países. Classificamos como o início do processo de desalavancagem o ano em que há redução da dívida/PIB e o fim do processo ocorre quando o endividamento para de cair. Utilizamos os dados de março de 1990 (quando disponíveis) até março de 2016. Para os dados de crescimento de PIB e Formação bruta de capital fixo/PIB utilizamos os dados do FMI.

A crise de 2008 também desencadeou um importante e espalhado processo de desalavancagem. Com uma dívida média de 165% do PIB, acumulada ao longo de 14 anos, em média, famílias e empresas do setor não financeiro de sete países da amostra<sup>2</sup> reduziram suas dívidas em 5 p.p. por ano (alguns ainda não acabaram o processo de ajuste). Durante esse período, houve redução de 2 p.p. do investimento e 1 p.p. do crescimento do PIB, na comparação com o período

de alavancagem (excluindo os anos em que houve variação negativa do PIB). Vale ressaltar que existem diversos outros processos de desalavancagem não relacionados aos eventos citados, como alguns países europeus que iniciaram um processo de desalavancagem em 2012, países latino americanos (como México, Argentina e Chile), de alguma forma, relacionados a crises que afetaram a economia doméstica.

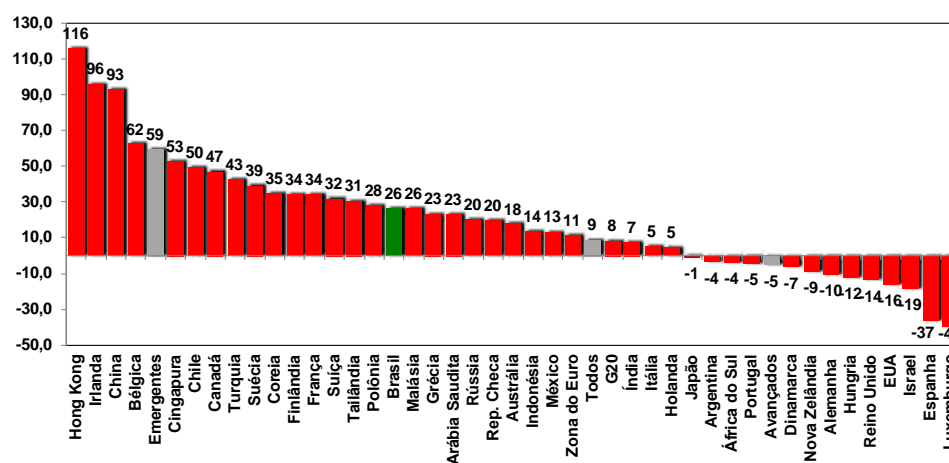


**Dívida do setor privado não financeiro – amostra de dezembro de 2007 e junho de 2016 (em % do PIB)**

Fonte: BIS, Bradesco

A reação da política monetária durante o processo de desalavancagem cumpriu um importante papel nos eventos analisados. Países que passaram por flexibilização da política monetária durante o processo tiveram redução de 1,2 p.p. de crescimento do PIB no período de desalavancagem (em relação ao período de endividamento), enquanto nos demais países a queda chegou a 1,6 p.p., considerando a mediana da amostra. A redução da razão investimento/ PIB

para esses países foi da ordem de 1,5 p.p., enquanto os demais países da amostra apresentaram recuo de 3 p.p. Por fim, a desalavancagem também foi menor em termos percentuais: 15% de redução da dívida, em comparação com 22% dos países que não tiveram flexibilização monetária. Ou seja, países em que a política monetária foi mais flexível tiveram os efeitos negativos do processo de desalavancagem mitigados.



**Dívida do setor privado não financeiro – variação entre dezembro de 2007 e junho de 2016 (em % do PIB)**

Fonte: BIS, Bradesco

É interessante notar também que, a despeito dos diferentes níveis de dívida nos quais os países

iniciaram seu processo de desalavancagem, há um elemento em comum: o elevado comprometimento de

<sup>2</sup> A saber, Austrália, Dinamarca, Espanha, Nova Zelândia, Arábia Saudita, Estados Unidos e África do Sul.

