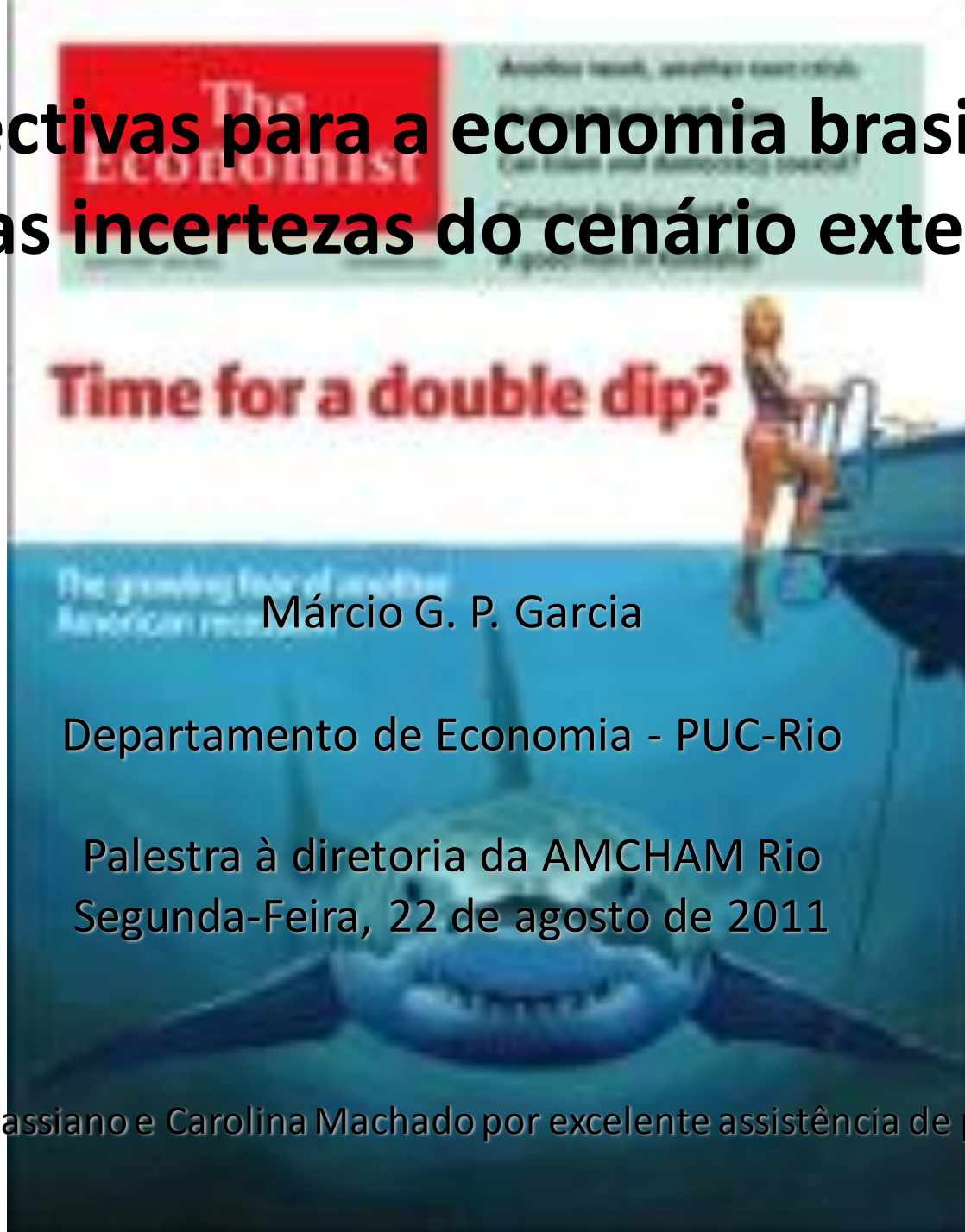


Perspectivas para a economia brasileira face as incertezas do cenário externo



Márcio G. P. Garcia

Departamento de Economia - PUC-Rio

Palestra à diretoria da AMCHAM Rio
Segunda-Feira, 22 de agosto de 2011

Agradeço a Bruno Balassiano e Carolina Machado por excelente assistência de pesquisa.

Agenda:

- Background: Fontes de Incerteza Internacional
 - EEUU: Duplo mergulho?
 - Europa: Contágio sobre os “SI” dos GIPSI (+F?);
 - China: Inflação maior e crescimento menor.
- Brasil:
 - Evolução recente dos principais indicadores econômicos;
 - Desafios atuais:
 - Apreciação cambial – controles cambiais;
 - Inflação e taxa de juros;
 - Política Fiscal e Parafiscal (creditícia).
 - Perspectivas e riscos.

EEUU (1/2)

- Após agonizante demora, chegou-se a um acordo para evitar o default dos EEUU.
- O acordo, contudo, é macroeconomicamente inconsistente, pois expõe uma economia à beira da recessão a uma contração fiscal, sem resolver o problema dos entitlements, condição necessária para a solvência.
- A S&P rebaixou a dívida dos EEUU, aumentando ainda mais a incerteza e a aversão ao risco.
- O FED prometeu manter os juros nulos por dois anos e novas medidas são esperadas.

EEUU (2/2)

- Vai dar resultado? Pode nova recessão ser evitada?
- Problema: inflação está acima da meta.
- O problema continua sendo a desalavancagem das firmas (financeiras e não financeiras) e das famílias.
- Inflação ajudaria na transferência patrimonial, mas causaria muitos novos (velhos?) problemas.
- Tradução da mensagem do FED: Quem quiser ficar em T-Bills (cash) vai perder dinheiro. Quem quiser pegar emprestado, pode fazê-lo sem medo que as taxas vão aumentar.
- O impulso ao *carry-trade* deve aumentar os problemas de apreciação da taxa real de câmbio do Brasil.

Europa

- Com atraso de meses, os líderes europeus finalmente reconheceram que será necessário enfrentar o calote grego.
- Assim que o acordo político nos EUA saiu, os mercados passaram a atacar os países grandes dos GIP*S*is, Espanha e Itália, e, mais tarde, até a França.
- A questão central é se os líderes europeus conseguirão chegar a um acordo que convença os mercados de que Itália e Espanha não ficarão insolventes.
- A possibilidade de falência de grandes bancos na Europa é uma fonte importante de incerteza.
- A ação solitária do BCE pode não ser suficiente na ausência de um maior fundo de estabilidade financeira.
- Teme-se um pânico *à la* Lehman, com repercussões de paralisia no crédito internacional, como em 2008.

China

- A China é hoje o maior parceiro comercial do Brasil.
 - 18,1% de X
 - 13,7% de M
 - Dados de junho de 2011 - Funcex
- O aumento da inflação na China está levando a medidas contracionistas, que deverão diminuir o crescimento.
- O menor crescimento chinês vai impactar os preços de commodities e as exportações brasileiras.
- Junto com o menor crescimento dos EEUU e da Europa, o impacto sobre a economia brasileira deve ser de diminuir a demanda agregada e a pressão sobre a inflação.

