

Brasil: Cenário Macro

Por que o Consumo Desacelerou em 2018 e o Que Esperar para 2019?

Maurício Molan*
mmolan@santander.com.br
5511-3012-5179

- Acreditamos que os atuais patamares de comprometimento de renda e confiança do consumidor, variáveis bastante correlacionadas aos mais importantes canais de transmissão da política monetária, retornaram a níveis consistentes com crescimento mais forte do consumo das famílias.
- Concluímos que, do ponto de vista do consumo, a taxa básica de juros está em território expansionista.
- Enfatizamos que isto não impede uma política monetária ainda mais expansionista, uma vez considerada a existência de elevado desemprego e capacidade ociosa na economia.
- Acreditamos, no entanto, que o Banco Central não reduzirá a taxa básica de juros antes de um encaminhamento da reforma da Previdência, o que deve, em nossa avaliação, ocorrer apenas no segundo semestre.
- Na medida em que se consolide a percepção de que a reforma da Previdência será aprovada, as condições financeiras e as expectativas tendem a melhorar ainda mais, de forma a consolidar uma aceleração da economia, o que tornaria estímulos adicionais desnecessários.
- Portanto, projetamos a taxa Selic em 6,5% até o final do ano.

Figura 1. Crescimento do Consumo e Confiança do Consumidor

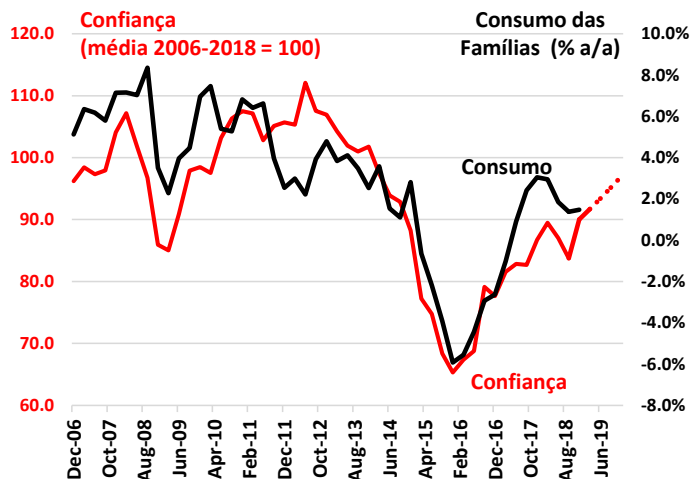
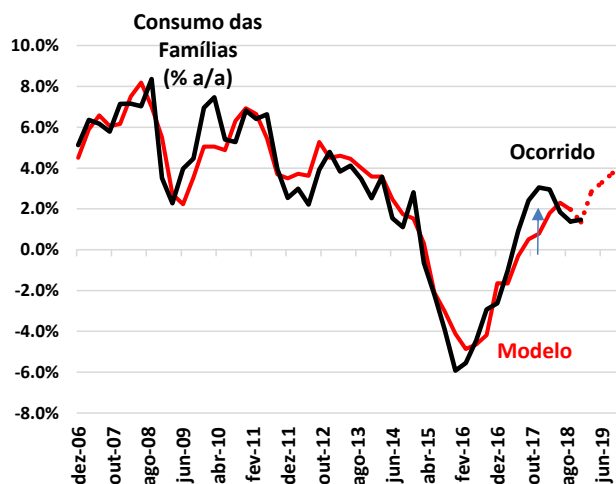


Figura 2. Crescimento do Consumo. Dado histórico e projetado pelo modelo com base em comprometimento de renda e confiança.



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Bloomberg e estimativas Santander.



Introdução

À medida que a atividade econômica frustra as expectativas, principalmente após o acentuado ciclo de redução de taxa de juros nos últimos dois anos, o mercado financeiro intensifica o questionamento se a atual política monetária é expansionista **o suficiente**.

Na verdade, considerando que os dados mais recentes do PIB mostraram que a economia ficou praticamente estagnada nos últimos meses, **crece a suspeita de que a política monetária poderia nem sequer estar no campo expansionista**, o que significaria dizer que o atual nível da Selic está muito próximo ou acima do nível considerado neutro e que o PIB, sob esta ótica, não deve acelerar na ausência de novos estímulos via corte de juros.

Segundo esta visão, mudanças estruturais relevantes teriam ocorrido recentemente, no sentido de reduzir o nível de juros compatível com inflação estável. Destacamos: 1) Política fiscal austera, 2) ritmo menos agressivo de atuação dos bancos públicos e 3) prêmio de risco mais baixo, em função da inflação menos volátil e mais ancorada (o que altera a decisão do consumidor entre gastar ou poupar).

