

## **Piora das Condições Financeiras Aumenta Chance de Selic Baixa Por Mais Tempo**

**Rodolfo Margato e Adriana Dupita**  
+55-11-3553-1859  
+55-11-3012-5726

- Apesar da taxa Selic continuar em seu patamar mais baixo da história, a recente turbulência do mercado levou a uma deterioração nas condições financeiras com que consumidores e empresários efetivamente se defrontam.
- Para capturar este efeito, calculamos um Índice de Condições Financeiras (SAN-ICF), que sintetiza indicadores importantes como a taxa de juros futura praticada pelo mercado (importante parâmetro para o custo dos novos empréstimos concedidos pelo sistema bancário), a taxa de câmbio (*proxy* de poder de compra) e o comportamento da bolsa de valores e do risco-país (métricas indiretas de percepção e aversão a risco).
- Nossa análise sugere que o SAN-ICF pode ser considerado um indicador antecedente da atividade econômica: uma melhora na margem nas condições financeiras, capturada pelo indicador, tende a antecipar em até um trimestre uma melhora no ritmo de crescimento da economia (e vice-versa).
- O SAN-ICF apresentou deterioração entre maio e agosto (em que pese certo alívio ao longo de julho), praticamente perdendo o sinal expansionista que vinha sendo exibido desde o final de 2016. Em linhas gerais, esta trajetória recente sugere um viés de baixa para nossa projeção de crescimento de 2% para o PIB em 2018. Para 2019, entretanto, continuamos acreditando num crescimento pouco acima de 3%, condicionado à melhora das condições financeiras apontadas atualmente pelo SAN-ICF.
- Por sua vez, a expectativa de retomada mais moderada da atividade doméstica no curto prazo reforça nosso cenário de manutenção da taxa Selic em 6,50% a.a. por bastante tempo: vemos elevação do juro básico somente no 2º semestre de 2019.

### **A Selic Importa, Mas Não É Tudo**

No debate sobre política econômica, a grande estrela é a taxa Selic – que corresponde à taxa básica de juros da economia brasileira. Muito se fala sobre como reduzir a Selic estimula o crescimento, e como elevá-la freia a economia. Um dos principais mecanismos pelos quais este *link* se materializa é o crédito: uma taxa básica mais baixa tende a reduzir o custo de captação dos bancos, diminuindo a taxa de juros final cobrada aos tomadores e levando a uma maior injeção de crédito na economia, o que por sua vez implica um maior crescimento.

Embora esta relação de fato exista em alguma medida, ela é apenas uma parte do complexo mecanismo que resulta em crescimento. Um outro elemento crítico na equação do crescimento é a expectativa, que atua em duas pontas. A primeira, sempre muito comentada, é a tomada de decisão de consumidores e empresários: diante de uma piora em suas expectativas para o futuro, estes agentes tendem a postergar ou modificar planos de consumo e investimento, independente das condições financeiras vigentes. Esta dimensão é razoavelmente bem captada pelos índices de confiança existentes (Figura 1). Já na segunda ponta, a piora das expectativas dos agentes – seja ela causada por eventos domésticos ou externos – afeta as condições de financiamento com as quais empresários e consumidores se defrontam, independente de qual seja o nível de confiança que eles apresentem. Para capturar esta dimensão, calculamos o Índice de Condições Financeiras – Santander (SAN-ICF).

### **Apresentando o Índice de Condições Financeiras – Santander**

**O Índice de Condições Financeiras – Santander<sup>1</sup> (SAN-ICF) busca sintetizar, num único indicador, a evolução das principais variáveis do mercado que podem afetar as condições financeiras efetivamente observadas. Para**

<sup>1</sup> O índice foi nomeado de forma a diferenciá-lo dos índices de condições financeiras calculados por outras instituições. Embora semelhantes na essência, os índices de cada instituição divergem na seleção das variáveis consideradas, processo explicado a seguir. Ainda que esta divergência não leve a diferenças