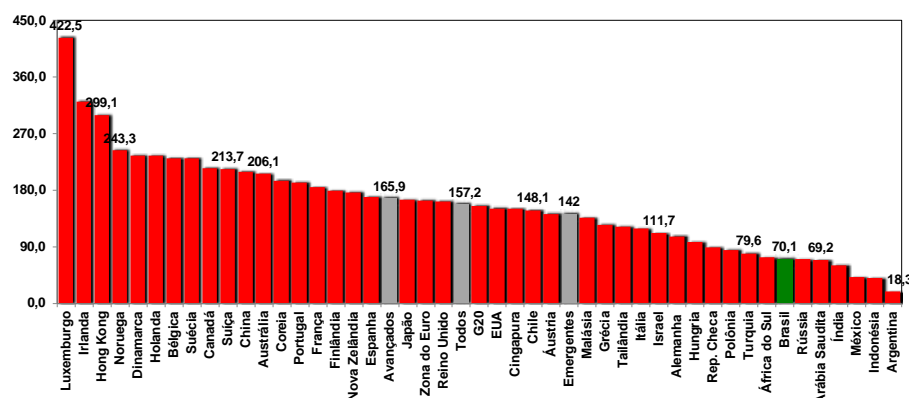
renda<sup>3</sup> (das famílias e empresas não financeiras). Em todos os processos de desalavancagem, para os quais temos informações de comprometimento de renda, observamos que o início do processo ocorre quando o comprometimento de renda atinge certo limite, entre 20 e 25%. São poucos os países que conseguem sustentar por muito tempo um comprometimento de renda acima desses patamares, independentemente do nível da dívida. Mas é frequentemente observado níveis de endividamento acima de 200%, com comprometimento de renda abaixo desses patamares.

Pudemos observar que o limite ao endividamento ocorre via comprometimento de renda. O elevado comprometimento torna os credores mais vulneráveis a choques que podem reduzir sua capacidade de geração de caixa e, assim, comprometer a capacidade de honrar seus compromissos. Dessa forma, ao atingir certo *threshold* não observado, o risco de *default* aumenta, elevando-se assim as taxas de financiamento – que funcionam como um potencial limitador ao endividamento do setor privado, ou, em alguns casos, dão início a um processo de desalavancagem.

Nos últimos anos, notamos um aumento do processo de alavancagem do setor privado não financeiro em diversos países vem ocorrendo, como reflexo das

taxas de juros reais negativas observadas em muitos desenvolvidos (na Holanda, por exemplo, a dívida do setor privado ultrapassa 400% do PIB) e em muitos países emergentes, em especial na China e em Hong Kong, que atingiram expressivos 210 e 277% do PIB, respectivamente, em março de 2016. A despeito do elevado endividamento desses países, o nível de comprometimento de renda dos desenvolvidos ainda é, em sua maioria, baixo.

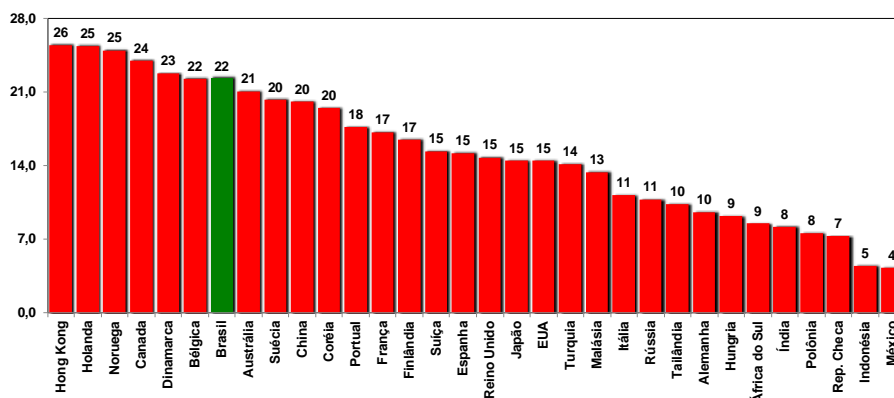
Contudo, acreditamos que, em um horizonte cada vez mais próximo, devemos observar o início ao processo de normalização da política monetária em diversos países que hoje possuem taxa de juros reais negativas – processo já em curso nos EUA. A elevação da taxa básica de juros nesses países, cujo setor privado não financeiro se encontra altamente endividado, poderá influenciar negativamente o comprometimento de renda, elevando os riscos de desencadear um processo de desalavancagem e, conseqüentemente, de reduzir o crescimento econômico e os investimentos nos próximos anos. Esperamos que o processo de normalização da política monetária nesses países ocorra de forma lenta e gradual, permitindo que o ajuste do setor privado também ocorra de forma lenta, mitigando os impactos negativos da desalavancagem na economia.



