

### Brasil – Atividade Econômica

#### Condicionantes de Consumo Subestimados

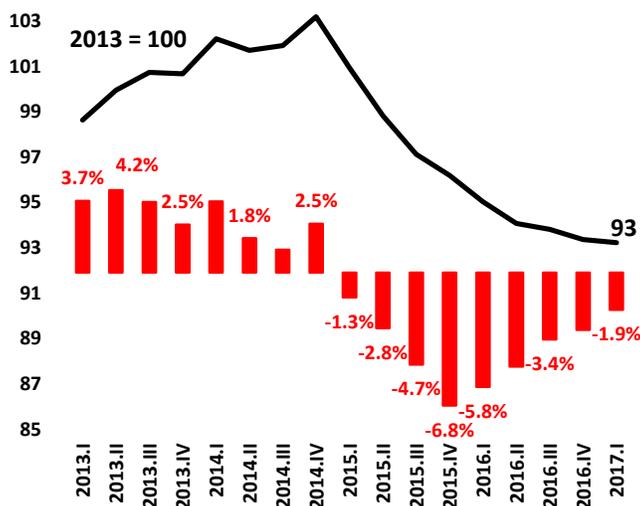
Maurício Molan

- A recente deterioração do ambiente político trouxe volatilidade aos preços dos ativos e aumentou as incertezas sobre o *timing* e o ritmo de recuperação do PIB.
- Neste relatório, analisamos o que consideramos ser fatores importantes para o consumo privado, os quais, a nosso ver, não estão recebendo atenção adequada dos analistas do mercado:
  1. O componente inercial da renda disponível das famílias (considerando o agronegócio e inflação favoráveis do 1T17);
  2. O impacto do FGTS (liberação dos saques de contas inativas para pessoas físicas);
  3. A redução do serviço da dívida, na esteira do ciclo de afrouxamento da política monetária; e
  4. A probabilidade de redução da taxa de poupança em comparação aos níveis atuais bastante elevados.
- Realizamos um exercício refletindo esses fatores em premissas conservadoras para a renda e a taxa de poupança, e concluímos que o consumo poderá atingir um crescimento de 0,9% em 2017.
- Portanto, vemos espaço para que nossa projeção de crescimento de +0,3% no consumo este ano absorva um choque negativo causado pela deterioração na confiança do consumidor, desde que esta não convirja para os pisos históricos observados em meados de 2016.

#### Introdução: O Jogo Ainda Não Acabou

A recente onda de incerteza política no Brasil “jogou água fria” na recuperação incipiente e instável da demanda doméstica. As expectativas do consenso para o crescimento do PIB este ano estão em meros 0,4% e, ainda assim, essa estimativa parece estar em tendência de baixa – a premissa por trás disso parece ser que o impacto negativo da crise sobre a confiança dos empresários e do consumidor será forte o suficiente para, pelo menos, adiar e moderar a recuperação. Entretanto, consideramos o atual momento como propício para fazer uma pausa e analisar o todo: **nesse sentido, avaliamos diversos condicionantes de demanda e concluímos que eles não justificam tal pessimismo.**

Índice de Consumo (2013 = 100) e (% a/a)



Renda das Famílias, Taxa de Poupança e Consumo – Hipóteses e Simulação

	mar 17 (a/a)	dez 17 (a/a) - simulação
Emprego	-1.9%	-1.0%
Rendimento Real	2.4%	-0.5%
<b>Renda das Famílias</b>	<b>0.5%</b>	<b>-1.5%</b>
FGTS		0.9%
Menores Taxas de Juros		0.4%
<b>"Nova" Renda</b>		<b>-0.2%</b>
Poupança / Renda	15.0%	14.0%
<b>Consumo</b>	<b>-1.9%</b>	<b>0.9%</b>

Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil e estimativas do Santander.