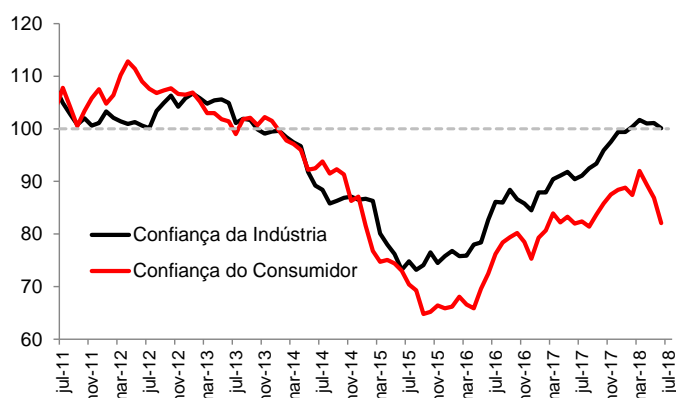


selecionar as variáveis que fariam parte do índice, a análise se deu em duas etapas. A primeira foi a identificação, inspirada na literatura existente a respeito<sup>2</sup>, de quais variáveis seriam candidatas a capturar o impacto da expectativa nas condições financeiras. Aqui, optamos por uma abordagem mais simples, restringindo-nos a variáveis que potencialmente afetam o custo de financiamento. Neste grupo, do ponto de vista das empresas, estão aquelas que afetam seu custo de capital: métricas de juros praticados no mercado futuro (que são normalmente usados como parâmetro na precificação tanto de novos empréstimos bancários como de operações de dívida no mercado de capitais), medidas de risco-país e taxa de câmbio (relevantes para crédito externo) e alguma medida correlacionada ao custo de capital próprio (custo de *equity*). Tais variáveis também são relevantes, em maior ou menor grau, para as condições financeiras do consumidor: os juros futuros também afetam as taxas de juros de empréstimos à pessoa física, enquanto a taxa de câmbio influencia o poder de compra efetivo.

Numa segunda etapa, **diversas combinações das variáveis candidatas foram analisadas por meio da metodologia de Componente Principal, uma abordagem estatística que busca extrair, de um conjunto de variáveis, um “fator comum” – neste caso, poderíamos considerar que este “fator comum” seria uma representação das condições financeiras.** Posteriormente, testamos a capacidade do “fator comum” de cada uma destas combinações em prever as oscilações do crescimento econômico<sup>3</sup>.

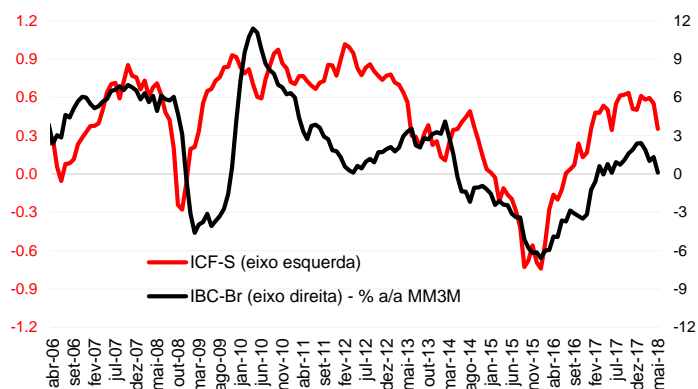
O conjunto de variáveis que mostrou a melhor capacidade preditiva foi selecionado para compor o SAN-ICF, apresentado na Figura 2. Vale notar que, **além da boa capacidade antecipativa e da fácil compreensão intuitiva, este conjunto de variáveis apresenta duas outras vantagens: o número limitado (em contraposição à dezena de indicadores utilizados na construção do índice de condições financeiras de outras instituições) e a disponibilidade em base diária de seus componentes, o que permite o acompanhamento quase em tempo real do indicador**<sup>4</sup>. Por construção, valores positivos do SAN-ICF representam momentos em que as condições financeiras eram estimulativas, ou seja, que geravam estímulo ao crescimento econômico. Valores negativos, ao contrário, representam condições financeiras contracionistas, ou seja, que induzem desaceleração econômica.

Figura 1. Índices de Confiança



Séries com ajuste sazonal.  
Fonte: FGV.

Figura 2. Índice de Condições Financeiras -Santander (SAN-ICF) e atividade econômica



Para o SAN-ICF, valores positivos representam condições financeiras estimulativas, enquanto valores negativos correspondem a condições financeiras contracionistas. Atividade econômica representada pelo IBC-BR, índice calculado pelo BCB como uma estimativa mensal do PIB. O gráfico mostra a variação contra o mesmo período do ano anterior de uma média móvel trimestral do IBC-BR.  
Fontes: BCB e Santander.

**O SAN-ICF é o “fator comum” (capturado pelo componente principal) das seguintes variáveis: (i) juro real *ex-ante* (juros futuros de 1 ano - taxa do swap pré-DI 360 - deduzidos pela expectativa de inflação 12 meses à frente, de acordo com o Boletim Focus); (ii) diferença entre o CDI e os juros futuros de 3 meses (uma métrica da inclinação da parte curta**

importantes nas tendências de longo prazo capturadas por estes índices, ela pode ser relevante na estimativa realizada na margem, o que justifica o esforço de análise e cálculo próprios.