Brasil (1/12)

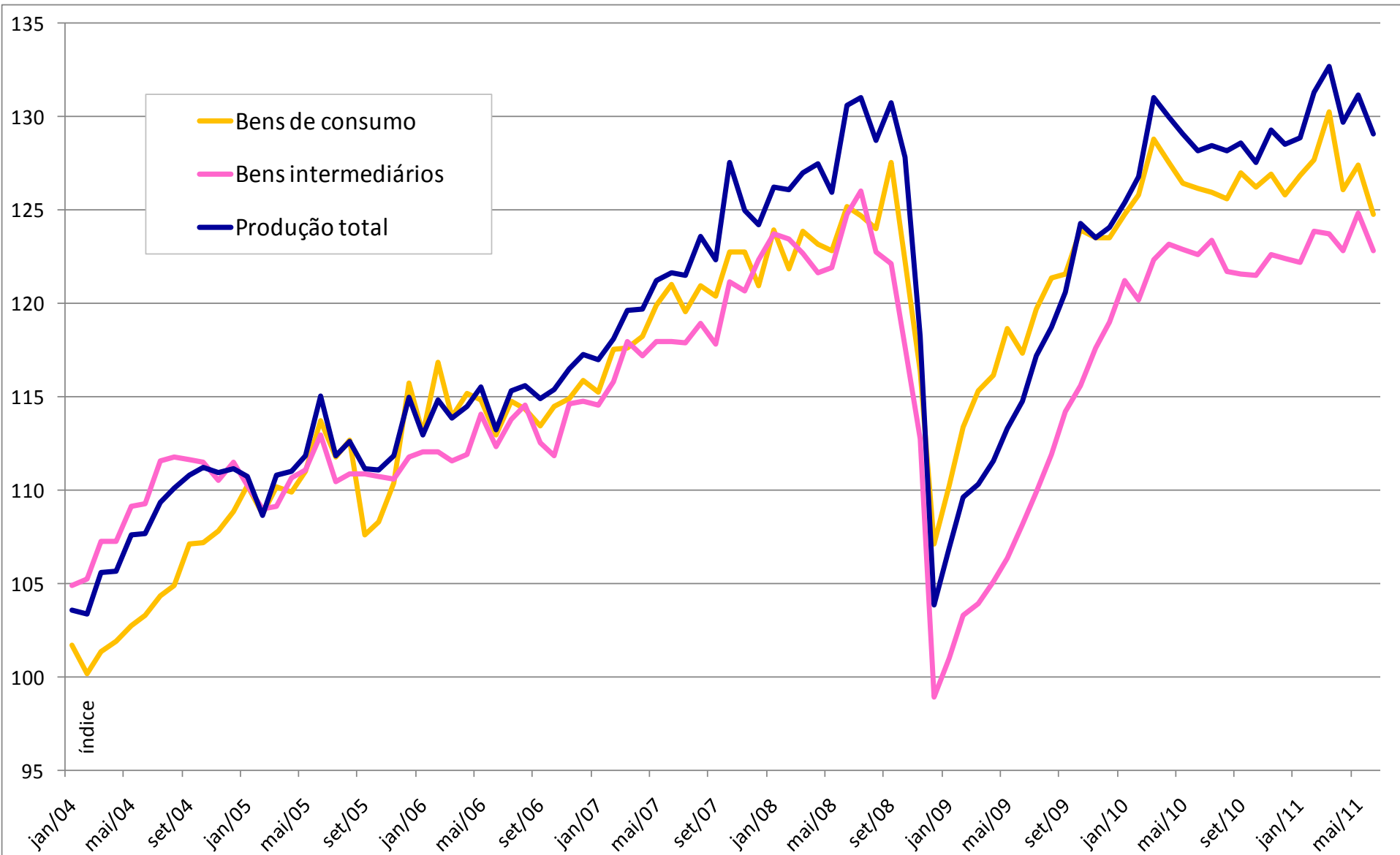
- As boas condições internacionais desde 2003, aliadas à políticas econômicas consistentes, permitiram ao Brasil crescer e afirmar-se no cenário internacional.

Macroeconomic Indicators of the Floating Period of the Real Plan												
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GDP Growth	0,25%	4,31%	1,31%	2,66%	1,15%	5,71%	3,16%	3,96%	6,09%	5,16%	-0,64%	7,49%
Inflation (CPI)	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%	9,30%	7,60%	5,69%	3,14%	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%
Exchange Rate Depreciation	49,12%	7,62%	19,00%	52,71%	-18,06%	-7,55%	-12,41%	-8,68%	-16,96%	31,46%	-26,00%	-4,23%
Nominal Interest Rate (Selic)	25,59%	17,45%	17,32%	19,16%	23,33%	16,24%	19,04%	15,08%	11,85%	12,48%	9,92%	9,78%
Real Interest Rate	15,28%	10,83%	8,96%	5,89%	12,84%	8,02%	12,64%	11,58%	7,08%	6,21%	5,38%	3,66%
Fiscal Surplus (%GDP)												
Primary	3,08%	3,54%	3,64%	3,96%	4,25%	4,58%	4,83%	4,32%	3,91%	4,08%	2,03%	2,77%
Nominal	-5,57%	-4,57%	-3,57%	-4,66%	-5,08%	-2,66%	-3,28%	-3,35%	-2,23%	-1,53%	-3,34%	-2,55%
Current Account												
USD Billion	-24,37	-24,59	-23,21	-7,70	4,05	11,67	14,19	13,53	1,46	-28,19	-24,30	-47,36
%GDP	-2,29%	-2,09%	-1,78%	-0,52%	0,24%	0,60%	0,66%	0,57%	0,05%	-0,93%	-0,76%	-1,29%

Brasil (2/12)