São eles: (1) o benefício inercial da recente expansão da renda real (devido à significativa melhora do agronegócio; inflação em baixa; etc.); (2) o impacto da medida do FGTS anunciada em dezembro de 2016 (permissão para que trabalhadores do setor privado saquem os recursos das contas inativas do FGTS); (3) redução das taxas de juros; e (4) alta probabilidade de que as taxas de poupança das famílias não apresentem elevação adicional frente aos já elevados níveis, a menos que a confiança do consumidor convirja para os pisos históricos observados em meados de 2016 (o que não nos parece provável).

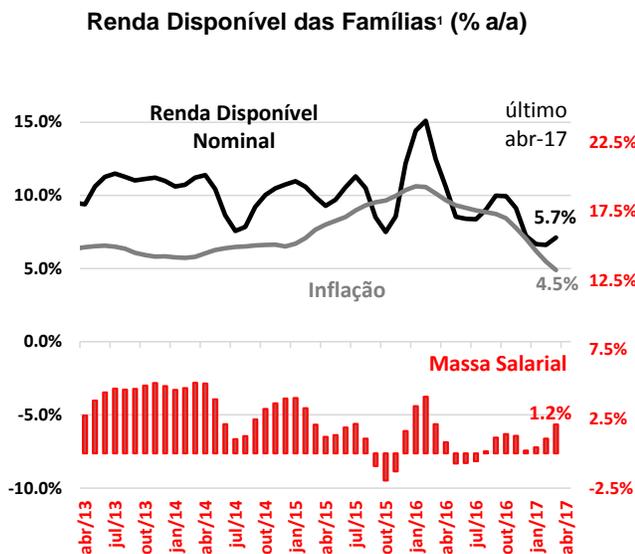
Portanto, acreditamos que esses condicionantes – cujas magnitudes são apresentadas na tabela acima e detalhadas nas próximas seções – justificam um ritmo mais rápido de recuperação do consumo, face ao implícito em nossa projeção de PIB para este ano. Considerando as incertezas atuais, optamos por uma atitude de cautela, enquanto aguardamos para ver qual será seu efeito sobre os níveis de confiança; contudo, não vemos razão para esperar uma queda na confiança grande o suficiente para compensar esses catalisadores e, assim, acreditamos que nossa projeção atual de 0,3% para o crescimento do consumo das famílias seja suficiente para absorver esse choque negativo.

## 1) Inércia e Inflação sobre a Renda Real

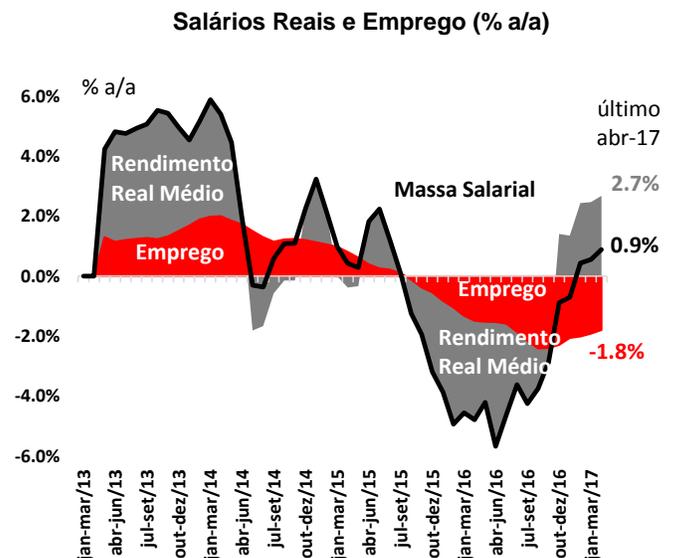
O primeiro trimestre trouxe dois eventos muito positivos em termos da atividade econômica. Primeiro, ele marcou a retomada do crescimento econômico, com um avanço de 1% t/t do PIB Brasileiro, motivado principalmente por fatores não recorrentes - com destaque ao excelente desempenho do agronegócio e do setor externo -, mas também caracterizado por um ritmo mais lento de contração dos serviços e da demanda doméstica. O segundo, e talvez o evento menos discutido, compreende a reversão da tendência da renda real, que migrou para o território positivo e, pela primeira vez em dois anos, deverá ter um efeito inercial atuando em favor do crescimento do PIB nos próximos trimestres.

Daqui para frente, a trajetória de queda da inflação favorecerá a dinâmica do rendimento real, ao reduzir o ritmo de erosão do poder aquisitivo dos salários. Isso já foi confirmado por estatísticas oficiais recentes, as quais mostraram uma expansão dos salários em termos reais, apesar das condições ainda bastante frágeis do mercado de trabalho. Embora essa dinâmica possa não persistir por muito tempo, já que os reajustes nominais dos salários estão mais moderados em virtude da queda na inflação, ela certamente melhora o “fator de sensação de bem-estar” no curto prazo.

Os gráficos a seguir mostram a dinâmica recente da massa salarial real (salários + emprego) e do rendimento médio real (estimados pelo IBGE).



Fonte: IBGE.



1 Neste caso, usamos como *proxy* para a renda familiar a medida do IBGE de massa salarial (emprego\*salários reais). Reconhecemos que essa medida é basicamente representativa de fontes de renda relacionadas a salários e transferências do governo (em torno de 70% da renda familiar), sem incluir aluguéis, lucros e outras fontes de renda.

## 2) FGTS sobre a Renda Real

Acreditamos que a decisão do governo de descongelar uma parte das contas do FGTS pode representar um estímulo nada desprezível para a renda familiar no 2T17 (para mais informações, ver o relatório “[Can FGTS Funds Boost the Economy in 2017?](#)”, de 25 janeiro de 2017.) Recentemente, a Caixa Econômica Federal estimou os saques totais em R\$40 bilhões<sup>2</sup>, beneficiando aproximadamente 10 milhões de famílias. Isso significa um adicional estimado de 0,9% da renda domiciliar, que pode ser usado para quitar dívidas ou aumentar o consumo.

## 3) Pagamento de Juros sobre a Renda Real

Além do ciclo econômico, da queda na inflação e da liberação do FGTS, cremos que a renda familiar também será beneficiada em 2017 (e especialmente em 2018) pelo recuo das despesas financeiras, resultante do intenso afrouxamento da política monetária praticado pelo Banco Central.

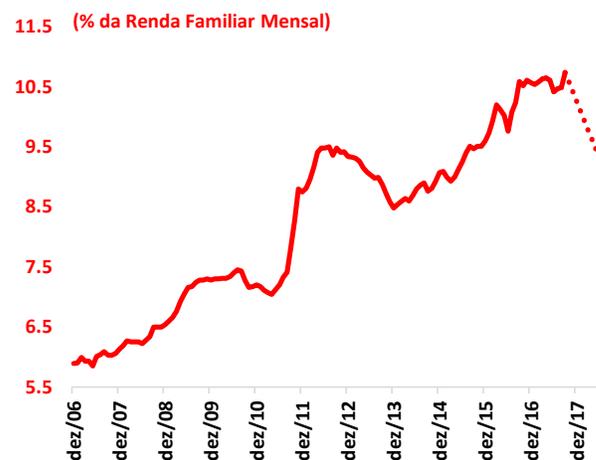
Temos defendido que, ao contrário da opinião de muitos analistas, as famílias brasileiras não estão excessivamente endividadas. O endividamento (medido como dívida/renda anual) está atualmente em 41%, e não pode ser considerado excessivo por qualquer comparação internacional. Historicamente, o problema para os consumidores tem sido o alto custo financeiro do saldo da dívida, atualmente em 10,7% da renda mensal (sem incluir amortizações).

Além disso, se essa alta taxa de juros consiste em um ônus pesado para as famílias, isso também pode significar uma oportunidade para o país, se for possível reduzi-la permanentemente em direção a um nível mais próximo à média global. Embora seja muito cedo para assumir que as taxas de juros reais cairão no longo prazo, é quase certo que as despesas financeiras das famílias, expressas em percentual da renda mensal, apresentarão declínio substancial em 2017 e 2018.

Taxa Básica (Selic) e Taxa de Juros Final para as Famílias<sup>3</sup> (% ao ano)



Despesas Financeiras das Famílias



Fontes: Banco Central do Brasil e estimativas do Santander.

Estimamos que a redução de 400pb na taxa Selic desde o final de 2016 será suficiente para reduzir a taxa final implícita para os consumidores em aproximadamente 450pb este ano (gráfico acima e à esquerda), reduzindo a despesa financeira da dívida das famílias em quase 1,1pp da renda domiciliar nos próximos 12 meses (0,4pp em 2017, até agora). Segundo nossos cálculos, isso implicaria uma redução de R\$ 52 bilhões nos pagamentos de juros entre meados de 2017 e meados de 2018, um pouco mais que a injeção líquida de recursos do FGTS.

## 4) Confiança do Consumidor e Taxa de Poupança das Famílias

O canal de transmissão mais importante e direto de uma crise política para a economia ocorre por meio de seu impacto sobre a confiança dos empresários e consumidores, e seus subsequentes efeitos sobre as decisões de investimento e consumo. Acreditamos que esse canal tenha um efeito mais importante e imediato do que os efeitos potenciais da queda nos preços de ativos financeiros, embora estes possam futuramente ter relevância na dinâmica do PIB.

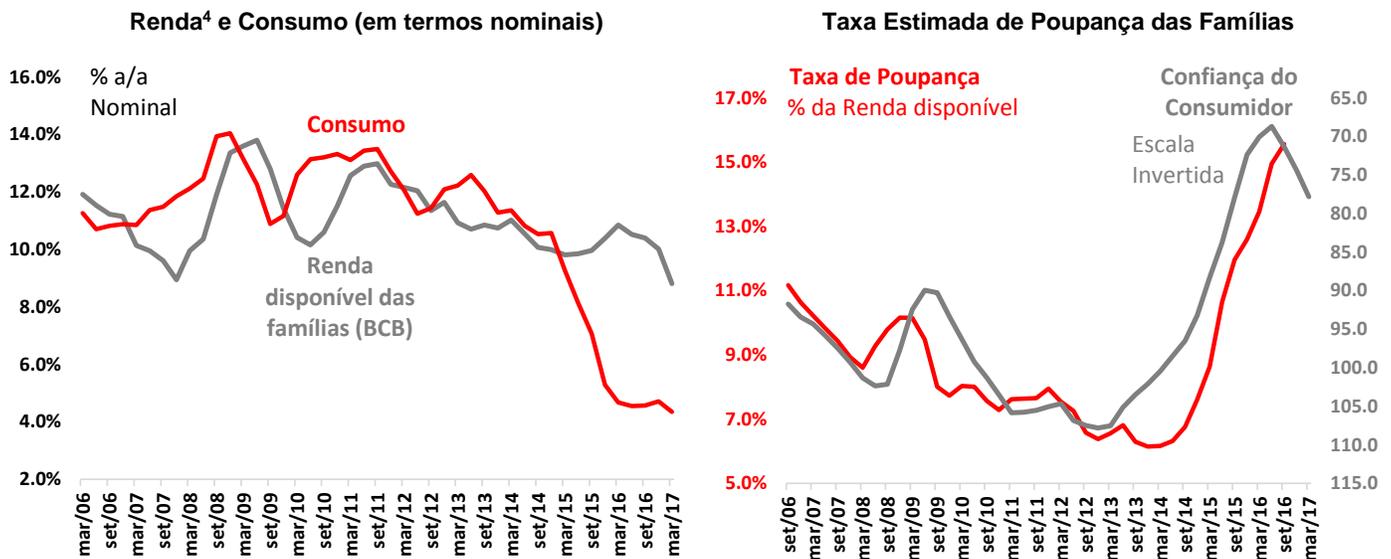
<sup>2</sup> <http://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/06/caixa-eleva-para-cerca-de-r-40-bilhoes-estimativa-de-saques-de-contas-inativas-do-fgts.html>

<sup>3</sup> Taxa implícita = (Taxa de Juros/ Renda) dividida pela (Dívida/Renda), de acordo com dados do Banco Central.

A lógica convencional é que um ambiente político e econômico de maior incerteza leva as famílias a aumentarem a poupança, reduzindo, assim, a parcela de renda alocada para o consumo. **Os gráficos a seguir mostram o crescimento da renda<sup>4</sup> e do consumo, em termos nominais, desde 2005.**

**Essas duas séries de dados oferecem informações úteis no que se refere à dinâmica da poupança.** Quando a renda aumenta mais rápido que o consumo, a poupança sobe, e vice-versa. Usamos os dados históricos para construir uma *proxy* para a poupança expressa em percentual da renda, de forma a ilustrar essa dinâmica em uma série de dados<sup>5</sup> mais atualizada. Concluímos que os dados de consumo e renda são coerentes com um aumento na taxa de poupança a partir de 2015, trazendo essa variável para seu nível mais alto dos últimos anos. **O gráfico abaixo e à direita sugere um relacionamento inverso entre poupança e confiança do consumidor, em que a poupança reage com defasagem de cerca de 2 a 3 trimestres a variações na confiança do consumidor.**

**Devido a essa defasagem, a melhora significativa da confiança nos últimos meses, segundo nossas estimativas, ainda não se refletiu na queda da poupança. Embora a incerteza política possa prejudicar a percepção do consumidor, seria necessária uma queda bastante acentuada da confiança (para os níveis de meados de 2016) para impedir que a taxa de poupança caia nos próximos trimestres.** Como não prevemos uma queda tão drástica na confiança, nesse exercício trabalhamos com a premissa de que a taxa de poupança recuará 1 pp em 2017, em comparação ao seu nível atual, a despeito das turbulências políticas.



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

## Conclusão:

Recentemente, houve um aumento importante na renda familiar (em termos reais), associado principalmente à queda da inflação e ao desempenho extraordinário do agronegócio. Esses fatores parecem ter sido suficientes para quebrar a inércia negativa que predominou nos últimos dois anos. A renda domiciliar está em expansão, a um ritmo de 0,5% na comparação interanual, utilizando a massa salarial como *proxy* (uma premissa mais conservadora do que se tivéssemos usado a medida de renda disponível do Banco Central). Em síntese:

- 1) Assumimos redução da renda das famílias em 1,5% (-1,0% no nível de emprego e -0,5% no rendimento real);
- 2) Adicionamos 0,9 pp dos saques de contas inativas do FGTS;
- 3) Consideramos mais 0,4 pp como renda disponível decorrente do menor pagamento de juros;
- 4) (1) + (2) + (3) = **Variação total da renda disponível das famílias, em termos reais = -0,2%;**

<sup>4</sup> Neste caso, usamos como *proxy* para renda familiar a medida do Banco Central de renda disponível. Reconhecemos que essa medida é basicamente representativa de fontes de renda relacionadas a salário e transferências do governo (em torno de 70% da renda familiar), sem incluir aluguéis, lucros e outras fontes de renda.

<sup>5</sup> Nossa *proxy* para poupança/renda real é construída a partir da média entre 2005 e 2010, de 10% (medida pelo IBGE em suas estatísticas das Contas Nacionais), aplicando informações mais atualizadas sobre a dinâmica de consumo e renda a partir de 2011.

---

5) Assumimos queda da taxa de poupança em 1 pp;

6) Variação resultante no consumo privado (somando 4 e 5) = +0,9%.

Nossos exercícios reforçam a expectativa de um desempenho positivo do consumo das famílias brasileiras em 2017, mesmo considerando certa deterioração dos indicadores de confiança devido ao quadro político incerto. Portanto, nossa projeção de +0,3% para o crescimento do consumo em 2017 não deve ser considerada otimista.