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Hatzius et al, *Financial Conditions Indexes: A Fresh Look After the Financial Crisis*, NBER Working Paper 16150, July 2010, e Mayes e Virén, *Financial Condition Indexes*, Bank of Finland Discussion Papers 17-2001, September 2001.

<sup>3</sup> O teste da capacidade preditiva foi feito por meio de modelos VAR em que as variáveis endógenas são a atividade econômica (representada pelo IBC-BR, uma *proxy* mensal do PIB estimada pelo BCB) e as condições financeiras (representadas pelo “fator comum” de cada conjunto de variáveis, alternadamente).

<sup>4</sup> De fato, dos cinco componentes do SAN-ICF, quatro estão disponíveis em base diária (juro real *ex-ante*, spread CDI-juro de 3 meses, Ibovespa e CDS), enquanto o quinto componente (taxa de câmbio real e efetiva) pode ser estimado de forma aproximada e preliminar pela observação da taxa de câmbio nominal e pelo uso da expectativa de mercado para o diferencial de inflação.



da curva de juros, que tende a se modificar mais intensamente em momentos de inversão de expectativas quanto à política monetária, normalmente em função de choques); **(iii)** CDS de 5 anos da dívida soberana brasileira (uma métrica de risco-país); **(iv)** Ibovespa (correlacionado ao custo de *equity* das empresas e, em menor grau, ao potencial “efeito riqueza” que uma alta da bolsa tem sobre o consumo das famílias); e **(v)** taxa de câmbio real e efetiva contra uma cesta de moedas (calculada pelo BCB, e que sintetiza as variações do real contra tais moedas, deduzida do diferencial de inflação entre o Brasil e as respectivas economias, oferecendo uma *proxy* da capacidade das empresas de fazer frente a obrigações decorrentes da dívida externa a partir da geração de caixa via mercado doméstico e exportações).

A evolução recente do SAN-ICF merece ser comentada. Como esperado, **o índice mostrou uma melhora significativa nas condições financeiras nos últimos dois anos, apontando condições estimulativas a partir do último trimestre de 2016.** Com a turbulência nos mercados a partir de meados de maio, o índice recuou em tal mês e em junho, ficando bem próximo à neutralidade, sugerindo que – mesmo com a Selic parada no menor patamar de sua história – as condições financeiras não estavam, na margem e na prática, sendo estimulativas. Após um relativo alívio ao longo de julho, a contaminação das variáveis financeiras brasileiras pelas preocupações com outros emergentes (por exemplo, a Turquia) levou o SAN-ICF novamente a patamares bem próximos a zero no início de agosto.

### O que o SAN-ICF tem a dizer sobre a economia nos próximos trimestres?

A capacidade de antecipação do SAN-ICF está ilustrada (ainda que de forma simplificada) na Figura 2, que mostra os movimentos muito semelhantes entre o IBC-Br (uma *proxy* mensal do PIB) e o SAN-ICF. Nesse sentido, **o fraco desempenho do SAN-ICF entre maio e início de agosto sugere uma perda de fôlego do PIB no curto prazo.** Assim, após um comportamento contido no 2º trimestre (prevemos variação de 0,2% t/t para o PIB no período), **reforçamos a expectativa de um ritmo gradual de retomada da atividade doméstica na segunda metade de 2018.** Somado ao fato de que ao menos uma estimativa preliminar do SAN-ICF pode ser obtida ao fim de cada mês, enquanto o PIB do trimestre só é conhecido dois meses após o fechamento do trimestre, pode-se dizer que a leitura do SAN-ICF é conhecida cerca de quatro meses antes do período do PIB que o reflete. Pode ser considerado, assim, um bom indicador antecedente.

Lido em conjunto com os demais indicadores antecedentes ou coincidentes da economia -- como confiança de empresários e consumidores, massa salarial, volume de comércio mundial, entre outros --, o SAN-ICF sinaliza um risco à concretização da nossa projeção de 2% para o crescimento da economia neste ano, principalmente se novos episódios de turbulência ocorrerem nos próximos meses. **Note-se que, em tese, o risco ao crescimento reforça o ambiente de baixo risco para a inflação – variável crítica para a definição da Selic. Portanto, assumindo credibilidade da política econômica, isto poderia reduzir também o risco de alta da Selic antes do esperado: vemos elevação do juro básico somente no 2º semestre de 2019.**