**Dívida do setor privado não financeiro em junho de 2016 (em % do PIB)**

Fonte: BIS, Bradesco

**Comprometimento de renda do setor privado não financeiro – junho de 2016 (em % da renda bruta)**



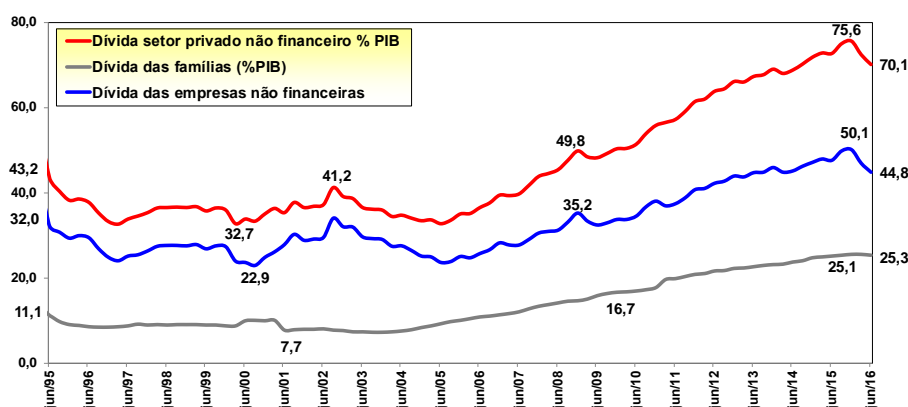
Fonte: BIS, Bradesco

<sup>3</sup> O BIS só disponibiliza dados de comprometimento de renda a partir de 1999 e não estão disponíveis informações para todos os países da amostra.

A alavancagem do setor privado não financeiro no Brasil teve início em 2005 e, apesar de a relação dívida/PIB ter mais do que dobrado desde então, temos uma das menores dívidas privadas não financeiras do mundo. A despeito do reduzido endividamento, o comprometimento de renda é um dos mais elevados e está muito próximo dos patamares experimentados pelos países no momento em que o processo de desalavancagem começou. Em função do elevado comprometimento de renda, o endividamento do setor privado brasileiro parece estar próximo ao limite e já observamos os primeiros sinais de desalavancagem: segundo informação do BIS, a dívida do setor privado não financeiro atingiu 70,1% do PIB em junho de 2016, uma redução de mais de 5 p.p. frente aos 75,4% observados no final do ano anterior.

Utilizando os parâmetros calculados em um estudo de *cross section* a partir dos eventos selecionados<sup>4</sup>,