Detalhamos a seguir o comportamento recente de duas variáveis que consideramos extremamente relevantes para o consumo: **comprometimento de renda das famílias com pagamentos de juros e amortizações e confiança do consumidor**. Com isso, pretendemos avaliar se os principais canais de transmissão da política monetária estão atuando no sentido de expansionista, pelo menos em relação ao consumo.

Há algo errado com o consumo?

Não vemos a desaceleração do crescimento do consumo, notadamente ao longo do segundo semestre do ano passado, como uma evidência de mudanças estruturais. O desempenho ruim dos gastos das famílias, em nossa visão, está totalmente associado ao comportamento das principais variáveis utilizadas nos modelos. Não há nenhuma evidência de quebra estrutural ou necessidade de incorporação de alguma outra variável para explicar por que o consumo perdeu força. Para ilustrar esse ponto, utilizamos apenas duas variáveis: o indicador de comprometimento de renda das famílias e o dado de confiança do consumidor.

Em relação ao **comprometimento de renda**, nos parece que a interrupção da tendência baixista que predominava desde 2017 esteve relacionada à piora das condições financeiras ocorrida em meados do ano passado, em decorrência da elevação da aversão global ao risco e de incertezas políticas exacerbadas pelo quadro eleitoral (Figuras 3 e 4). Tais fatores certamente contribuíram para impedir uma redução mais acentuada das taxas finais de juros ao consumidor, o que acabou por impedir também a continuidade de redução do custo financeiro médio dos indivíduos.

Figura 3. Comprometimento de Renda das Famílias com Pagamento de Dívidas e Crescimento Interanual do Consumo

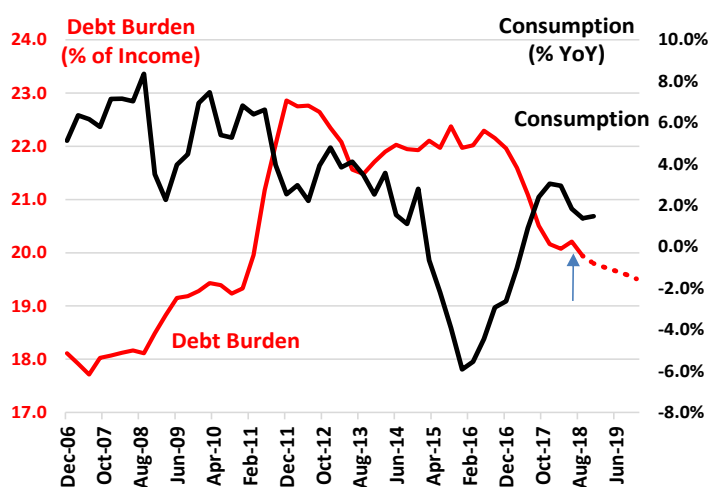
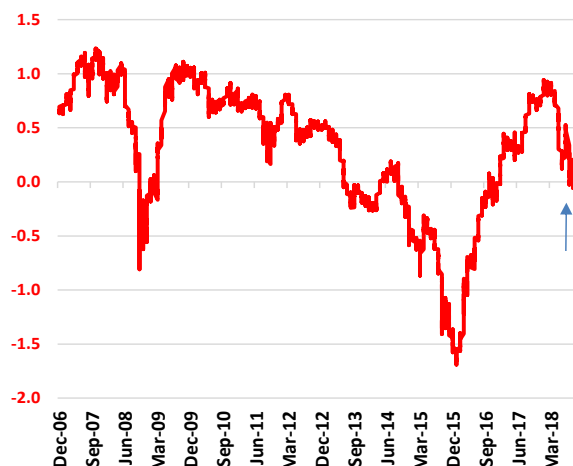


Figura 4. Indicador de Condições Financeiras (SAN-ICF)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil e estimativas Santander. O SAN-ICF é construído com base em variáveis do mercado financeiro de forma que valores positivos indicam condições estimulativas, enquanto valores negativos representam condições contracionistas.



Em relação à **confiança dos consumidores**, em meados de 2018 esta foi afetada de forma intensa, não somente pelas eleições, mas principalmente pela greve dos caminhoneiros ocorrida entre maio e junho, que acabou levando os indivíduos a uma abordagem mais conservadora em relação aos gastos. A Figura 5 mostra a relação entre confiança e consumo, enquanto a Figura 6 ilustra o dado histórico de gastos das famílias vis a vis um modelo simples baseado apenas no comportamento das duas variáveis já mencionadas (comprometimento de renda e confiança).