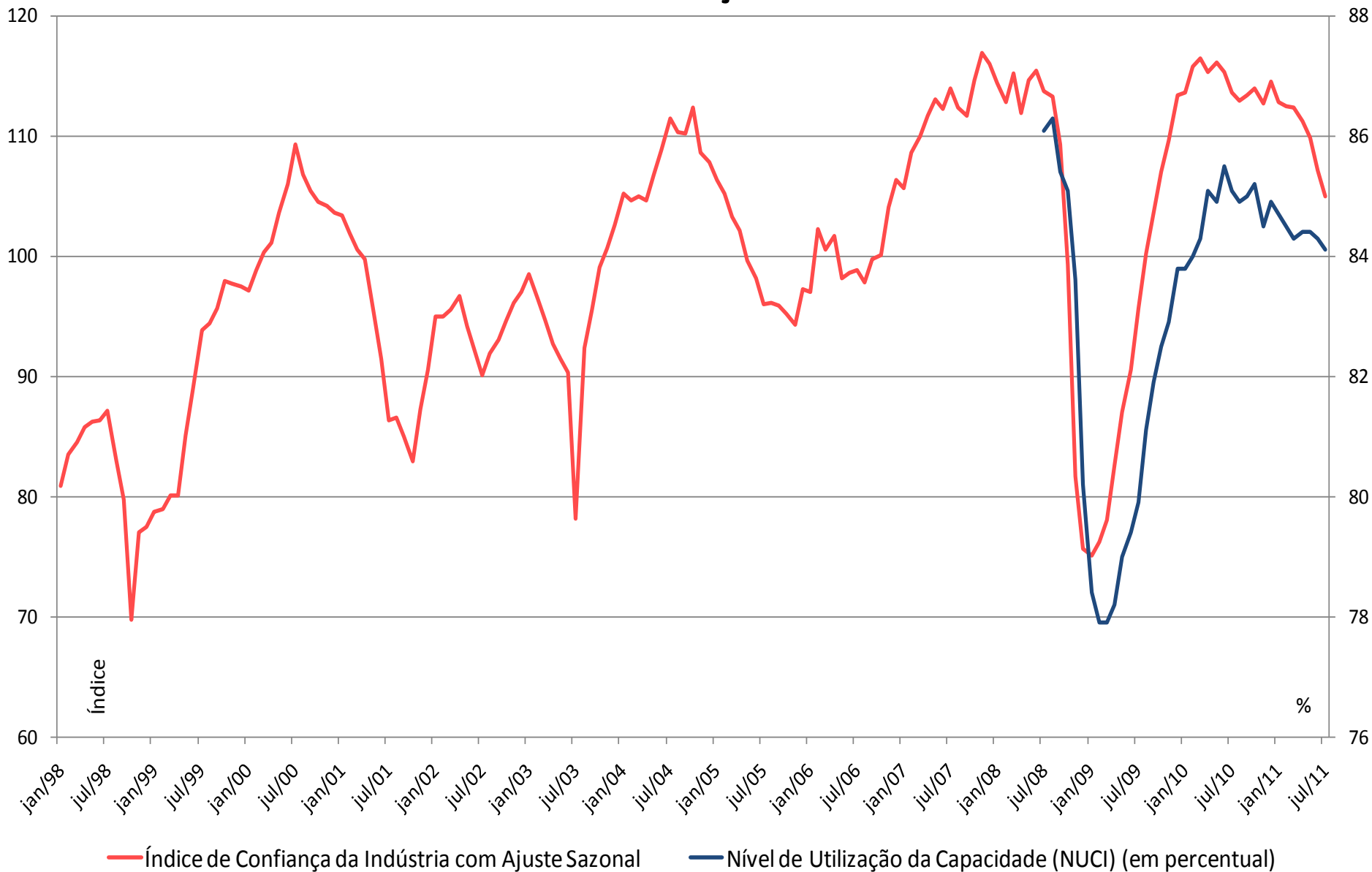
- Em 2008, o principal canal de transmissão da crise para a economia brasileira foi a contração internacional de crédito.
- Fragilidades financeiras internas (grandes firmas alavancadas em derivativos cambiais) ampliaram o impacto recessivo da contração de crédito.