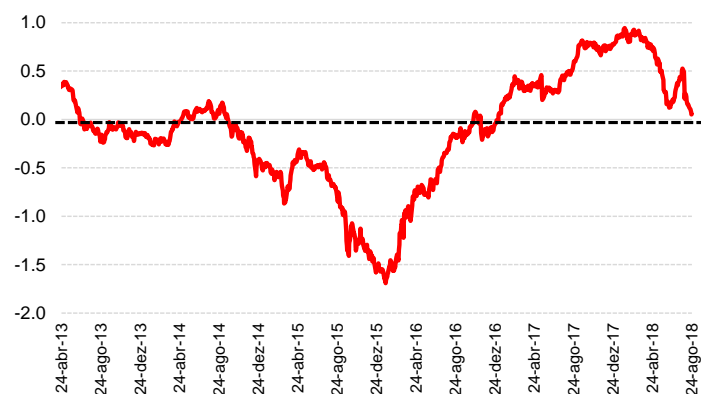
**Ao mesmo tempo, assumindo-se como cenário-base a continuidade da política econômica e avanço em reformas de 2019 em diante, é razoável supor que os componentes do SAN-ICF e o próprio indicador tendem a exibir melhora nos próximos meses, principalmente após a dissipação de incertezas associadas à eleição. Assim, mesmo reconhecendo um viés de baixa para os 2% previstos para este ano, seguimos acreditando, sob as hipóteses do cenário básico, em um crescimento por volta de 3% no ano que vem.**

Figura 3. “Componentes” do SAN-ICF: evolução recente

Variáveis	Variação nos períodos selecionados			
	Jan - Abr	Mai - Jun	Jul	Ago*
Ibovespa (%)	13.6	-17.0	11.9	-5.0
Câmbio Real (%)	0.6	5.7	0.1	6.6
CDS (pontos-base)	11.2	96.1	-55.6	72.0
Juro <i>Ex-Ante</i> - 1 ano (pontos-base)	0.1	1.1	-0.2	0.5
<i>Spread</i> 3 meses (pontos-base)	-1.6	-0.4	-0.1	-0.2

Juros reais *ex-ante*, spread CDI-3 meses e CDS: variação em pontos-base (100 pontos-base = 1 ponto percentual). Ibovespa e taxa de câmbio real efetiva: variação percentual. \*Cálculo até o dia 24/ago.  
Fontes: BCB, B3, Bloomberg.

Figura 4. SAN-ICF: evolução recente dos dados diários



Para agosto, dados preliminares, com base nos dados observados de juro real *ex-ante*, CDS, spread CDI-3 meses e Ibovespa, e de estimativas da taxa de câmbio real efetiva.  
Fonte: Santander.



## Apêndice

As estatísticas mostradas abaixo ilustram o resultado da análise de componente principal (Tabelas 1 e 2), envolvendo as 5 variáveis mencionadas no texto. Note que o primeiro componente principal (assinalado com o número 1 da primeira tabela) responde por cerca de 75% da variância total entre os fatores (ou seja, pode ser considerado como uma aproximação representativa das condições financeiras, que são as variáveis subjacentes a elas). Uma vez construído o índice, testamos sua capacidade de antecipar o nível de atividade, medido pelo IBC-Br, através do teste de causalidade de Granger (Tabela 3). De acordo com o teste, a um nível de significância de até 3%, pode-se rejeitar a hipótese de que o SAN-ICF não *Granger-cause* (ou seja, de que o SAN-ICF não antecipa temporalmente) o IBC-Br (a recíproca não sendo verdadeira), sugerindo que o SAN-ICF pode ser considerado um indicador antecedente da atividade.

### Tabelas 1 e 2. Análise de Componente Principal

Amostra: 2003M01 2018M05

Extraído 5 de 5 componentes possíveis

Autovalores: (Soma = 5, Média = 1)

Número	Valor	Diferença	Proporção	Valor Acumulado	Proporção Acumulada
1	3.731683	2.976227	0.7463	3.731683	0.7463
2	0.755456	0.462632	0.1511	4.487139	0.8974
3	0.292824	0.177527	0.0586	4.779963	0.9560
4	0.115297	0.010557	0.0231	4.895260	0.9791
5	0.104740	---	0.0209	5.000000	1.0000

Correlações Ordinárias:

	CBIOR	CDS	IBOV	JUROR	SPREAD_3M
CBIOR	1.000000				
CDS	0.783289	1.000000			
IBOV	-0.849766	-0.644718	1.000000		
JUROR	0.720485	0.750095	-0.583267	1.000000	
SPREAD_3M	0.349715	0.634438	-0.178519	0.417934	1.000000

### Tabela 3. Teste de Causalidade de Granger

Amostra: 2003M01 2018M05

Hipótese Nula:	Obs	F-Statistic	Prob.
IBCBR não <i>Granger Cause</i> SAN-ICF	185	0.44483	0.7213
<b>SAN-ICF não <i>Granger Cause</i> IBCBR</b>		<b>3.13804</b>	<b>0.0268</b>

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.