Os dados não parecem indicar uma mudança estrutural na relação entre as variáveis, que poderia levar o consumo a apresentar desempenho decepcionante frente à dinâmica de carga financeira e ao componente de expectativas. Repare que, na verdade, o modelo subestima, ao invés de superestimar a dinâmica de gastos das famílias, apontando corretamente para a desaceleração verifica nos últimos trimestres.

Esse desempenho mais favorável do consumo em relação às expectativas e condições financeiras decorreu provavelmente dos impulsos proporcionados pelos desembolsos do FGTS e do PIS Pasep, respectivamente em 2017 e 2018.

Figura 5. Crescimento do Consumo e Confiança do Consumidor

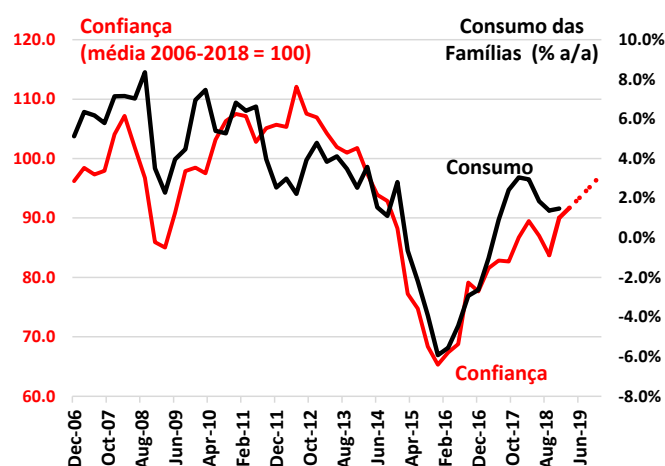
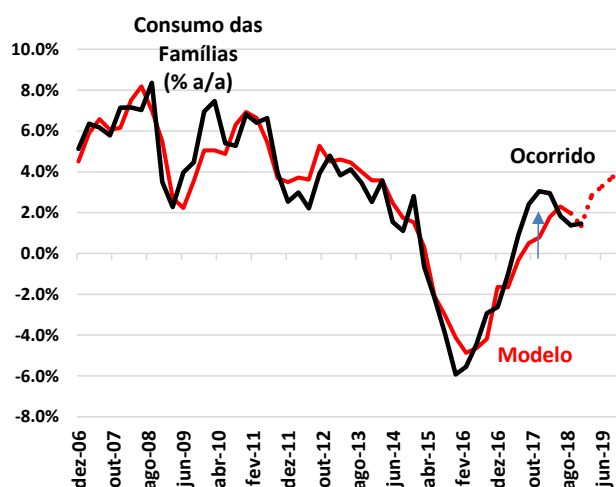


Figura 6. Crescimento do Consumo. Dado histórico e projetado pelo modelo com base em comprometimento de renda e confiança



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Bloomberg e estimativas Santander.

A Política Monetária Contribui para Aceleração do Consumo

As simulações apresentadas anteriormente sugerem que a desaceleração do consumo verificada ao longo do segundo semestre de 2018 esteve, em grande medida, associada ao **choque** adverso sobre expectativas e condições financeiras. **Os dados mostram que esse choque foi revertido. Tanto a confiança do consumidor quanto o comprometimento de renda das famílias se situam em patamares melhores do que antes da deterioração e compatíveis com uma expansão mais acelerada do consumo. Em nossa visão, isso sugere que a política monetária está em território expansionista e que, na ausência de algum choque adverso, o consumo está destinado a acelerar nos próximos trimestres.**

Isso não significa, no entanto, que a política monetária não poderia estar em modo ainda mais expansionista. Entendemos, no entanto, que **o Banco Central evitará reduzir a taxa básica de juros antes de uma definição maior em relação reforma da Previdência, uma vez que uma frustração nessa área poderia obrigar a autoridade monetária a reverter subitamente sua sinalização, com prejuízo à comunicação.**

Porém, acreditamos que, na medida em que se consolide a percepção de que a reforma da Previdência será aprovada, melhorarão ainda mais as condições financeiras e a confiança dos consumidores. Isto tende a consolidar uma aceleração da economia, tornando desnecessários estímulos adicionais. Portanto, projetamos a taxa Selic estável em 2019, fechando o ano a 6,5% a.a..



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..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