Produção Industrial

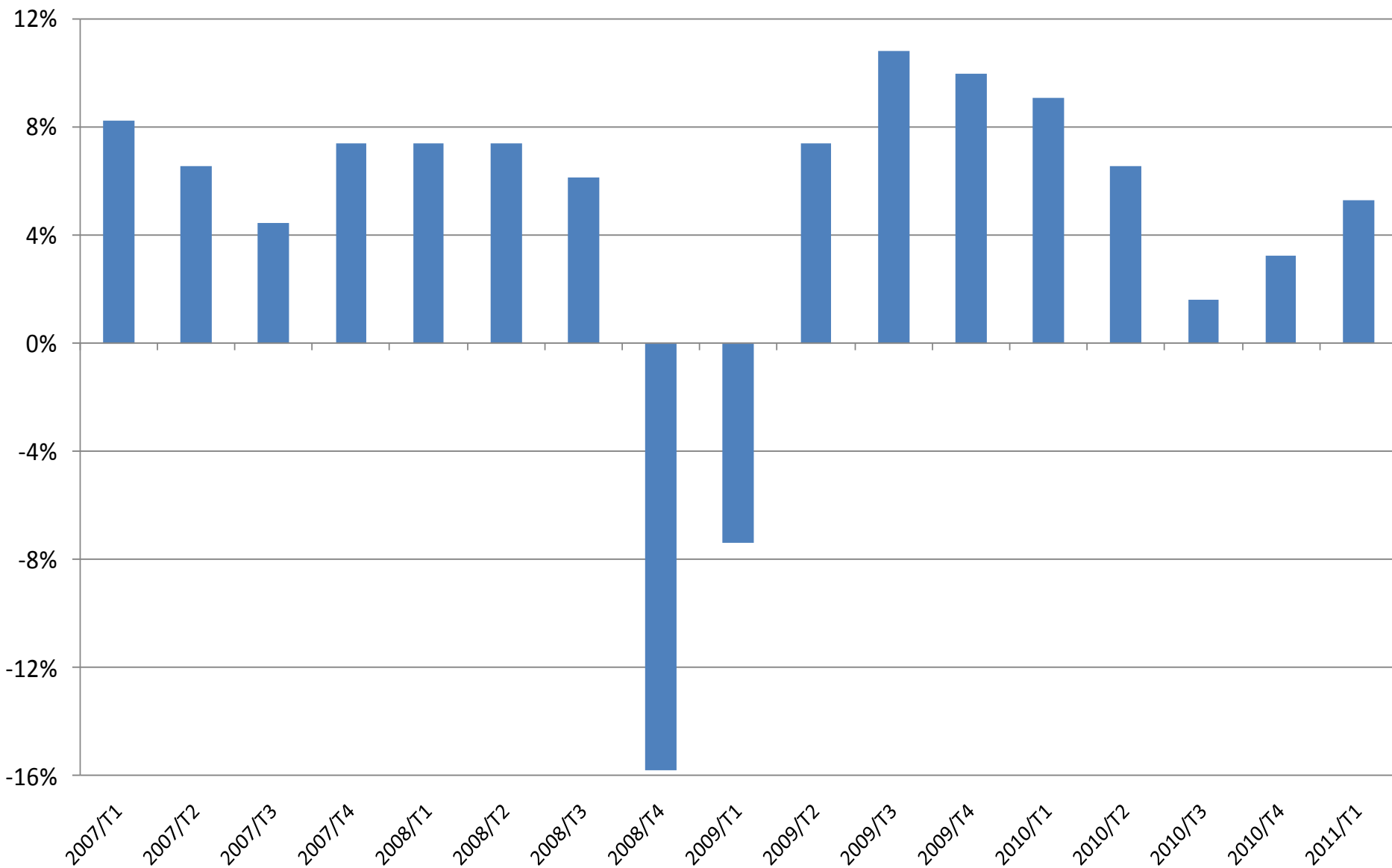


Fonte: séries dessazonalizadas IBGE

NUCI e Índice de Confiança da Indústria - FGV



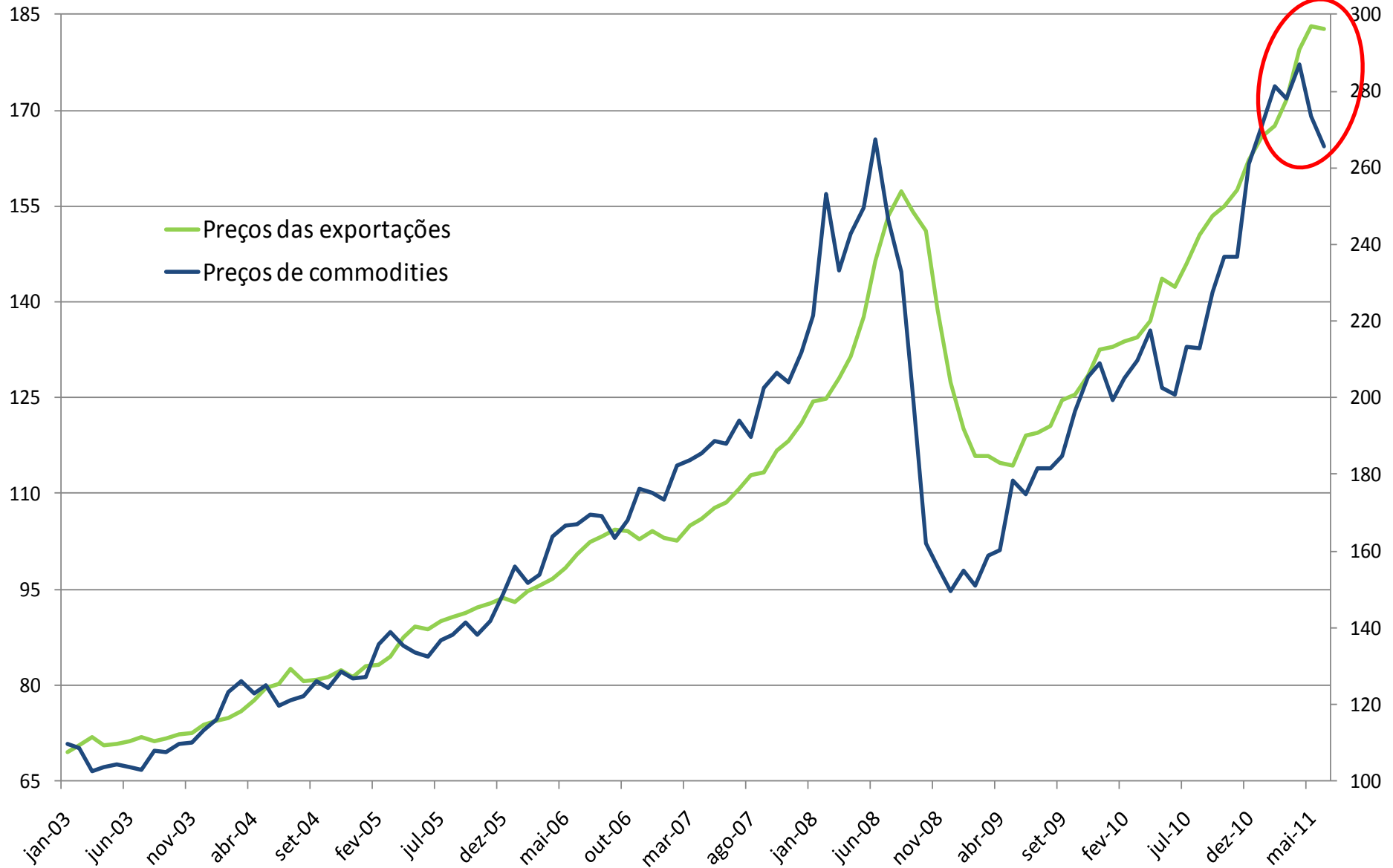
Crescimento do PIB trimestral do Brasil - taxa anualizada



Brasil (3/12)

- A menos que a crise europeia se transforme em crise bancária, não se espera uma contração do crédito internacional como a que ocorreu em 2008.
- Assim, a economia brasileira sofrerá o impacto principalmente via comércio internacional.

Preços das Exportações e de Commodities

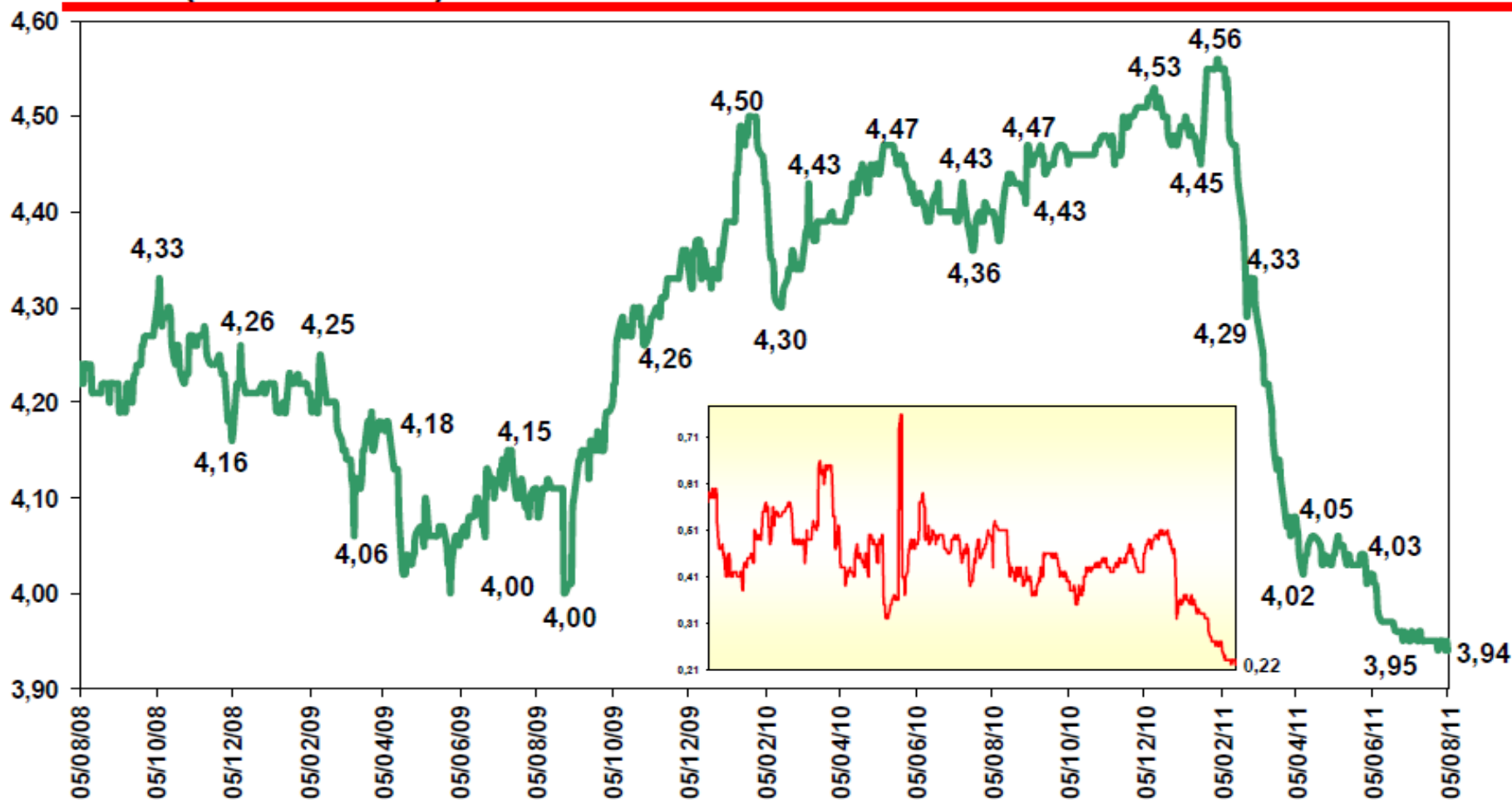


Brasil (4/12)

- Se por um lado menores exportações de commodities levarão a um menor crescimento, por outro diminuirão a pressão sobre a inflação.
- O mercado de trabalho aquecido, com desemprego em baixa e massa salarial em alta proverá dinamismo próprio, mas o crescimento será afetado.