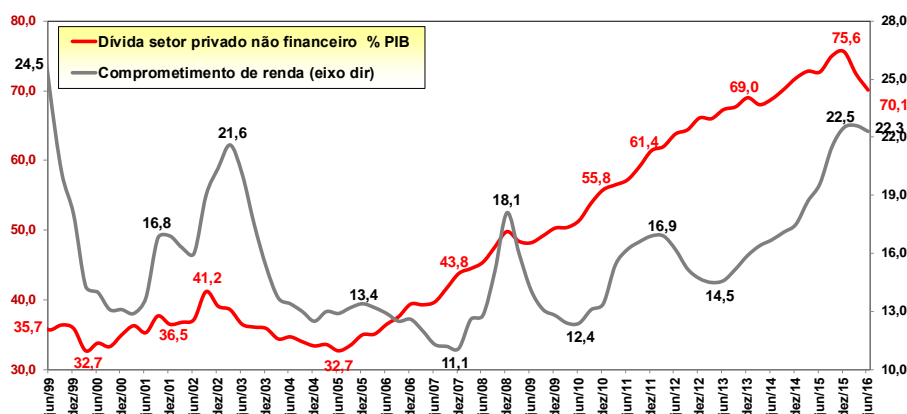
estimamos qual seria a potencial redução de crescimento no Brasil decorrente de um processo de desalavancagem – tudo mais constante. Para as condições iniciais nas quais nos encontramos, com uma desalavancagem de 4 p.p. por ano durante 3 anos, o país cresceria 1,9 p.p. abaixo da média do pré-período de alavancagem (de 2005 a 2015, excluindo os anos de variação de PIB negativa). Ou seja, o crescimento passaria de em média 3,8% para algo como 1,9%. Naturalmente, essa simples estimativa não considera diversos eventos que podem afetar o crescimento, para um lado ou para o outro, nos dois períodos de análise (período de endividamento vs. período de desalavancagem). Como por exemplo, as questões internacionais, o efeito dos preços das *commodities* e choques de confiança podem influenciar a economia brasileira. Mas a estimativa não se encontra muito distante daquela observada nos eventos analisados (redução entre 1,2 a 1,6 p.p. do crescimento).



**Brasil: dívida do setor privado não financeiro (em % do PIB)**

Fonte: BIS, Bradesco

**Brasil: dívida do Setor Privado Não Financeiro vs. comprometimento de renda (juros+amortização) (em % do PIB, em % renda) (EBITDA+renda das famílias)**



Fonte: BIS, Bradesco

No presente trabalho analisamos 28 processos de desalavancagem do setor privado ao redor do mundo e seus impactos no crescimento e no investimento dos países. Face aos resultados, concluímos que o processo de desalavancagem no Brasil pode levar à

redução do ritmo de crescimento e da participação do investimento frente aos valores observados no período de endividamento. Vale destacar, contudo, que o setor privado não financeiro brasileiro não possui altos índices de endividamento. Ao contrário, temos um dos

<sup>4</sup> Estimamos a redução de crescimento durante o processo de desalavancagem, na comparação com o crescimento médio no processo de endividamento, em função das seguintes variáveis: tamanho da dívida do setor privado não financeiro em % do PIB, tamanho da dívida do setor público em % do PIB, relação do PIB per capita do país em comparação com o PIB per capita dos EUA e o número de anos que durou o processo de desalavancagem.



menores níveis de endividamentos do mundo. Todavia, o comprometimento de renda do setor privado não financeiro encontra-se próximo ao limite observado em diversos países o que, aliado à crise econômica, tem motivado um processo de desalavancagem.

Acreditamos que o processo de flexibilização da

política monetária já em curso tende a contribuir para aliviar o comprometimento de renda e, dessa forma, reduzir o tamanho necessário de desalavancagem, bem como mitigar suas consequências. Para 2017, esperamos um corte de 3,5 p.p. da taxa Selic e em 2018 corte adicional de 1 p.p., encerrando 2018 com a Selic a 9,25% a.a..



## Equipe Técnica

### Fernando Honorato Barbosa – Economista Chefe

**Economistas:** Ana Maria Bonomi Barufi / Andréa Bastos Damico / Ariana Stephanie Zerbinatti / Constantin Jancso / Daniela Cunha de Lima / Ellen Regina Steter / Estevão Augusto Oller Scripilliti / Fabiana D'Atri / Igor Velecico / Leandro Câmara Negrão / Marcio Aldred Gregory / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Regina Helena Couto Silva / Thomas Henrique Schreurs Pires

**Estagiários:** Alexandre Stiubiener Himmestein/ Bruno Sanchez Honório / Christian Frederico M. Moraes / Fabio Rafael Otheguy Fernandes / Felipe Alves Fêo Emery de Carvalho/ Mariana Silva de Freitas / Rafael Martins Murrer

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO).