

EDITORIAL

A economia brasileira entra em 2011 reduzindo sua velocidade de crescimento



A economia brasileira entra em 2011 reduzindo sua velocidade de crescimento. Sai da casa dos quase 8% (a estimativa da EDAP é de uma expansão do PIB de 7,6% em 2010) para contentar-se com algo em torno de 4% no ano que vem (3,7% na nossa previsão).

É uma desaceleração bem-vinda. O motor do crescimento em 2010 foi a demanda doméstica, especialmente a expansão do consumo das famílias, que cresceu a taxas bastante superiores ao incremento da oferta interna. Como resultado, ampliou-se o déficit de transações correntes com o exterior, coberto por uma entrada de capitais externos de curto prazo especialmente direcionada a aplicações em títulos da dívida pública nacional e no mercado acionário.

É um padrão de crescimento que a história econômica brasileira (mais

recente ou mais distante no tempo) mostra que não se sustenta. O crescente distanciamento entre a curva de consumo interno e a curva de produção doméstica leva o déficit de transações correntes com o exterior a dimensões insustentáveis. Quando essa percepção de insustentabilidade das contas externas se instala, rapidamente o fluxo de capitais se inverte e segue-se forte desvalorização cambial.

Um cenário com essas características não é visível nesse momento. Há grande liquidez no mercado internacional, as taxas de juro externas deverão continuar próximas de zero por alguns anos, os ativos brasileiros são atrativos, especialmente pela expectativa de crescimento da economia. É provável que pelo menos nos próximos dois anos (2011 e 2012) o aumento do déficit de transações correntes seja

mais do que compensado pela entrada de recursos externos, ainda que de curto prazo. Também é possível imaginar que ao final da presente década haja condições favoráveis para o financiamento de eventual déficit externo, especialmente em função da entrada em operação dos projetos de extração de petróleo do pré-sal, prevista para meados dessa década.

O risco maior está no meio do caminho. É o risco de a economia brasileira ser pega no meio dessa trajetória por uma mudança significativa na liquidez internacional. E esse é um cenário que não pode ser descartado.

Desacelerar o consumo e expandir o investimento (público e privado) é a correção de rota que permitiria uma travessia mais segura rumo ao crescimento sustentado da economia brasileira.

Pág. 2

PIB - Produto Interno Bruto
Produção Industrial

Pág. 3

IPCA
Taxa Selic

Pág. 4

Contas Públicas
Câmbio e Setor Externo

PIB - Produto Interno Bruto

O ano de 2010 foi marcado por forte expansão do PIB, especialmente no primeiro semestre. Nos dois primeiros trimestres, o PIB expandiu-se, respectivamente, 9,3% e 9,2% na comparação com os mesmos períodos de 2009. Este crescimento recorde deveu-se, sobretudo, à baixa base de comparação e às políticas monetária e fiscal anticíclicas adotadas diante do agravamento da crise financeira internacional. A meta da taxa Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), por exemplo, manteve-se num patamar inferior a 10% ao ano até junho de 2010. Também foram concedidas inúmeras desonerações fiscais à indústria automobilística, aos materiais de construção, ao setor moveleiro e aos computadores. A estimativa da EDAP para o crescimento do PIB em 2010 é de 7,6%.

A trajetória de crescimento da economia deve prosseguir em 2011, sustentada, principalmente, pela expansão do consumo das famílias. O consumo das famílias, em especial a aquisição de bens duráveis e de imóveis, tem sido estimulado pelo aumento substancial do crédito nos últimos anos. Em outubro de 2010 o estoque total de crédito habitacional totalizava R\$ 129,120 bilhões, alta de 51,5% na comparação com outubro de 2009. O saldo das operações de crédito aos setores público e privado, por sua vez, alcançou R\$ 1,644 trilhões em outubro de 2010, elevando-se 20,3% frente ao mesmo período de 2009. Apesar das recentes medidas tomadas pelo Banco Central para restringir o crédito e da provável elevação da taxa Selic no início de 2011, esperamos que não haja alteração

O consumo das famílias deve compensar em parte o menor crescimento da produção industrial previsto no próximo ano

no cenário de crescimento devido, sobretudo, à continuidade do programa Minha Casa, Minha Vida, lançado pelo governo federal em 2009. O consumo das famílias deve compensar em parte o menor crescimento da produção industrial previsto para o próximo ano, de forma semelhante ao que ocorreu em 2009, quando expandiu-se 4,1%, evitando uma queda maior do produto. Em 2011, prevemos que o PIB cresça 3,7%.

Tabela 1: PIB

	2010		2011				
	4º Tri	Ano	1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri	Ano
PIB ¹	5,4	7,6	3,8	3,0	3,7	4,3	3,7
PIB ²	0,7		0,8	1,0	1,2	1,2	

(1) Crescimento em relação ao mesmo período do ano anterior.

(2) Crescimento em relação ao trimestre anterior, ajustado sazonalmente.

Produção Industrial

A recuperação da produção industrial, estimulada pelas desonerações tributárias, foi uma das principais responsáveis pelo forte crescimento do PIB em 2010, como destacado anteriormente. De janeiro a outubro a produção industrial elevou-se 11,8% em relação aos dez primeiros meses de 2009. O crescimento da produção, entretanto, tem se arrefecido ao longo do ano. No primeiro trimestre de 2010 a indústria expandiu-se 3,0% na comparação com o trimestre anterior, na série com ajuste sazonal, ao passo que, no trimestre seguinte, o crescimento desacelerou-se para 1,2% e, no último trimestre, houve uma retração de 0,4%. Dentre os diversos setores, merece destaque a produção de bens de capital, que, após a forte queda de 17,4% observada em 2009, acumula alta de 24,0% nos dez primeiros meses de 2010.

Apesar do forte crescimento da produção industrial em 2010, o nível de utilização da capacidade instalada,

medido pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), de 84,5% em novembro, ainda encontra-se mais de 1,5% abaixo do patamar recorde de 86,3% verificado em outubro de 2008, pouco antes do agravamento da crise financeira internacional. Isto sugere que ainda há espaço para que a atividade econômica continue crescendo ao longo de 2011, sem pressões inflacionárias imediatas pelo lado da oferta. Entretanto, a EDAP prevê que em 2011 a produção mantenha a estabilidade vista no último quadrimestre, expandindo-se apenas 2,7%. O descompasso entre o crescimento previsto do PIB e a estagnação da produção industrial resulta do aumento significativo das importações, que têm sido beneficiadas nos últimos meses pela apreciação da taxa de câmbio. Prevemos que em 2011 o câmbio permaneça valorizado, exercendo pressão sobre a produção industrial doméstica.

Tabela 2: Produção Industrial

	2010			2011													
	Nov	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	
Produção Industrial ¹	4,7	2,5	10,4	4,6	3,0	-1,9	0,9	2,5	2,7	2,8	3,7	2,9	5,8	3,1	2,5	2,7	
Produção Industrial ²	0,2	-2,1		3,2	-0,2	-1,5	1,9	1,3	-0,9	0,6	0,8	-0,7	3,2	-2,3	-2,7		

(1) Crescimento em relação ao mesmo período do ano anterior.

(2) Crescimento em relação ao mês anterior, ajustado sazonalmente.

IPCA

A inflação oficial, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acumula alta de 5,25% nos onze primeiros meses de 2010. Esse valor já supera a inflação de 2009, que fechou em 4,31%. O principal responsável pela aceleração da inflação em 2010 foi o grupo alimentação e bebidas, que, entre janeiro e novembro, oscilou 8,95%. Embora o comportamento do IPCA tenha refletido o padrão sazonal usual ao longo do ano, acelerando-se no primeiro e no quarto trimestres, as variações mês a mês foram mais bruscas que as costumeiras. No final de março, por exemplo, o IPCA já registrava alta de 2,1%, quase metade da meta de 4,5% fixada pelo BC para 2010. Já entre junho e agosto, em decorrência da deflação do grupo alimentação e bebidas, de 1,89%, os preços permaneceram praticamente estáveis, oscilando 0,05%. Os números disponíveis até o momento mostram que a inflação fechará 2010 acima do centro da meta de 4,5%. A previsão da EDAP para a variação do IPCA em 2010 é de 5,93%.

O ano de 2011 deverá caracterizar-se pela continuidade do crescimento, embora num ritmo mais moderado, com o PIB crescendo a uma taxa próxima de 4%. A aceleração do IPCA nos últimos meses fez com que o Banco Central adotasse medidas para restringir o crédito, elevando o compulsório exigido dos bancos nos depósitos à vista de 8% para 12% e nos depósitos a prazo de 15% para 20%. Para o início de 2011 espera-se que o Banco Central aumente a meta da taxa Selic já em janeiro. Estas medidas devem contribuir para a desaceleração da economia e para a redução da inflação. Neste cenário, esperamos que o IPCA feche o ano num patamar ligeiramente acima do centro da meta. A inflação nos primeiros meses do próximo ano deverá manter-se acima de 0,45% em virtude da aceleração observada no final de 2010. Para os demais meses, esperamos que ela se mantenha em torno de 0,40%, com exceção de novembro e dezembro. Prevemos que o IPCA feche 2011 em 5,12%.

Tabela 3: IPCA

	2010		2011												
	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
IPCA	0,65	5,93	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38	0,36	0,35	0,37	0,37	0,38	0,41	0,43	5,12

Taxa Selic

A primeira metade de 2010 foi marcada por uma forte recuperação da atividade econômica. O Banco Central, objetivando mitigar os efeitos da crise financeira internacional, promoveu sucessivas reduções da taxa Selic a partir de janeiro de 2009, mantendo-a em 8,75% ao ano entre julho de 2009 e abril de 2010. O rápido crescimento da produção industrial e a expansão recorde do PIB no primeiro trimestre de 2010, aliados à aceleração inflacionária nos primeiros meses do ano, acenderam um sinal de alerta no Banco Central. O Banco Central, preocupado em promover a convergência do IPCA para o centro da meta, deu início a um novo ciclo de alta dos juros na reunião de abril do Copom, quando a meta da taxa Selic foi elevada em 0,75%. Seguiram-se aumentos de 0,75% e 0,50% nas reuniões de junho e julho, respectivamente.

Para 2011 esperamos que a taxa Selic sofra uma elevação de 0,50% na reunião de janeiro do Copom. Em março deve ocorrer um novo aumento, com a meta da taxa Selic passando de 11,25% para 11,50% ao ano, mantendo-se

Para 2011 esperamos que a taxa Selic sofra uma elevação de 0,50% na reunião de janeiro do Copom

neste patamar até dezembro. Esta trajetória da taxa Selic, aliada às recentes restrições de crédito anunciadas pelo Banco Central, é consistente com a previsão de acomodação da produção industrial no próximo ano e com a inflação oficial pouco acima do centro da meta de 4,5%. A indicação de Alexandre Tombini para a presidência do Banco Central sinaliza uma gestão "técnica", no sentido de que deverá ser observada mais disciplinadamente uma trajetória da Selic como meta condizente com o modelo de fundamentos utilizado pelo Banco Central.

Tabela 4: Taxa Selic

	2011												
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Selic Meta	11,25		11,50	11,50		11,50	11,50	11,50		11,50	11,50		
Selic Efetiva	11,15	11,17	11,44	11,47	11,43	11,41	11,42	11,49	11,52	11,54	11,44	11,53	

Contas Públicas

Em 2010 houve um afrouxamento do controle das contas públicas. De janeiro a agosto, a receita total líquida do governo central, em termos nominais, cresceu 16,2% na comparação com o mesmo período do ano anterior, apesar da concessão de uma série de incentivos fiscais no início do ano com o intuito de minimizar os impactos da crise internacional e de incentivar a retomada da atividade econômica. De janeiro a outubro deste ano o crescimento foi ainda mais expressivo, de 28,2% na mesma base de comparação, devido à contabilização da capitalização da Petrobrás em setembro, que assegurou uma receita extra de R\$ 31,9 bilhões da exploração do pré-sal. Entretanto, o crescimento das receitas não tem sido suficiente para garantir o cumprimento do superávit primário de 3,1% do PIB estipulado para 2010 após a exclusão da Eletrobrás do cálculo. Nos dez primeiros meses do ano, o superávit primário

totalizou 2,99% do PIB. Projetamos para 2010 um superávit primário de 2,67% e um déficit nominal de 2,98% do PIB.

Para 2011, a EDAP estima um superávit primário de 2,68% e um déficit nominal de 2,64%, resultados bastante próximos das nossas previsões para 2010. Qualquer previsão para as contas públicas, contudo, dependerá das diretrizes econômicas do novo governo. A confirmação do ministro Guido Mantega à frente do Ministério da Fazenda sinaliza a manutenção de uma política fiscal expansionista. A expectativa do predomínio de um viés desenvolvimentista é corroborada pelas discussões acerca do novo salário-mínimo, que devem culminar num reajuste superior à inflação e ao crescimento do PIB nos últimos dois anos, e pelo reajuste acima da inflação cogitado para o Bolsa-Família.

Tabela 5: Superávit Primário

	2010			2011												
	Nov	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Superávit Primário ²	1,95	-0,91	2,67	4,50	2,64	3,91	5,67	2,41	2,65	2,41	3,06	2,66	2,99	1,78	2,56	2,68
Superávit Nominal ²	-3,01	-7,26	-2,98	-1,54	-2,91	-1,70	0,54	-2,91	-2,50	-3,08	-2,23	-2,27	-2,34	-2,91	-7,80	-2,64

(1) O superávit primário corresponde à diferença entre receitas e despesas das estatais e dos governos federal, estadual e municipal, excluindo o pagamento de juros.

(2) Como % do PIB.

Câmbio e Setor Externo

A combinação de uma taxa de juros real doméstica entre 4% e 6% ao ano e uma taxa de juros nas principais economias desenvolvidas próxima de zero contribuiu para uma valorização da taxa de câmbio ao longo de 2010. Após situar-se num patamar pouco acima de R\$ 2,30 entre novembro de 2008 e março de 2009, em decorrência da fuga de capitais que se seguiu à crise financeira internacional, o dólar tem se desvalorizado continuamente. No final de novembro de 2010 estava cotado a R\$ 1,72, apesar das medidas tomadas pelo governo, como a elevação da alíquota do IOF para as aplicações de estrangeiros em renda fixa. Esta tendência de valorização cambial tem sido reforçada pelo forte crescimento do PIB doméstico, que impulsiona a rentabilidade das empresas brasileiras, e pela lenta recuperação dos países desenvolvidos³. Estes fatores tornam atraentes aplicações em renda variável no país, incentivando a entrada de capitais e contribuindo para a valorização do câmbio.

A valorização do dólar tem se refletido numa piora da conta de transações correntes. De janeiro a outubro de 2010, por

exemplo, a conta de transações correntes registrou déficit de U\$ 38,763 bilhões, ante um déficit de U\$ 15,079 no mesmo período de 2009 (variação de 157,1%). Embora o saldo da balança comercial tenha se mantido superavitário, ele também se deteriorou de 2009 para 2010, passando de U\$ 23,116 bilhões nos onze primeiros meses do ano passado para U\$ 14,938 bilhões (redução de 35,4%) no mesmo período deste ano. Para 2010 estimamos um superávit da balança comercial de U\$ 16,921 bilhões e um déficit em transações correntes de U\$ 47,387 bilhões.

Este cenário, caracterizado por um diferencial expressivo entre as taxas de juros real doméstica e internacional e por um crescimento mais rápido da economia doméstica em comparação com as principais economias desenvolvidas, deve persistir no próximo ano, contribuindo para que a taxa de câmbio se mantenha valorizada e para um significativo déficit de transações correntes. Para o final de 2011, estimamos uma taxa de câmbio de R\$ 1,71 e um déficit de transações correntes de U\$ 43,636 bilhões.

(3) A produção industrial brasileira em outubro de 2010, na série com ajuste sazonal, encontra-se apenas 1,3% abaixo do patamar recorde verificado no período pré-crise, em julho de 2008. A produção industrial norte-americana, em contraposição, apesar da recuperação recente, em outubro ainda se encontrava 7,3% abaixo do pico observado em setembro de 2007.