Nível de Atividade

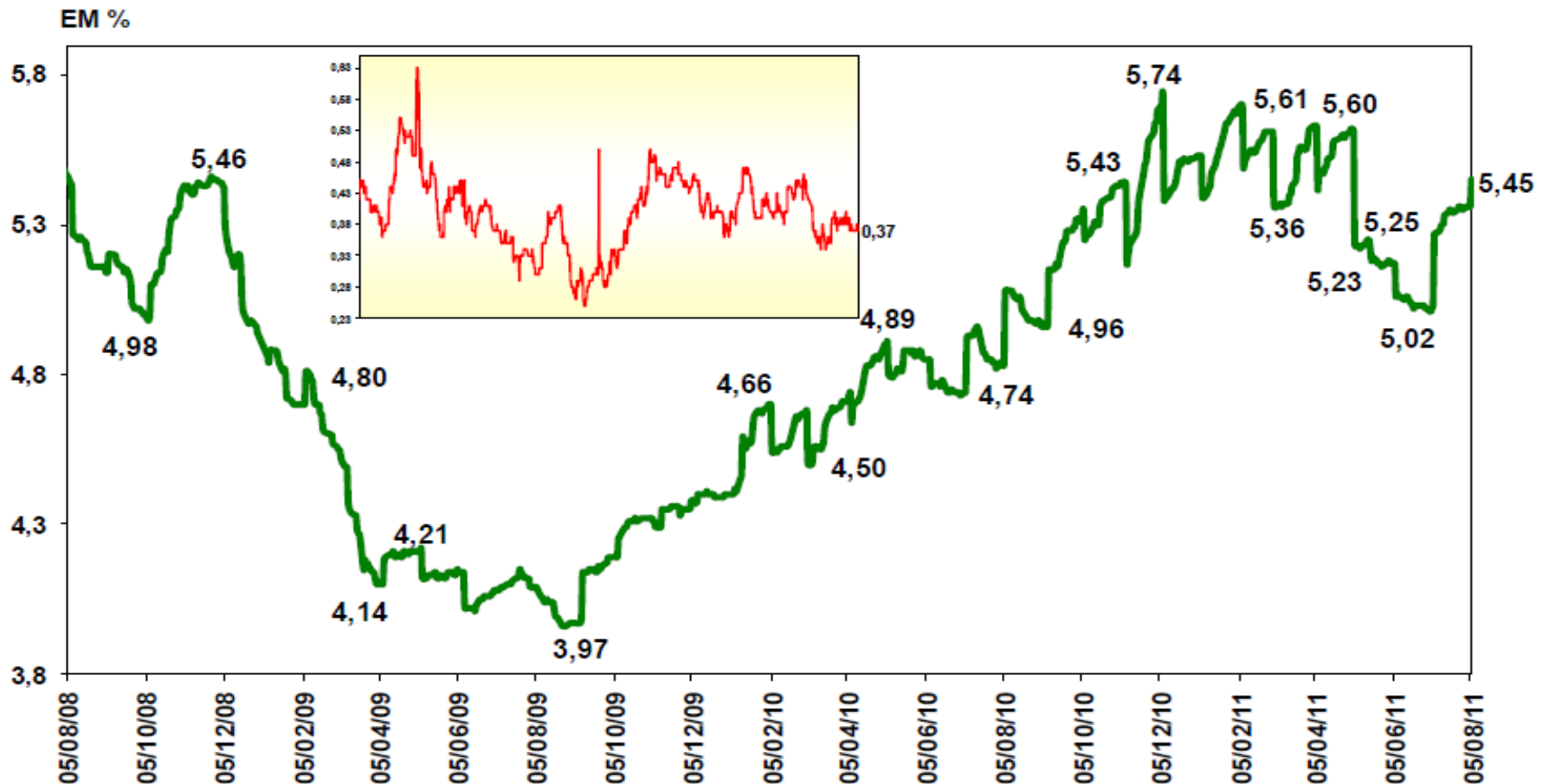
EVOLUÇÃO DA EXPECTATIVA DO MERCADO PARA O PIB EM 2011 (% AO ANO)



FONTE: BACEN
ELABORAÇÃO: BRADESCO

Inflação

EVOLUÇÃO DA MÉDIA DO IPCA PROJETADO PARA OS PRÓXIMOS DOZE MESES



Brasil (5/12)

- Se por um lado menores exportações de commodities levarão a um menor crescimento, por outro diminuirão a pressão sobre a inflação.
- O mercado de trabalho aquecido, com desemprego em baixa e massa salarial em alta proverá dinamismo próprio, mas o crescimento será afetado.
- Assim, o cenário principal continuará a contemplar um BRL apreciado com inflação ainda pressionada.

Brasil (6/12)

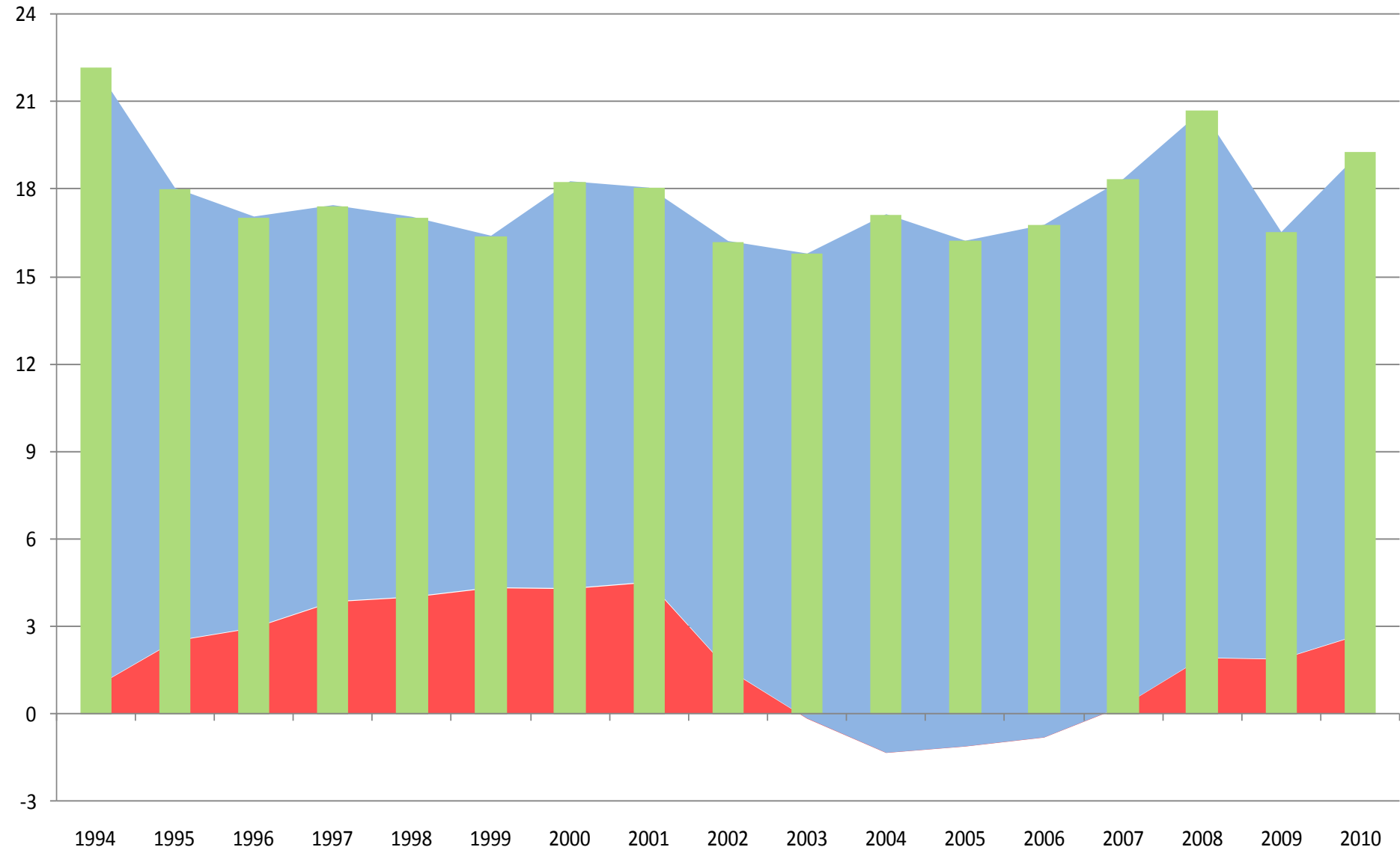
- Na disputa entre controle da inflação e impedir a apreciação do câmbio real, o governo parece ter pendido para o segundo objetivo, aprovando controles mais fortes sobre as operações de derivativos cambiais.
- Os controles foram mal definidos e estão gerando alta incerteza regulatória que vem afetando os mercados de câmbio.

Brasil (7/12)

- O problema da taxa de câmbio é grave, mas é bem mais complexo.
- O Brasil é um país que poupa muito pouco.
- Para investir o necessário para crescer de forma sustentada a 5% ao ano, será necessário absorver muita poupança externa (déficits em conta-corrente no BP).
- Isto requer taxa real de câmbio apreciada.
- Controles de capital são de eficácia duvidosa, no melhor dos casos, efêmera.

Poupanças Doméstica e Externa vs Investimento Total

% PIB



Fontes: BCB e IBGE

■ Poupança Externa

■ Poupança Doméstica

■ Investimento Total

Brasil (8/12)

- A concepção de política econômica vigente dá às políticas econômicas muito mais margem de manobra e eficácia do que elas de fato têm.
- O governo acredita poder depreciar a taxa real de câmbio de equilíbrio (não pode), assim estimulando o aumento do PIB, sem prejudicar o controle inflacionário (também não pode, como mostra o exemplo argentino).
- Ao mesmo tempo, sucessivos governos resistem a empreender um real ajuste fiscal. O caso deste ano é emblemático. A promessa era de cortar despesas, mas elevar o investimento. Já o resultado...
- *“No primeiro semestre [de 2011] as despesas de investimento caíram 5% em termos reais, e as despesas correntes aumentaram 5%, também em termos reais, usando o IPCA como deflator. Não houve corte algum do gasto agregado, que aumentou 4% reais. Estamos diante de um ajuste convencional: mais carga tributária na veia - a receita aumentou 13% reais!”* (Fabio Giambiagi, O Globo, 16/8/2011).

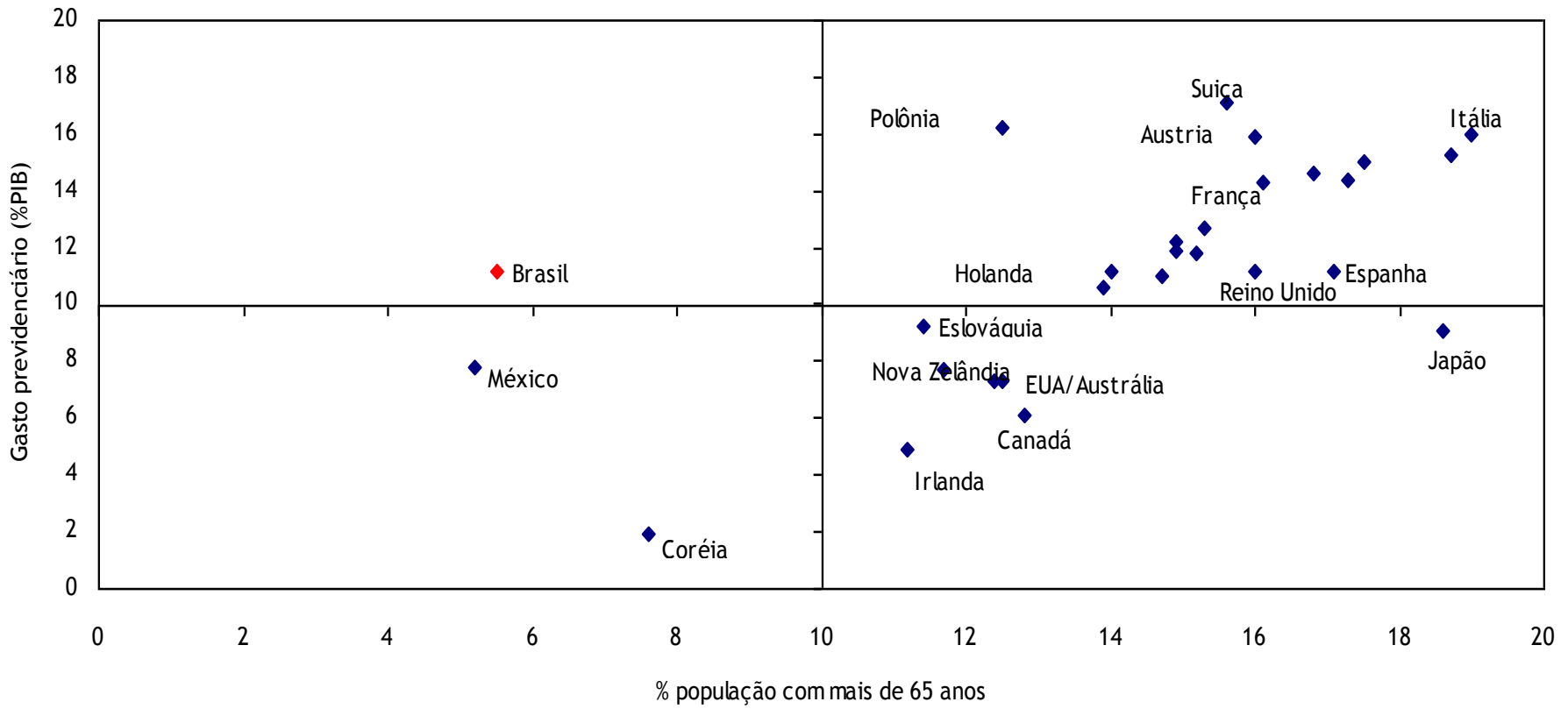
Brasil (9/12)

- O que cabe a todo custo evitar é a repetição da reação de política macroeconômica à crise de 2008, quando houve forte expansão fiscal e parafiscal (crédito subsidiado via bancos públicos) enquanto a taxa de juros caiu apenas moderadamente, até 8,75%.
- O aumento do salário mínimo (SM), em janeiro próximo, que deve chegar os 15%. Além de, por si só, representar forte aumento dos gastos da previdência, tal aumento atuará como farol para dissídios e negociações salariais importantes que ocorrerão neste segundo semestre.
- O impacto inflacionário dos aumentos do SM e dos demais salários será decisivo para determinar o espaço que terá o BC para flexibilizar a política monetária.
- O programa “Brasil Maior” contém muitas medidas ruins, que prejudicarão o aumento da produtividade e do investimento no LP, bem como aumenta muito os dispêndios fiscais e parafiscais, além de pressionar a inflação.

Brasil (10/12)

- Embora a situação fiscal do Brasil seja tranquila no curto prazo, há diversas ameaças de médio e longo prazo que deveriam estar sendo atacadas.
- A principal vulnerabilidade é a previdência social, pública e privada, cuja tendência é crescer acentuadamente caso não se façam reformas.

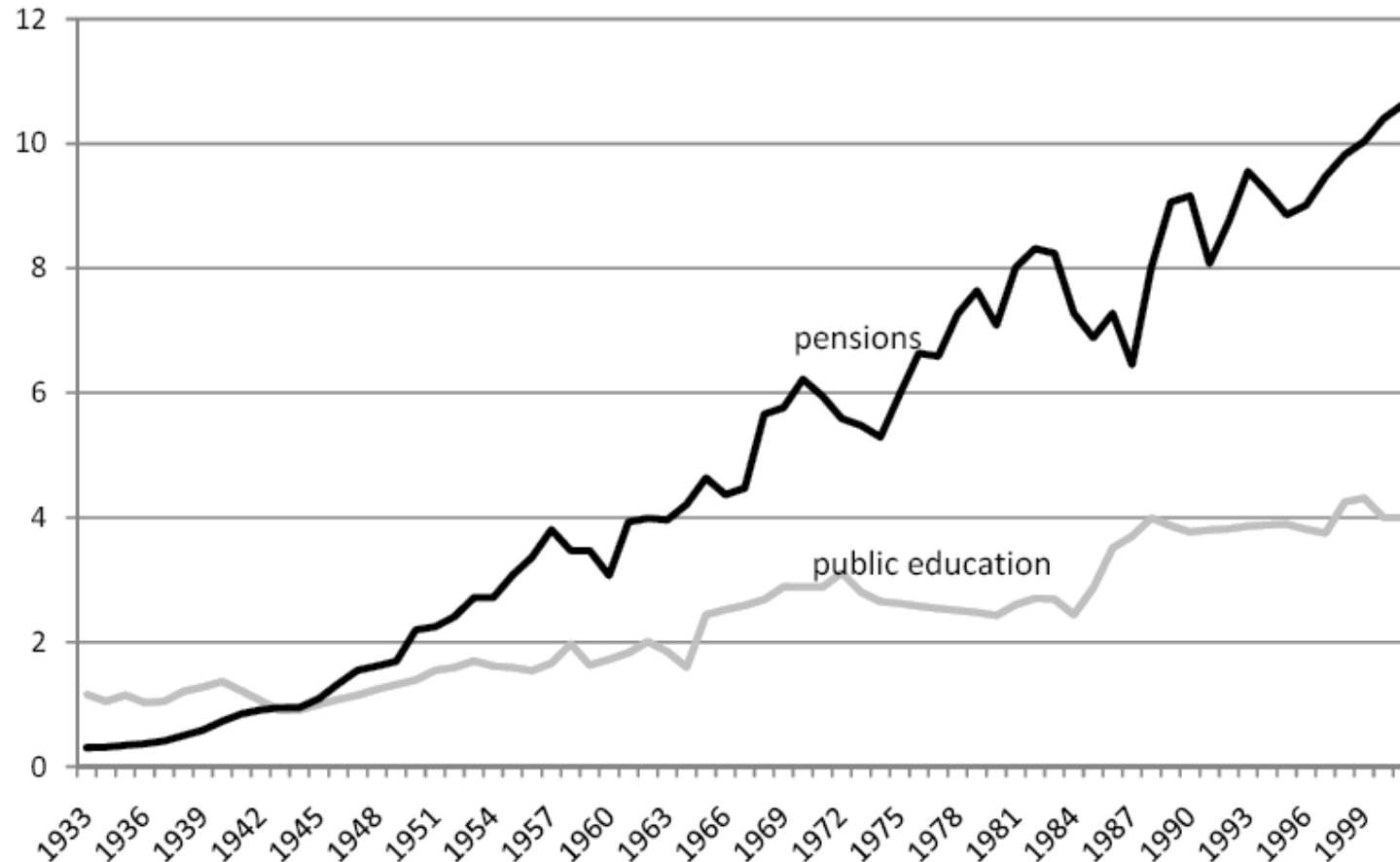
Social Security



Source: Fabio Giambiagi (BNDES).

Public Savings and the demographic challenge

Public Expenditures in Education and Social Security as % of GDP – Brazil – 1933-2000



Source: Rodrigo Soares (PUC-Rio) from Pereira, Turra e Queiroz [2010].

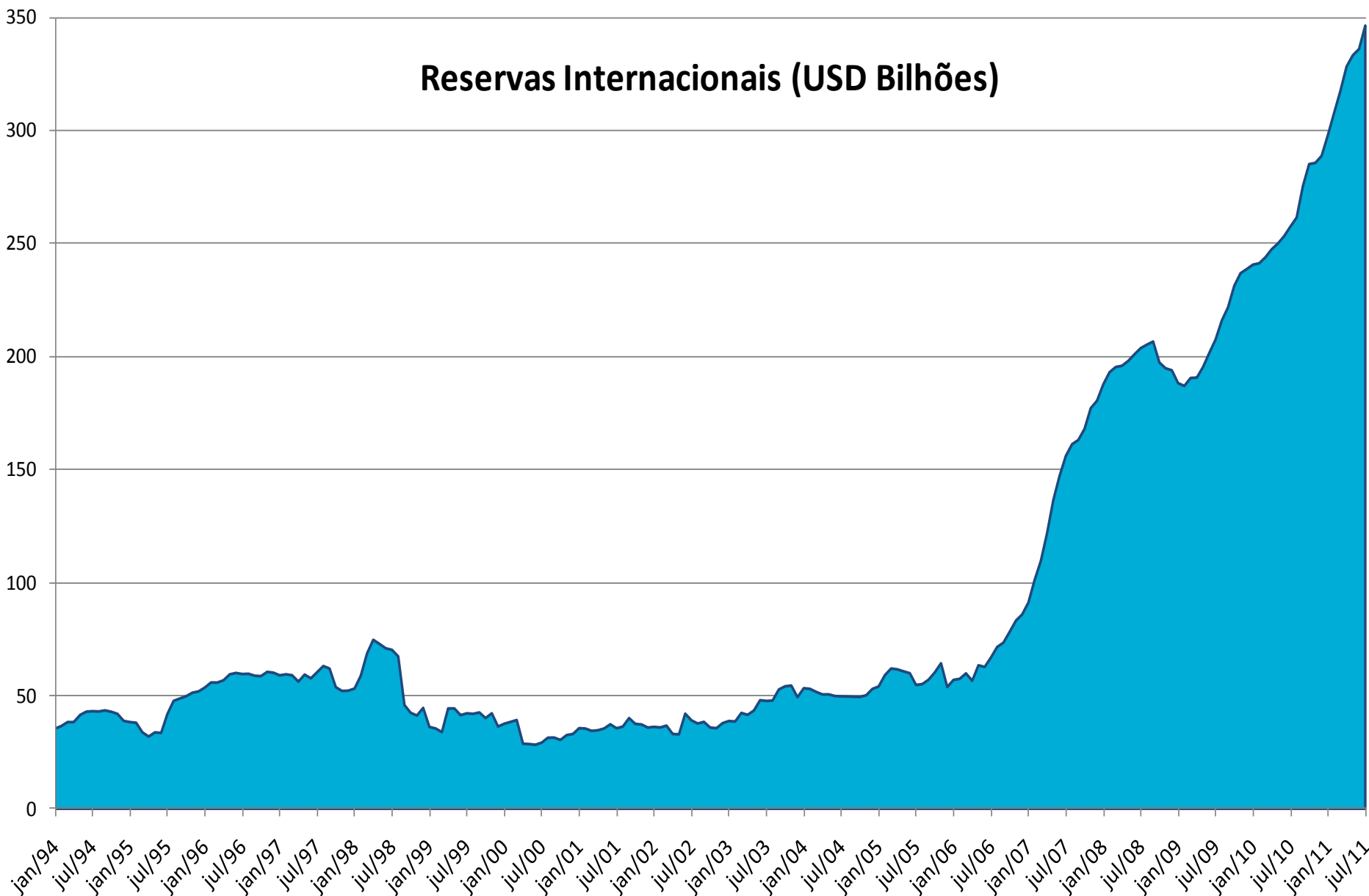
Brasil (11/12)

- Há, hoje, no Congresso Nacional, diversos projetos de leis que aumentam significativamente os gastos públicos.
- Por outro lado, estão esquecidos os projetos de reformas estruturais e de limitações aos aumentos de gastos, como o projeto que coloca um teto no aumento real da folha do funcionalismo federal.

Brasil (12/12)

- As decisões de promover maciças intervenções esterilizadas nos mercados cambiais e de prover crédito subsidiado via bancos públicos, sobretudo via BNDES, vem onerando muito a dívida pública.
- Caso a reação à crise seja semelhante à de 2008, a situação fiscal pode piorar significativamente.
- A melhor forma de reagir seria contrair a política fiscal e relaxar a política monetária.
- Não está claro, neste momento, que o governo querará/conseguirá modificar a política fiscal expansionista que vem praticando.

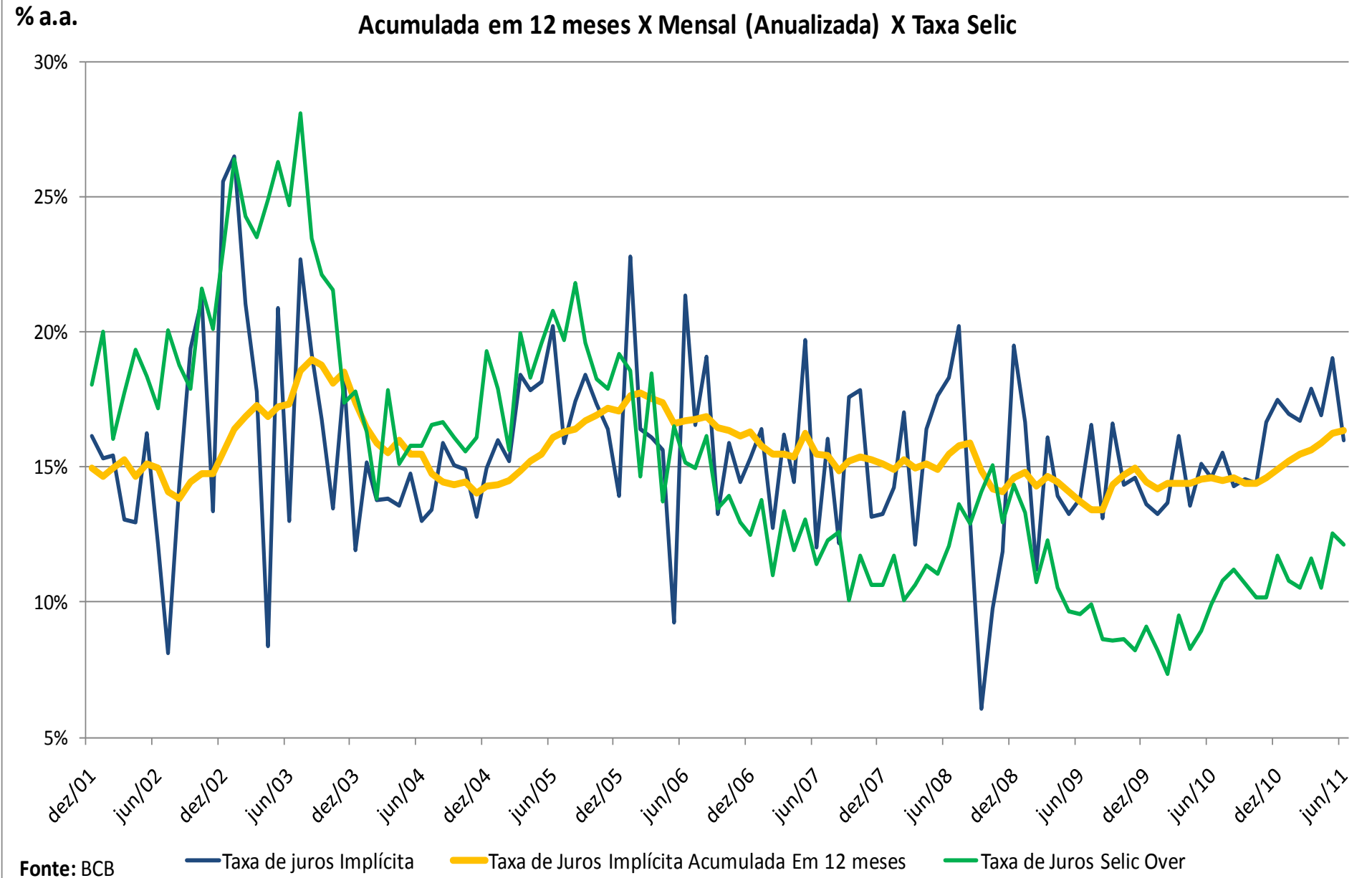
Reservas Internacionais (USD Bilhões)



Fonte: BCB

Taxa de Juros Implícita da Dívida Pública Líquida

Acumulada em 12 meses X Mensal (Anualizada) X Taxa Selic



Muito obrigado.